Dr Kristijan Ristić
Dr Slobodan Komazec
Dr Žarko Ristić

MONETARNA EKONOMIJA I BANKARSKI MENADŽMENT

Београд, 2014.

MONETARNA EKONOMIJA
I BANKARSKI MENADŽMENT

Autori:
Kristijan Ristić
Slobodan Komazec
Žarko Ristić

Izdavač: EtnoStil, Beograd

Za izdavača: Milena Milenković

Recenzenti:
Prof. dr Borko Krstić
Prof. dr Aleksandar Živković

Priprema za štampu:
Aleksandar Kostić

Tiraž: 30

Štampa:
EtnoStil, Beograd

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

005:336.71(075.8)(0.034.2)
336.74(075.8)(0.034.2)

РИСТИЋ, Кристијан, 1976-
Monetarna ekonomija i bankarski menadžment [Elektronski izvor] / Kristijan Ristić, Slobodan Komazec, Žarko Ristić. - Beograd : Etnostil, 2014 (Beograd : Etnostil). - 1 elektronski optički disk (CD-ROM) : tekst, slika ; 12 cm

Nasl. sa naslovnog ekrana. - Tiraž 50. - Napomene i bibliografske reference uz tekst.

ISBN 978-86-6347-024-8
1. Ристић, Жарко, 1944- [аутор] 2. Комазец, Слободан, 1939- [аутор]
a) Банкарски менаџмент b) Монетарна политика c) Финансије
COBISS.SR-ID 203858700

SADRŽAJ

KNJIGA PRVA - MONETARNA EKONOMIJA

1. DEO - FINANSIJSKA EKONOMIJA

GLAVA PRVA - FINANSIJSKI SISTEM I SAVREMENA PRIVREDA 5

1. Finansije i finansijska ekonomija 5

2. Monetarna i finansijska ekonomija 9

1. Monetarna i finansijska teorija 9

2. Monetarna i finansijska politika 9

3. Monetarna i finansijska statistika 10

4. Finansijsko pravo 10

3. Nacionalni dohodak, novčani tokovi i finansijski instrumenti 10

2. DEO - SAVREMENI NOVAC

GLAVA PRVA - TEORIJSKE OSNOVE SAVREMENOG NOVCA 17

1. Savremeni novac – karakteristike i razvoj 17

2. Novčanica ili banknota 20

3. Papirni novac i čisto papirno važenje 22

GLAVA DRUGA - DEPOZITNI NOVAC 25

1. Savremeni depozitni ili bankarski novac 25

2. Papirni novčani sistem ili slobodna valuta 29

GLAVA TREĆA - SAVREMENI NOVAC I PRIVREDNA AKTIVNOST 33

1. Delovanje novca na ekonomsku aktivnost 33

2. Novac, monetarna teorija i agregatna ekonomska teorija 36

3. DEO - INFLACIJA I DEFLACIJA

GLAVA PRVA -
PROMENE UNUTRAŠNJE VREDNOSTI NOVCA 41

1. Kupovna snaga novca monetarna nestabilnost 41
2. Ekonomski razvoj i faktori kupovne snage novca 43

GLAVA DRUGA -
TEORIJE INFLACIJE I MEHANIZAM INFLACIJE 45

1. Pojam i vrste inflacije u savremenoj monetarnoj teoriji 45
1) Monetaristička (starija) shvatanja inflacije 45
2) Novi pristupi inflaciji 46
3) Prigušena ili kontrolisana inflacija 49
2. Hiperinflacija i hiperinflatorni vrtlog 50
1) Otvorena inflacija 50
2) Brzina inflacionog procesa i hiperinflacija 51
3. Klasifikacija inflacije prema primarnim uzrocima nastanka inflacionog poremećaja 52
1) Monetarna inflacjja 53
2) Pad proizvodnje i smanjenje robnih fondova kao uzrok inflacije 58
3) Inflacija zbog autonomnog rasta cena 58
4) Inflacija zbog neravnomerne raspodele nacionalnog dohotka 59
5) Platni bilans kao uzrok inflacije 61
6) Inflacija troškova reprodukcije 63
7) Strukturna inflacija 65

GLAVA TREĆA -
INFLACIJA I PRIVREDNI RAST 67

1. Privredni rast 67
2. Delovanje inflacije na ekonomski rast 69
3. Delovanje ekonomskog razvoja na inflatornu nestabilnost 72

GLAVA ČETVRTA -
INFLACIJA I PLATNI BILANS 74

1. Delovanje inflacije na platni bilans 74
2. Delovanje inflacije u uslovima fiksnog i fluktuirajućeg kursa 75
3. Inflacija i devizni kurs 76

GLAVA PETA -
DEFLACIJA I DEFLACIONA POLITIKA 78

1. Pojam i priroda deflacije 78
2. Uzroci i faktori deflacije 79
3. Posledice i oblici delovanja deflacije 80
4. Deflacija i ekonomski razvoj 82

GLAVA ŠESTA -
MONETARIZAM I STABILIZACIJA 84

1. Neomonetarizam i monetarna politika 84
2. Monetaristički model stabilizacije 85
3. Ortodoksni monetarizam i restriktivna politika 88

4. DEO - MONETARNI AGREGATI I MONETARNA POLITIKA

GLAVA PRVA - CENTRALNA BANKA I EMISIJA PRIMARNOG NOVCA 91

1. Emisija primarnog novca i formiranje monetarne baze 91

1) Tokovi kreiranja primarnog novca 91

2. Krediti centralne banke poslovnim bankama..... 94

3. Monetarno finansiranje države..... 95

4. Devizne rezerve kao kanal kreiranja primarnog novca 97

1) Teorijski i globalni pristup..... 97

2) Tokovi formiranja i „plasman" deviznih rezervi i emisija novca bankarskog sistema 98

3) Primana emisija novca i selektivni program – strukturno i razvojno delovanje monetarne politike..... 101

5. Novčana masa i monetarni agregati 103

1) Primarna emisija i monetarna politika..... 103

2) Emisiona dobiti i inflatorno finansiranje 108

3) Neto domaća aktiva centralne banke i efekti monetarne politike 110

GLAVA DRUGA - POSLOVNO BANKARSTVO I KREIRANJE DEPOZITNOG NOVCA 112

1. Novčana masa, likvidnost privrede i drugih sektora 112

1) Monetarni agregati i indikatori monetarne politike..... 112

2. Novčana masa – osnovni monetarni agregat 115

GLAVA TREĆA - MONETARNI MEHANIZAM I PROCESI EMISIJE NOVČANE MASE 117

1. Autonomna emisija novca poslovnih banaka i formiranje tražnje novca po sektorima 117

2. Bankarski kredit kao instrument emisije i povlačenja novčane mase 121

3. Nemonetarni depoziti kao kanal stvaranja i povlačenja novčane mase..... 123

4. Devizne rezerve i devizno tržište – efekti intervencija na deviznom tržištu na emisiju i povlačenje novčane mase..... 124

5. Kupovlna i prodaja hartija od vrednosti – politika „otvorenog tržišta" 126

6. Struktura i sektorski raspored novčane mase – strukturno dejstvo monetarne politike – 127

7. Monetarni mehanizam i njegov odnos sa finansijskom strukturom 129

8. Emisioni mehanizam i monetarni tokovi 132

9. Dinamika novčane mase u procesu formiranja optimalne mase novca 135

10. Optimalna novčana masa i njene determinante..... 137

GLAVA ČETVRTA - BRZINA OPTICAJA NOVCA I MONETARNA POLITIKA..... 140

1. Brzina opticaja novca – priroda i karakter 140

2. Varijabilnost brzine opticaja novca..... 142

3. Brzina opticaja novca po sektorima 145

4. Faktor i brzina novčanog opticaja 147
5. Brzina opticaja novca i njen odraz na efikasnost monetarne politike 150

GLAVA PETA -
STVARANJE I PONIŠTAVANJE NOVCA
U BANKARSKOM SISTEMU 152
1. Pretpostavke procesa monetarno – kreditne multiplikacije 152
2. Odvijanje i efekti procesa multiplikacije 154
3. Ograničavajući faktori multiplikacije 156
4. Monetarni multiplikator 159
5. Multiplikacija novca i monetarna politika 161
6. Neto domaća aktiva centralne banke 162

5. DEO - BANKARSKI KREDITI

GLAVA PRVA -
KREDIT U SAVREMENOJ PRIVREDI 167
1. Bankarski kredit: pojam i razvoj 167
2. Ekonomske funkcije bankarskog kredita 169
3. Robno–novčani ili komercijalni kredit 172
4. Bankarski ili novčani kredit 174
5. Bankarski kredit i tržište novca i kapitala 178
6. Strateške razlike akcionarskog i kreditno – bankarskog finansiranja 180

GLAVA DRUGA -
KREDITNI SISTEM I KREDITNI POSLOVI 182
1 . Teorijske osnove monetarno – kreditnog sistema 182
1) Teorijske osnove bankarskog kreditiranja privrede 182
2) Granice bankarskog kredita 184
2. Kreditni poslovi 185
1) Kratkoročni bankarski krediti 187
2) Investicioni krediti banaka 188
3) Potrošački krediti – krediti stanovništvu 189

GLAVA TREĆA -
KAMATA KAO CENA NOVCA 192
1. Cena novca – kamata 192
2. Funkcije kamate 193
3. Vrste kamatnih stopa 194
4. Mehanizam kamatnih stopa 194
1) Kamatne stope centralne banke 194
2) Eskontna politika i tržište novca 196
5. Operacije centralne banke na otvorenom tržištu 199

6. DEO - MONETARNO - KREDITNA POLITIKA

GLAVA PRVA -
TEORIJA MONETARNE POLITIKE 203

1. Osnovne koncepcije o ulozi monetarnih faktora u reprodukciji 203
2. Teorijska shvatanja o prenošenju monetarnih efekata u reprodukciji 205
3. Novac i privredna aktivnost 209
4. Monetarna politika i formiranje optimalne količine novca 212

GLAVA DRUGA -
ULOGA I CILJEVI MONETARNE POLITIKE..... 216

1. Osnovni ciljevi monetarno–kreditne politike..... 216
1) Dugoročni ili strateški ciljevi monetarne politike..... 217
2) Kratkoročni ciljevi monetarne politike..... 219
2. Uloga monetarno–kreditne politike 219
3. Fleksibilna i dugoročna monetarna politka 220
1) Fleksibilna ili kratkoročna monetarna politika..... 220
2) Politika konstantne stope rasta novčane mase..... 221
3) Sinteza fleksibilne i dugoročne monetarne politike 222

GLAVA TREĆA -
MONETARNA POLITIKA I MONETARNI MENADŽMENT 223

1. Monetarno upravljanje i monetarna politika 223
2. Ekspanzivna monetarna politika 225
3. Monetarna politika protiv inflacije – restriktivna monetarna politika 228
4. Monetarni menadžment u ekonomskoj krizi – efikasnost monetarne politike..... 229
5. Ograničenja u sprovođenju i efikasnosti monetarne politike..... 232
6. Deformacije u monetarnim tokovima i monetarna politika..... 233
7. Monetarna politika, devizne rezerve i devizni kurs 237

GLAVA ČETVRTA -
INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE..... 240

1. Kvantitativni i kvalitativni instrumenti monetarno–kreditne politike..... 240
2. Obavezna rezerva banaka kao instrument monetarne politike..... 242
1) Osnovne karakteristike i delovanja obavezne rezerve 242
2) Osnovica obavezne rezerve..... 245
3) Struktura stopa obaveznih rezervi..... 247
4) Ravnotežna i prosečna stopa obavezne rezerve 247
3. Eskontna stopa kao instrument monetarne politike 250
1) Monetarna politika i eskontna politika..... 250
2) Faktori efikasnosti eskontne stope i politike 251
3) Eskontna stopa ili eskontna politika..... 254
4. Regulisanja kredita centralne banke poslovnim bankama 255
5. Selektivna kreditna politika 256
6. Saradnja centralne banke sa poslovnim bankama..... 258
7. Ograničavanje (limitarnje) visine kredita poslovnih banaka..... 258
8. Politika minimalne stope likvidnosti poslovnih banaka 259

9. Politika otvorenog tržišta **260**
10. Osnovni pravci reforme instrumenata monetarne politike **263**

GLAVA PETA -
CENTRALNO BANKARSTVO I MONETARNO REGULISANJE ... **267**

1. Karakter i uloga centralne banke **267**
2. Centralna banka i monetarna politika **268**
3. Mehanizam monetarnog regulisanja **269**
(1) Utvrđivanje monetarne politike *269*
(2) Regulisanje količine novca *269*
(3) Regulisanja ponude i tražnje i tražnje novca *269*
(4) Regulisanje likvidnosti banaka i drugih finansijskih organizacija *270*
(5) Utvrđivanje politike kursa dinara i kursa dinara *271*
(6) Regulisanje likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom *271*
(7) Platni promet u zemlji *272*
(8) Izdavanje novčanica i kovanog novca *272*
4. Monetarna kontrola u ostvarivanju monetarne politike i poslovanja banaka **272**

7. DEO - MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM I LIKVIDNOST

GLAVA PRVA -
NOVAC I MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM **277**

1. Novac u međunarodnom sistemu plaćanja **277**
2. Deviza i valuta **281**
3. Teorija i politika deviznog kursa **282**
1) Teorijske osnove deviznog kursa 282
2) Teorija platnog bilansa deviznog kursa 283
3) Teorija pariteta kupovnih snaga 285
4) Monetarna teorija deviznog kursa 289
5) Monetarna portfolio teorija deviznog kursa 290
4. Sistemi deviznih kurseva **293**
1) Manipulisanje deviznim kursevima 293
2) Vrste deviznih kurseva 294
3) Fiksni devizni kurs 294
4) Fluktuirajući devizni kurs 297
5. Formiranje deviznih kurseva **300**
6 . Fleksibilni i klizajući devizni kurs **303**
7. Ravnotezni (realni) devizni kurs **304**
8. Devizni kurs i nacionalna privreda **308**
9. Monetarna politika u uslovima fiksnih i fluktuirajućih kurseva **310**

GLAVA DRUGA -
UPRAVLJANJE DEVIZNIM KURSOM **313**

1. Intervalutarna vrednost novca i kupovna snaga **313**
2. Devalvacija nacionalnog novca **314**
1) Devalvacija kao monetarna mera 314
2) Direktni i indirektni efekti devalvacije 316
3) Efikasnost i faktori efikasnosti devalvacije 319
3. Revalvacija nacionalne valute **321**

GLAVA TREĆA -
SAVREMENA KONVERTIBILNOST VALUTA 324

1. Savremena i klasična konvertibilnost 324
2. Uslovi za uvođenje valutne konvertibilnosti 326
3. Oblici konvertibilnosti 327
4. Savremena konvertibilnost novca 328

GLAVA ČETVRTA -
DEVIZNI SISTEM I PLATNI BILANS 331

1. Devizni sistem i devizno tržište 331
2. Platni i devizni bilans 334

GLAVA PETA -
DEVIZNO TRŽIŠTE I DEVIZNI KURS 336

1. Devizno tržište – formiranje i karakter deviznog tržišta 336
2. Devizni kurs i devizno tržište 337
3. Devizne rezerve – struktura i funkcionisanje 339

GLAVA ŠESTA -
ZAKON O DEVIZNOM POSLOVANJU 341

1. Definicije pojmova 341
2. Tekući poslovi 345
3. Kapitalni poslovi 346
1. Direktne investicije rezidenata i nerezidenata 346
2. Ulaganja u nepokretnosti 347
3. Poslovi sa hartijama od vrednosti 347
4. Poslovi sa finansijskim derivatima 347
5. Poslovi sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima 348
6. Kreditni poslovi sa inostranstvom 348
7. Depozitni poslovi 349
8. Plaćanja po osnovu ugovora o osiguranju 350
9. Jednostrani prenosi sredstava plaćanja – lični i fizički prenosi 350
4. Platni promet 350
5. Devizno tržište i kurs dinara 351
1. Devizno tržište 351
2. Kurs dinara 352
6. Zaštitne mere 352
7. Devizna kontrola 353
8. Devizni inspektorat 353

GLAVA SEDMA -
MEĐUNARODNE MONETARNE INSTITUCIJE 354

1. Osnivanje i vrste međunarodnih monetarnih institucija 354
2. Međunarodni monetarni fond 356
1) Osnivanje i ciljevi MMF 356
2) Devizni kurs u politici fonda 358
3) Kapital i kvote MMF 358
4) Mehanizam funkcionisanja mmf i kreditni aranžmani 360

3. Međunarodna monetarna kriza i formiranje specijalnih prava vučenja 363
1) Formiranje specijalnih prava vučenja 363
2) Učesnici sistema specijalnih prava vučenja 364
3) Regulisanje specijalnih prava vučenja 364
4) Transakcije specijalnim pravima vučenja 365
4. Evropski monetarni sistem 368
1) Motivi formiranja evropskog monetarnog sistema 368
2) Evropska valutna jedinica (ECU) 370
3) Mehanizam intervencija na deviznim tržištima i deviznim kursevima 371
4) Kreditni mehanizam evropskog monetarnog sistema 372
5. Evropska monetarna unija 373

GLAVA OSMA - MEĐUNARODNE BANKARSKE I FINANSIJSKE INSTITUCIJE 375
1. Međunarodna banka za obnovu i razvoj 375
1) Osnivanje banke 375
2) Ciljevi i organizacija međunarodne banke za obnovu i razvoj 375
3) Kapital banke 376
4) Krediti i uslovi kredita banke 377
5) Mehanizam finansiranja 378
2. Međunarodna finansijska korporacija 379
1) Osnivanje medunarodne finansijske korporacije 379
2) Ciljevi i zadaci korporacije 380
3) Programi i uslovi finansiranja 380
3. Međunarodno udruzenje za razvoj 381
1) Osnivanje i članice ida 381
2) Kapital ida 382
3) Uslovi kredita 382
4. Multilateralna agencija za garantovanje investicija 383
5. Evropska investiciona banka 384
6. Evropska banka za obnovu i razvoj 385

KNJIGA DRUGA - BANKARSKI MENADŽMENT

1. DEO - BANKARSKI MENADŽMENT

GLAVA PRVA - FINANSIJSKI MENADŽMENT I MARKETING 393
1. Savremeni finansijski menadžment 393
1) Finansijski menadžment i finansijski inženjering 393
2) Finansijski inženjering 395
2. Finansijska menadžment strategija i upravljanje poslovnim sistemom 396
1) Finansijski menadžment i tržišna ekonomija 396
2) Strategijski finansijski menadžment 397
3. Finansijski marketing i upravljanje finansijskim resursima 399
1) Finansijski marketing i finansijski resursi 399
2) Finansijski marketing i finansijski instrumenti 400

4. Menadžment finansijskog marketinga 403
1) Finansijski menadžment i finansijski marekting 403
2) Savremeno finansijsko upravljanje novčanim sredstvima banaka 406
5. Menadžment bankarskog marketinga 407
1) Finansijski marketing i upravljanje finansijama banaka 407
2) Bankarski marketing i rast banke 410

GLAVA DRUGA - MENADŽMENT BANKARSKE INDUSTRIJE 413

1. Bankarski menadžer i menadžerstvo u bankarstvu 413
1) Bankarski menadžer 413
2) Bankarsko liderstvo i menadžment 414
2. Bankarsko poslovno komuniciranje 417
1) Poslovnost u bankarstvu i efikasno komuniciranje 417
2) Poslovni i bankarski bon–ton 418
3) Bankarski public relations 420
3. Ekspertni sistemi za upravljanje bankama 424
4. Elektronsko bankarstvo i automatizacija finansijskih transakcija 428
1) Elektronsko bankarstvo 428
2) Elektronsko bankarstvo – pravci razvoja 429
5. Finansijsko restrukturisanje banaka – finansijski potencijal i finansijska tržišta 429
6. Ocena boniteta banaka i rejting banaka 432
7. Politika kamatnih stopa poslovnih banaka i upravljanje finansijskim potencijalom 436
1) Teorije kamatne stope banaka 436
2) Kamatna stopa, inflacija i finansijski potencijal banaka 438
3) Realna kamata i tržište kapitala 440
8. Principi bankarskog poslovanja u upravljanju flnansijskim potencijalom 442
1) Položaj banke u privrednim procesima – osnova bankarskih principa poslovanja 442
2) Princip likvidnosti 443
3) Princip poslovnosti i efikasnosti 444
4) Princip sigurnosti 445
5) Princip rentabilnosti – profitabilnosti 445

GLAVA TREĆA - EFIKASNOST POSLOVNE POLITIKE BANAKA 446

1. Banka u sistemu finansiranja privrede 446
2. Uslovi efikasnog poslovanja banaka 449
3. Efikasnost i racionalnost poslovne politike banaka 451
4. Osnovne performanse za veću profitabilnost i efikasnost banaka 453

GLAVA ČETVRTA - BILANSI POSLOVNE BANKE 455

1. Komponente bilansa banaka 455
1) Osnovne karakteristike bilansa banaka 455
2) Bilans stanja banke 456
3) Bilans uspeha banke 460
4) Finansijska ravnoteža u bilansu banke 462
5) Kapital i rizična aktiva banke 462
6) Najveći mogući kredit jednom korisniku kredita banke 464
7) Ulaganja u osnovna sredstva banke, akcije preduzeća i drugih banaka 465

2. Bilansi poslovnog bankarstva **465**
1) Bilansi poslovnih banaka – opšta ocena 465
2) Koeficijenti bilansa banaka 468

GLAVA PETA -
MENADŽMENT AKTIVE I PASIVE BANKE **472**

1. Mehanizam i politika upravljanja aktivom i pasivom **472**
1) Upravljanja aktivom banaka 472
2) Upravljanje pasivom banke 475
2. Efekti menadžmenta aktive i pasive banaka **478**
1) Efekti upravljanja aktivom i pasivom na bankarsko poslovanje 478
2) Efekti alm na rizike i profit 479
3) Efekti upravljanja aktivom i pasivom (alm) na efikasnost banaka 481
4) Efekti alm na monetarnu politiku 482
5) Efekti alm na superviziju 483

GLAVA ŠESTA -
POLITIKA LIKVIBNOSTI POSLOVNE BANKE **484**

1. Likvidnost banke kao osnovni princip poslovanja **484**
1) Definisanje likvidnosti 485
2) Koncepti likvidnosti i solventnosti banaka 487
2. Koeficijenti likvidnosti bankarskog sistema **490**
3. Utvrđivanje likvidnosti banaka **492**
4. Stopa likvidnosti banaka **494**
5. Faktori likvidnosti banaka **496**
1) Oscilacije u ekonomiji 496
2) Novčane transakcije komitenata 497
3) Monetarna politika centralne banke i likvidnost bankarskog sistema 498
4) Politika likvidnosti poslovne banke 501

GLAVA SEDMA-
NELIKVIDNOST BANKE I MERE ZA OTKLANJANJE NELIKVIDNOSTI **504**

1. Nelikvidnost kao izraz neravnoteže u bilansu banke **504**
2. Indikatori nelikvidnosti banaka **505**

GLAVA OSMA -
SANACIJA I KONSOLIDACIJA BANAKA **507**

1. Makroekonomske osnove sanacije i konsolidacije poslovnog bankarstva **507**
2. Sanacija i restrukturisanja bankarskog sistema **508**
3. Vlasnička i upravljačka struktura u bankama i sanacija banaka **510**

GLAVA DESETA -
TRANSFORMACIJA SAVREMENOG BANKARSTVA **513**

1. Osnove transformacije bankarskog sistema **513**
2. Bankarstvo u svetu u procesu transformacije **517**
1) Bankarske paradigme i procesi transformacije 518
2) Savremeno bankarstvo u procesu transformacije 519
3. Savremene banke i moderna država **521**

GLAVA DESETA -
KONKURENCIJA I KONCENTRACIJA U BANKARSTVU 523
1. Konkurencija u bankarstvu..... 523
2. Koncentracija kapitala i efikasnost banaka..... 525

GLAVA JEDANAESTA -
ZAKON O NARODNOJ BANCI SRBIJE 526

GLAVA DVANAESTA -
ZAKON O BANKAMA..... 535
Osnivanje banke..... 538
Poslovanje banke 540
Odluka o upravljanju rizicima 5446

GLAVA TRINAESTA -
POSLOVNO BANKARSTVO I PLATNI PROMET 551
1. Unutrašnji platni promet i banke 551
2. Poslovi platnog prometa 553
3. Načela savremenog platnog prometa..... 554
4. Osnovni obliciplatnog prometa 554
1) Klirinški promet 554
2) Žiro promet..... 555
5. Ostali oblici platnog prometa 556
1) Kompenzacija..... 556
2) Cesija potraživanja 556
3) Preuzimanje duga 557
4)Asignacija..... 557
6. Instrumenti plaćanja u unutrašnjem platnom prometu..... 558
1) Značaj i vrste instrumenata plaćanja u unutrašnjem platnom prometu 558
2) Plaćanje gotovim novcem 560
3) Instrumenti gotovinskog plaćanja 560
4) Instrumenti bezgotovinskog plaćanja..... 561
7. Instrumenti osiguranja plaćanja..... 567
1) Obračunski ček..... 567
2) Menica s a avalom..... 567
3) Neopoziv dokumentarni akreditiv..... 568
4) Garancija 568
8. Savremena tehnologija platnog prometa..... 569
1) Finansijske i tehnološke inovacije..... 569
2) Elektronski prenos sredstava..... 570

GLAVA ČETRNAESTA -
ZAKON O PLATNOM PROMETU 572
1. Računi za obavljanje platnog prometa 574
1) Dinarski računi 574
2. Transakcije plaćanja 574
1) Transferi odobrenja i zaduženja 574
2) Interni i međubankarski transferi 575
3) Učesnici u transakciji plaćanja..... 575
4) Ovlašćenje primaoca–dužnika u transferu zaduženja 575

3. Nalozi za plaćanje **576**
1) Međunarodni obračun 576
4. Agent, odnosno procesor – treća strana **577**
5. Izvršavanje transfera odobrenja i izvršavanje obaveza **577**
6. Izvršavanje transfera zaduženja i izvršavanje obaveza **577**
7. Odgovornost, naknada štete i povraćaj sredstava **578**
8. Računi kod banke **578**
1) Naplata naknade za usluge platnog prometa 579
2) Poslovi platnog prometa koje obavljaju banke 579
3) Oblici plaćanja 580
9. Prinudna naplata s računa klijenta **581**
10. Odduka o elektronskom načinu obavljanja platnog prometa **581**

GLAVA PETNAESTA - DEVIZNI MENADŽMENT POSLOVNIH BANAKA **583**

1. Devizno poslovanje i banke **583**
1) Devizni poslovi banaka 583
2) Banke u deviznom poslovanju kod nas 584
2. Funkcionisanje međunarodnog platnog prometa **589**
1) Korespondentski odnosi banaka 589
2) Tekući (kontokorentni) računi banaka 591
3) Elektronski prenos sredstava i porukau međunarodnom platnom prometu 591
3. Međunarodno finansijsko tržište, finansijske inovacije i bankarstvo **593**

GLAVA ŠESNAESTA - MENADŽMENT MEĐUNARODNIH PLAĆANJA I POSLOVNE BANKE **599**

1. Međunarodni platni promet **599**
2. Međunarodni dokumentarni akreditiv **602**
1) Pojam i funkcionisanje 602
2) Subjekti odnosa kod akreditiva 603
3) Odnosi između učesnika u međunarodnom bankarskom akreditivu 604
4) Vrste međunarodnog akreditiva 606
3. Međunarodni dokumentarni inkaso **608**
4. Međunarodna bankarska doznaka **610**
1) Vrste bankarskih doznaka 611
2) Postupak izvršenja nostro doznake u konvertibilnoj valuti 612
3) Postupak izvršenja loro doznake u konvertibilnoj valuti 613
5. Međunarodno kreditno pismo **613**
1) Vrste kreditnog pisma 614
6. Međunarodne kreditne karte **615**
1) Vrste sistema kreditnih karti 616
7. Međunarodna menica **619**
1) Menična načela 620
2) Menični elementi 621
3) Mere za očuvanje meničnih prava 624
4) Menica u anglosaksonskom pravu 624
5) Vrste menica 625

8. Međunarodni ček **626**
1) Sličnosti i razlike između menice i čeka 627
2) Čekovna načela 628
3) Čekovni elementi 628
4) Vrste čekova 630
9. Bankarska garancija **632**
1) Vrste bankarskih garancija 634
10. Problemi i rizici međunarodnog platnog prometa **636**
1) Determinante funkcionisanja međunarodnih plaćanja 636
2) Rizik deviznih kurseva 638

GLAVA SEDAMNAESTA - ZAKON O TRŽIŠTU HARTIJA OD VREDNOSTI I DRUGIH FINANSIJSKIH INSTRUMENATA **642**
1) Osnovni pojmovi 642
2) Komisija za hartije od vrednosti 644
3) Primarna i sekundarna ponuda hartija od vrednosti 644
4) Organizovano tržište 645
5) Profesionalni investitori 645
1. Osnovna obeležja hartija od vrednosti **647**
1) Valuta 647
2. Prava i ogranicenje prava iz hartija od vrednosti **648**
3. Vrste hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata **649**
4. Izdavanje hartija od vrednosti javnom ponudom **650**
1) Prospekt za izdanje hartija od vrednosti 651
5. Ponuda hartija od vrednosti stranog pravnog lica i inostranih hartija od vrednosti **652**
1) Registracija prospekta inostranih hartija od vrednosti 652
2) Depozitne potvrde 653
6. Postupak izdavanja hartija od vrednosti javnom ponudom **653**
7. Trgovina hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu **654**
8. Izveštavanje javnih društva **655**
1) Finansijski i izveštaji o reviziji 655
9. Privilegovane informacije **656**
10. Organizator tržišta **657**
1. Berza 657
2. Dozvola za rad berze 658
3. Zaposleni na berzi 660
4. Opšti akti berze 660
5. Informacioni sistem berze 661
6. Berzansko tržište 661
6. Organizator vanberzanskog tržišta 662
7. Trgovina standardizovanim finasijskim derivatima 663
11. Ovlašćeni učesnici na organizovanom tržištu **664**
1. Brokersko – dilersko društvo 664

GLAVA OSAMNAESTA - ZAKON O INVESTICIONIM FONDOVIMA **666**
1. Značenje pojedinih pojmova **666**
2. Društvo za upravljanje **667**

3. Investicioni fondovi 670
1. Oglašavanje investicionog fonda 672
2. Marketing 675
3. Zatvoreni investicioni fond 677
4. Privatni investicioni fond 679
4. Kastodi banka 680
5. Nadzor 681

DODATAK

MONETARIZAM VERSUS KEJNZIJANIZAM

1. MONETARISTIČKA I KEJNZIJANSKA MONETARNA TEORIJA 685
2. MONETARISTIČKI I KEJNZIJANSKI TRANSMISIONI MEHANIZAM 696
3. MONETARNI INDIKATORI I CILJEVI MONETARNE POLITIKE 718
4. FISKALNI POKAZATELJI I CILJEVI FISKALNE POLITIKE 732
5. STABILIZACIONA POLITIKA I DRŽAVNA INTERVENCIJA 746
6. POLITIKA CENA 759
7. PLATNOBILANSNA POLITIKA I POLITIKA ZADUŽIVANJA 770

Ko ne zna, a ne zna da ne zna opasan je, izbegavaj ga. Ko ne zna, a zna da ne zna mlad je, nauči ga. Ko zna,a ne zna da spava, probudi ga. Ko zna i zna da zna mudar je, sledi ga.

Konfučije

K N J I G A P R V A

MONETARNA EKONOMIJA

P R V I D E O

FINANSIJSKA EKONOMIJA

1

GLAVA PRVA

FINANSIJSKI SISTEM I SAVREMENA PRIVREDA

Funkcionalno povezana i sređena finansijska infrastrutktura predstavlja motor ekonomske i finansijske aktivnosti drtištva.

1. FINANSIJE I FINANSIJSKA EKONOMIJA

Finansije kao puniji pojam javlja se dosta rano, još u srednjem veku. Sam naziv finansije potiče od latinske reči finantio, a označava plaćanje uopšte. Pored toga, potojao je i nešto uži pojam i izraz finantia pecuniaria, u značenju – novčana plaćanja.

Nauka o finansijama se danas može podeliti na finansije u širem smislu (obuhvataju sve poslove koji se zasnivaju na novčanim odnosima, dakle odnose kojima novac služi kao osnova) i finansije u užem smislu (odnose se samo na jedan deo koji izučava sistem formiranja, prikupljanja i trošenja novčanih sredstava javnopravnih tela – države – u zadovoljavanju potreba u vršenju njenih sve brojnijih funkcija).[1] Pojam finansija u užem smislu se danas uglavnom odnosi na javne ili društvene finansije. Kako je država osnovni subjekt koji za vršenje svojih javnih funkcija prikuplja i formiru određena sredstva kojima rukuje, to se i celokupno poslovanje, vezano za ovu aklivnost države, naziva javna privreda (za razliku od privatne privrede).

Naučna discplina kojoj je zadatak izučavanje svih pitanja vezanih za formiranje i zadovoljenje javnih potreba, odnosno prikupljanje, čuvanje i raspodelu prikupljenih sredstava, zovu se **društvene** ili **javne finansije**.

U našem privrednom sistemu, zbog brojnih dubokih promena, vezana za ekonomsko odumiranje države, jačanje materijalne baze novog upravljanja kapitalom preduzeća, te izmena u finansijskom istemu i sve veće uloge privrede, (što sve vodi daljoj

[1] Problemi koji se izučavaju u okviru finansija (posebno u delu društvenih finansija) svc do sredine prošloga veka niju se proučavali u okviru posebne naučne discipline. Dosla disperzirano ovi problemi su izučavani u okviru niza drugih disciplina: političke ekonomije nauke o upravi, ekonomske politike, kao i u nekim drugim pravnim disciplinama, s kojima je bila gotovo organski vezana te je predstavljala njihov sastavni dco. Tek u drugoj polovini prošlog veka izdvaja se u zasebnu naučnu disciplinu koja se pod tim nazivom i danas izučava (Finansije. Nauka o finansijama, Pliblic Finance, Finanzwissenschaft. Obešćestveinie finansy).

decentralizaciji i deetatizaciji prikupljanja i usmeravanja društvenih' sredstava), ovu naučnu disciplinu treba nazvati **društvene finansije**, odnosno **finansijska ekonomija**.

Državi su danas, kao i užim društveno–političkim zajednicama, poverene određene društvene funkcije za čije je obavljanje neophodno pribavljanje i trošenje sredstava. Takvu aktivnost savezne države, i drugih javno–pravnih kolektiviteta, organizovanu na prikupljanju, raspodeli i trošnju javnih finansijskih sredstava u ostvarivanju javnih, opštekorisnih i zajedničkih zadataka – nazivamo. **javnim finansijama**. Osnovni subjekti javnih finansija su: država, društveni organi i ostale ustanove, koje obavljaju javne ili društvene funkcije, a čije izvršenje zahteva i odgovarajuća finansijska sredstva.

Proces pribavljanja društvenih sredstava i njihovo organizovano plansko trošenje na javne i opšte potrebe čini osnovu jedne nove privrede, koju danas nazivamo finansijska privreda. Ova privreda ima svoje instrumente, tehniku prikupljanja i trošenja sredstava, a zatim i efekte koje postiže i koji se bitno razlikuju od efekata privatnog preduzeća ili privrednih subjekata. Zbog toga se moraju posebno izučavati mikrofinansije preduzeća, a posebno, nazivamo ih, **makroflnansijske**.

Javna privreda i finansije su samo sastavni deo ukupne privrede i finansija kao celina. To se može prikazati kao sledeći oblik povezanosti privrede i finansija:

1. Javna privreda → javne finansije,
2. Privatna privreda → privatne finansije (mikrofinansije),
3. Međunarodna privreda → međunarodne finansije[2]
4. Ukupni odnosi unutar privrede i međunarodni ekonomski i platni odnosi – monetarne finansije. (Monetarne finansije se interpoliraju u sve oblike privrede, sve sektore i finansijske odnose, tako da istovremeno predstavljaju omotač u okviru koga se odvijaju određeni konkretni finansijski odnosi, delovanja, instrumenti i razvijaju odgovarajuće institucije). Monetarne finansije predstavljaju osnovu svih „užih" i „konkretnijih" oblika finansijske aktivnosti.

Javna privreda, uglavnom kroz sistem raspodele i preraspodele nacionalnog dohotka, dolazi do potrebnih sredstava za ostvarivanje svojih funkcija. S druge strane, privatna privreda osigurava sredstva iz procesa proizvodnje i procesa stvaranja dohotka.

Dok je trošenje prikupljenih sredstava u javnoj privredi vezano za obavljanje određenih javnih funkcija (školstvo, zdravstvo, osiguranje, sudstvo, vojska i dr.), i nije neposredno vezano za rentabilitet ulaganja, kod privatne privrede, odnosno privrednih subjekata koji rade sredstvima u privatnom vlasništvu, trošenje sredstava vezano je za ekonomske principe ulaganja i ostvarivanja određenih materijalno–finansijskih rezultata (proizvodnja robe, usluga, izvoz, uvoz i dr.) u procesu proširene reprodukcije.

Kako javna privreda u kapitalizmu dolazi do potrebnih sredstava, stvorenih uglavnom u privatnom sektoru, to je ona neraskidivo povezana s ovom privredom i danas čini celinu s njom.

Modernu kapitalističku privredu karakteriše sve razvijeniji oblik državno–monopolističkog regulisanja celokupnih privrednih i finansijskih odnosa. Dok je ranije uloga države u privredi bila gotovo neutralna (regulisanje opticaja novca, čuvar reda, mira i poretka, borba protiv monopola i sl.), danas država sve više zahvata nacionalni dohodak i vrši razne proizvodne i druge zahvate u privredi. U tom pravcu u potpunosti je sebi

[2] Novac i kapital u međunarodnoj ekonomiji ovde nećemo izučavati, jer je to posebno područje. Šire istraživanje ovog područja izvršili smo u knjizi „Međunarodni finansijski menadžment", Čigoja, Beograd, 1996.

podredila centralnu banku, „zloupotrebljava" novac i kredit, vrši često odlučujući uticaj na sve sektore privrednog života i razvoja. Snažno se razvio državni intervencionizam u privredi. Time država danas učestvuje ne samo u raspodeli već i u stvaranju i preraspodeli nacionalnog dohotka unutar privrede, uvozu i izvozu roba, novca, rada i kapitala.

Danas u kapitalističkom sistemu javna privreda dobija sve više elemenata proizvodne funkcije (preko javnih preduzeća, investicija, intervencija i dr.), tako da se finansijski odnos i javne i privatne privrede razvijaju u gotovo svim pravcima, organski se spajajući. Do sada je, raeđutim, finansijska teorija javnu privredu posmatrala uglavnom kao sistem izučavanja sredstava iz privatne privrede (porezi, takse, carine, doprinosi i dr.) te njihovo često neproizvodno trošenje.

U savremenoj finansijskoj literaturi danas se, uglavnom, iskristalisalo shvatanje da finansije treba da proučavaju:

1. Novac, kreditnu politiku i kreditni sistem;
2. Banke i bankarski sistem;
3. Međunarodne finansije;
4. Probleme prikupijanja javnih sredstava za pokriće javnih rashoda;
5. Odraz prikupljanja i trošenja tih sredstava na narodnu privredu;
6. Problem raspodele i preraspodele poreskog tereta na poreske subjekte i principe oporezivanja;
7. Javne prihode i rashode u celini, odnosno budžet i budžetsku politiku (Fiscal Policy) i njen odraz na privredna kretanja, odnosno cikličnu nestabilnost privrede i sprovođenje anticiklične ekonomske politike i dr.

Ovakvim razdvajanjima elemenata koje izučavaju monetarne i javne finansije svakako treba dodati i druga područja, s kojima je ona neposredno vezana, kao: političku ekonomiju, ekonomsku politiku, monetarnu i finansijsku statistiku, ekonomiku preduzeća (mikrofinansije), ekonomiku međunarodne razmene, teoriju i politiku ekonomskog razvoja i dr.

Sve to samo potvrđuje činjenicu da u dubokb izmenjenim odnosima javnog i privatnog sektora, kao i međunarodnim finansijskim odnosima, dosadašnje teorije i definicije finansija ne odgovaraju novoizmenjenim finansijskim i drugim odnosima u modemoj privredi, posebno u jednoj regulisanoj privredi od strane države i monopola (državno–monopolistički kapitalizam). Stoga i pokušaji da se da jedna jedinstvena definicija nauke o finansijama, koja bi uključila u sebe svu tako široku i raznovrsnu probiematiku, do sada nisu dali zadovoljavajuće rezultate.

Finansije u punom obliku, kao zaokružena naučna disciplina, nastaju u osnovi pojavom i razvojem robne proizvodnje i delovanja zakona vrednosti, odnosno postojanjem novca kao opšteg ekvivalenta (prema poznatom obrascu N – R – Ni, odnosno R – N – Ri ili proširenog oblika odnosa faktora reprodukcije:

$$N - R \begin{matrix} P_S \\ S_P \end{matrix} K \; K \; P - R_I - N_I$$

Početak i kraj procesa reprodukcije je novac, odnosno novčani oblik vrednosti sredstava reprodukcije. Svi oblici srečjstava reprodukcije u određenom trenutku, dakle, poprimaju novčani oblik. Iz Marksove analize icružnog kretanja kapitala, koji se pojavljuje u novčanom i robnom obliku, uočava se prisustvo novca u toj društvenoj

transformaciji robnog oblika kapitala u novčani. Novac se javlja ne samo kao čisto finansijski fenomen, već i kao sasvim određeni društveni odnos.

To znači da je delovanje zakona vrednosti i ispoljavanje robne proizvodnje organski vezano za postojanje novca. Sve dok postoji novac i novčani oblik vrednosti – imaćemo finansije i finansijske odnose. Pošto su organski vezane upravo za novac, time je i određena priroda finansija. Priroda finansija je, dakle, novčana, odnosno monetarna. Novac im je osnova, odnosno okosnica, na kojoj se razvijaju brojni finansijski odnosi. Bez novca i novčanih odnosa u stvaranju i raspodeli nacionalnog dohotka – nema ni finansija. To znači da će finansije kao naučna disciplina postojati sve dotle dok budu postojali robna proizvodnja, zakon vrednosti i novac kao posebna ekoomska kategorija. Novac je, dakie, prvi preduslov za finansijsko delovanje društva i svakog njegovog subjekta, odnosno sektora.

Finansije u savremenoj teoriji obuhvataju sve novčane, odnosno finansijske odnose, čime imaju i određeno šire značenje, pošto u sebe uključuju tri najuže povezana područja:

a. Monetarne finansije (novac, kredit, banke, berze i dr.), na kojima počiva najveći deo nauke o finansijama;
b. Javne ili društvene finansije (prikupljanje i trošenje društvenih sredstava za finansiranje javnih potreba u društvu), ali i efekte takvih aktivnosti javno–pravnih tela i drugih kolektivieta u privredi;
c. Međunarodne finansije, kao poseban deo, mada vja neki autori svrstavaju u monetarne finansije. Međutim, zbog specifičnosti ove problematike, adekvatnije ih je odvojiti u posebno poručje nauke o finansijama (jer se danas sve više radi o paralelnom izučavanju čisto tekućih monetarnih problema i problema međunarodnog finansiranja i kretanja kapitala, štednje, akumulacije).

Danas su sva tri dela integrisana u jednu jedinstvenu naučnu disciplinu – nauku o flnansijama. Međusobni odnosi i brojna, složena delovanja na privredu i društvo svih navedenih podsistema nauke o finansijama kao celine obično se razmatraju u posebnoj djsciplini ove nauke (funkcionalne finansije), disciplini koja danas u svim zemljama sve više dobija na značaju.* Ova pojava je najuže vezana za sve širi razvoj monetarne i fiskalne teorije i politike (Monetary and Fiscal Theory and Policy), čime je u osnovi i nestalo starog, prevaziđenog pristupa izučavanju finansija.

Prema tome, finansije kao naučna disciplina bave se svim pitanjima koja su vezana za probleme novca, za njegovo stvaranje, tokove, poništavanje, brojna i složena delovanja u privredi, tokove dohotka uopšte, a, pre svega, za njegovu raspodelu, preraspodelu, oblike, instrumente i subjekte njegovog trošenja, te brojna složena delovania u savremenoi privredi.[3]

[3] Korišćenje novca u vrlo razvijenim odnosima u privredi i društvu, kako u razrešavanju određenih odnosa, tako i u procesu reprodukcije, samo potvrđuje istinu – da je novac prolazna tačka u nauci o finansijama i da ova sva razvijenija naučna oblast mora početi od proučavanja nastanka i razvoja novca. Sve do nedavno kod velikoj broja naših autora početni korak u izučavanju finansija bio je usmeren na izučavanje javnih prihoda ili rashoda, što je, smatramo, nelogično, a odraz je prevaziđenog sistema u kojem se izučavanje svodilo uglavnom na budžet kao instrument finansiranjadržave i privrede. Novac. kredit, banke i drugi monetarni fenomeni i institucije bili su.od malog značaja i gotovo „neutralni" u tokovima reprodukcije. Tek razvojem društvenog vlasništva nad sredstvima za proizvodnju, razvojem robno–novčanih odnosa i većom ulogom tržišnog mehanizma, u nasoj finansijskoj teoriji novac i kredit dobijaju posebno na značaju. postajući goiovo osnovni deo nauke o finansijama (i nerazdvojni deo javnih finansija).

2. MONETARNA I FINANSIJSKA EKONOMIJA

U okviru finansijske ekonomije danas se mogu izdiferencirati dosta razvijene posebne discipline koje ulaze u sastav kompleksnih finansija. Danas se, uglavnom, posebno izdvajaju kao zaokruženi delovi sledeći elementi:

1. Monetarna i finansijska teorija;
2. Monetarna i finansijska politika;
3. Finansijska statistika;
4. Monetarno i finansijsko pravo;
5. Budžetsko pravo itd.

1. Monetarna i finansijska teorija

a) Monetarna teorija se u savremenim privrednim sistemima sve više orijentiše na istraživanje delovanja novca i kredita na različite privredne agregate, a sve manje na i'straživanja prirode, oblika i razvoja novca i novčanih sistema. Sve do nedavno ona je probleme novca istraživala više izolovano, što joj je postalo gotovo i osnovna svrha, bez neposredne veze s osnovnim tokovima privrede.[4]

Otkrivajući složene i povratne veze novca i drugih privrednih agregata, monetarna teorija stvara osnovu za svesno regulisanje novca i kredita u privredi i vođenje odgovarajuće monetarne politike. Time je monetarna teorija postala osnova za vođenje monetarne politike.

Monetarna teorija, istina, izučava prirodu, oblike i razvoj novca, ali u središte svog interesa postavlja prirodu i oblike delovanja novca i kredita na niz privrednih agregata, kao što su: nacionalni dohodak, potrošnja, platni bilansi, investicije, zaposlenost, cene, odnosno privredna stabilnost i dr.

b) Finansijska teorija proučava prirodu, finansijske odnose, instrumente i mehanizam, kao i oblike delovanja javnih rashoda i prihoda, odnosno budžeta u nacionalnoj privredi.

2. Monetarna i finansijska politika

Monetarna i finansijska politika su primenjene naučne oblasti koje se bave istraživanjem monetarnih i finansijskih instrumenata i mera koje treba preduzeti u ostvarivanju određenih, unapred postavljenih, ekonomskih, razvojnih, stabilizacionih i drugih ciljeva. Monetarna i finansijska teorija, otkrivaju prirodu i način delovanja određenih instmmenata, omogućavaju monetarnoj i finansijskoj politici optimalan izbor i kombinaciju određenih instrumenata za najbrže i najefikasnije ostvarenje predviđenih ciljeva. Finansijska politika u socijalistjčkim privredama ima šire značenje u odnosu na kapitalističke, s obzirom na to da uključuje u sebe i delovanje monetarno–kreditne politike. To postaje stvarna sinteza delovanja monetarnog i fiskalnog segmenta finansijskog sistema. Finansijska politika u kapitalizmu odvojeno tretira finansijsku politiku (Fiscal

[4] Ovaj problem je šire obrađen nešto kasnije u delu u kojem se obrađuje novi pristup savremenoj monetarnoj teoriji i politici.

Policy) od monetarno–kreditne politike (Monetarv PoLicy). Fiskalna politika se redovno koristi za dstvarenje određenog delovanja na raspodelu i preraspodelu nacionalnog dohotka, a sve se to ostvaruje preko odgovarajućih finansijskih mera i instrumenata.

Inače, danas je gotovo nemoguće povući jasnu granicu između delovanja i efekata monetarne te delovanja i efekata fiskalne politike. Efekti su najčešće rezultat istovremenog (sinhronizovanog) delovanja, kako jedne, tako i druge politike. Ovo se posebno oseća kod njihovog povratnog delovanja na nacionalni dohodak, a posebno kod delovanja javnog duga (njegova monetizacija, demonetizacija i raznovrsni oblici delovanja u privredi).

3. Monetarna i finansijska statistika

Monetarna i finansijska statistika predstavlja sistematizovan pregled vremenskih serija u pogledu ponašanja i promena određenih monetarnih i finansijskih agregata. Ona služi kao osnova za određena operativna istraživanja u primeni i efektima preduzetih mera monetarne i finansijske politike. U finansijskoj statistici se obično istražuju efekti preduzetih mera, dok manje služi kao osnova za operativna istraživanja, kao što je slučaj u drugim ekonomskim disciplinama.

4. Finansijsko pravo

Finansijsko pravo, kako ćemo nešto kasnije videti, proučava finansijske norme, finansijske poslove, odluke, odnosno tehniku, sprovedenu i regulisanu zakonskim aktima, koju treba primeniti pri prikupljanju i trošenju društvenih sredstava, kao uticaj koji na to kretanje imaju državni ili poslovni organi.

3. NACIONALNI DOHODAK, NOVČANI TOKOVI I FINANSIJSKI INSTRUMENTI

Finansije izučavaju određene novčane odnose koji su nastali i razvili se već pojavom novca i funkcionisanjem robno–novčanih odnosa u privredi i organima društveno–političke nadgradnje. Ovo su vrlo složeni odnosi. Obično su dvojnog karaktera, jer s jedne strane, predstavijaju materijalne odnose i tokove u privredi i reprodukciji, a s druge strane novčane odnose i tokove koje materijalna sredstva dobijaju u tokovima reprodukcije (novčana strana reprodukcije je samo druga strana njene materijalne osnove i materijalnih bilansa). Isto tako, ovi odnosi su odraz određenih društvenih odnosa koji daju osnovna obeležja i karakter sistemu raspodele dohotka i novčanim odnosima uopšte.

Obe strane predstavljaju dijalektičku celinu koja proizlazi iz društveno–ekonomskih odnosa i razvoja privrede određenog društva. Kako je materijalna strana finansija sadržana u tome da proučava novčana sredstva koja se nalaze u rukama različitih subjekata društva, koji ih troše u vršenju svojih funkcija, to je stvaranje i raspodela

ovih sredstava rezultat društveno–ekonomskih odnosa u jednoj privredi. Na taj način stvaranje, raspodela i trošenje finansijskih sredstava postaje jedno dijalektičko jedinstvo, određeno karakterom društveno–ekonomskog sistema.

Pred finansije se stoga i postavljaju zadaci da u svom teorijskom delu izučavaju sve finansijske fenomene, njihove uzroke i efekte u jednoj nacionalnoj ekonomiji.

Iako monetarne, odnosno društvene finansije, ne uzimaju i ne mogu uzimati učešća u procesu proizvodnje, jer ne predstavljaju faktor proizvodnje, one su od ogromnog uticaja na sve faktore proširene reprodukcije, posebno preko politike „aktivnog novca". To delovanje se ostvaruje upravo kroz sistem raspodele nacionalnog dohotka i sistem emisije i poništavanja novčane mase. Raspodeljujući novčane dohotke i akumulaciju, finansije društvenih organa istovremeno ostvaruju bitne pretpostavke raspodele celokupnog dršt venog proizvoda i nacionalnog dohotka. U tom pravcu one mogu delovati na ubrzavanje ili usporavanje tempa i brzine ekonomskog razvoja i njegove strukture, na proizvodnju i potrošnju, ponašanje subjekata u sistemu, uvoz i izvoz, platno–bilansnu situaciju, investicije i sve elemente u jednoj privredi kao celini. Nacionalni dohodak nije samo izvor sredstava, već pre svega, agregat na koji se najviše održavaju efckti preduzetih mera i instrumenata monetarnih i javnih finansija (novac, kredit, porezi, javni rashodi, javni dug, budžet, kamata i dr.).

Osnovna raspodela nacionalnog dohotka vrši se na već poznate osnovne oblike agregatne potrošnje: Ličrtu potrošnju (C), neto investicije (I) i opštu potrošnju (G).

Finansijskim instrumentima i sistemom „davanja" i oduzimanja, odnosno delovanjem na nacionalni dohodak, često se rešavajuće može delovati na stabilnost privrede, raspodelu i ekonomski razvoj. Time je definitivno odbačen stav o neutralnosti finansija (novca, kredita, prihoda, rashoda, i sl.) i neutralnoj i statičkoj javnoj privredi.

Moderne finansije pretvorile su se u široko naučno područje, s nizom instrumenata, institucija i mera s mogućnostima vitalnog delovanja na monetarno, razvojno, političko i socijalno područje. To je postao i njihov osnovni zadatak – u sklopu aktivnih javnih prihoda, javnih rashoda, novca i javnog duga.

U okviru nacionalnog dohotka, finansijski tokovi su sada vezani za njegov sistem formiranja, osnovnu raspodelu i trošenje. Dakle, imamo:

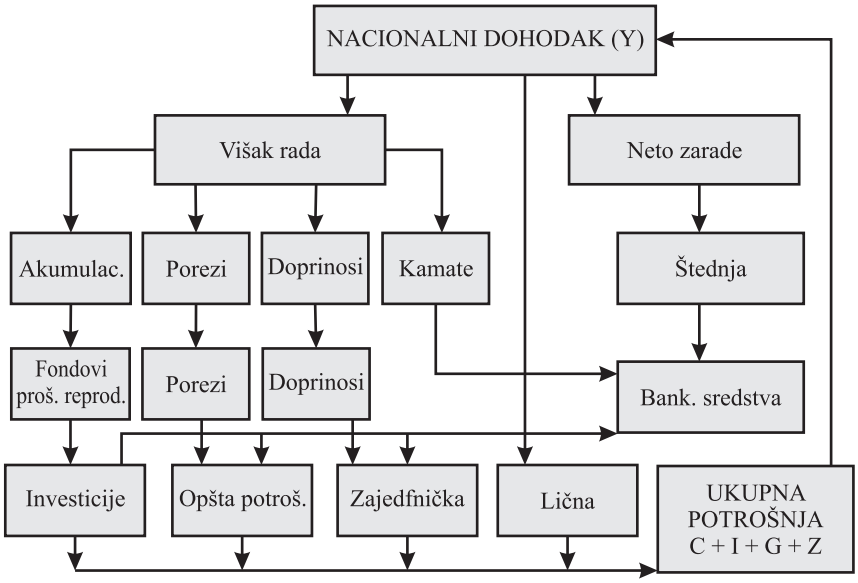
$$Y = C + I + G$$

Svi tokovi nacionalnog dohotka i formiranje osnovnih oblika njegove finalne potrošnje (lične, investicione i opšte) slikovito su prikazani u sledećoj šemi:

Uključivanjem već navedene eksterne privrede i finansijskih odnosa s inostranstvom, dobija se poznata jednačina $Y = C + I + G (X–M)$, čime se međunarodni finansijski odnosi (pomooi, pokloni, zajmovi, kamate i dr.) uključuju u domaće tokove stvaranja i trošenja nacionalnog dohotka. Time se dakle i javna sredstva javljaju kao jedan cd bitnih faktora u stvaranju, raspodeli i trošenju nacionalnog dohotka.

Područje delovanja javnih finansija nije više, što se sve donedavno tvrdilo, ograničeno visinom i ponašanjem nacionalnog dohotka. Razvoj javnog duga kod centralne banke (koji u nekim privredama dostiže gotovo visinu nacionalnog dohotka), zatim javni dug u inostranstvu i priliv dohotka iz inostranstva, sve razvijeniji deficitni sistem finansiranja kroz kreditnu ekspanziju unutar nacionalnog privreda – samo potvrđuju novi pristup. Time se i domen i delovanje javnih finansija ogromno proširuju i prelaze granice koje im stvara nacionalni dohodak. Istina, nacionalni dohodak i daije ostaje osnovni agregat preko koga se ispoljavaju i na kome se osećaju delovanja monetarne i fiskalne politike.

KRUŽNO KRETANJE NACIONALNOG DOHOTKA



Istovremeno, razvojem posebnih finansijskih sredstava, kao što je javni dug kod centralne banke, koji može da pređe visinu godišnjeg nacionalnog dohotka, finansijski odnosi se proširuju i iznad i izvan kretanja nacionalnog dohotka.[5] Tako nastaje organska veza između monetarnih i javnih Onansija koje postaju jedinstvena celina. Teško je sada povući granicu između monetarnih i javnih tokova, kao i čisto monetarnih i finansijskih mera i instrumenata.

Finansijski tokovi se ne odvijaju pod dominantnim uticajem zakona vrednosti i ostalih tržišnih odnosa i zakona. To bi se moglo uglavnom odnositi na privatni sektor i sektor privrednih preduzeća. Istina, i tu se njihovo delovanje i značaj oseća u znatno manjem delu, a sve više kroz više ili manje razvijen javni sektor, i bolje ili slabije organizovan i podešen finansijski, bankarski i monetarno–kreditni sistem.

Finansijski tokovi, koji nastaju aktivnošću javnog sektora, integrišu se u ukupne finansijske tokove u društvu i zavisni su od njihovog volumena, dinamike i strukture. Međutim, oni vrše veoma značajno obratno deiovanje, jer utiču jednovremeno na ekonomske i socijalne odnose, posebno na alokaciju resursa, na nivo i strukturu globalne tražnje, na redistribuciju dobara, na stanje likvidnosti i finansijske stabilnosti. Većina razvijenih država i zemalja u razvoju veoma aktivno koriste monetarne i javne finansije u oblasti ekonomskog razvoja.

Zbog toga finansije kao naučna discplina imaju posebno mesto, integrišu se u sve ostale ekonomske naučne discipline, jer je vrednosni korelat (novac, novčani odnosi) organski ugrađen u njih, ali i u najveći deo pravnih, socioloških i drugih područja i disciplina.

[5] Tako je npr., javni dug u SAD krajem 1979. godine iznosio 834 milijarde dolara, a nacionalni dohodak (stalne cene) 1.431 milijardu (učešće 58%). Pri tome visina javnog duga prelazi za dva puta ukupnu masu novca u opticaju (382,1 milijardu).

Postoji, dakle, uska povezanost nauke o finansijama i drugih ekonomskih disciplina (političke ekonomije, ekonomske politike, ekonomike međunarodne razmene, ekonomike preduzeća, politike ekonomskog razvoja i dr.), s jedne strane, i građanskog, imovinskog i obligacionog prava, s druge.

U novije vreme javlja se tendencija da se izdvoji posebna naučna disciplina – monetarna ekonomija (koja bi uključivala u sebe i finansijsku ekonomiju kao uže područje).

Delujući na ponašanje polrošnje i akumulacije, finansije kroz sferu raspodelevrše i odgovarajuća delovanja i na dmštvenu reprodukciju u celini.

Razvoj finansija stvarno je usko vezan za razvoj političke ekonomije, posebno u novije vreme. Savremena finansijska teorija i politika sve veću pažnju posvećuje ekonomskim efektima novca i kredita, javnim prihodima i rashodima, odnosno uopšte ekonomsko–političkoj aktivnosti države. Karakter i uloga države u privredi se iz osnova izmenila: umesto statičke, neutralne države (države čuvara reda, mira i poretka, zaštitnika granica, faktora borbe protiv monopola i ostalih „neutralnih" funkcija države), ona se pretvorila u jedan od najsnažnijih faktora dinamike, strukture i pravaca ekonomskog i socijalnog razvoja.

Nauka o finansijama, stoga, mora danas sve više, pored proučavanja suštine finansijskih pojava, da proučava i sve organizacione oblike finansijskih odnosa i mera, jer su one jedno od najsnažnijih oruđa ekonomske i razvojne politike.

Finansije u kapitalizmu su postale izuzetno značajne, paralelno s novom ulogom i funkcijama države, tako da se danas kapitalistička reprodukcija, odnosno reprodukcija kapitala, ne može zamisliti bez aktivne uloge države i njenih finansija. Intervencija države, odnosno, danas razvijeni državni intervencioznizam, obično se sprovodi u oblasti privrede preko državnih ili javnih finansija.

Međutim, danas u finansijskoj teoriji ne postoji jedinstveno gledište – šta sve treba da bude zadatak (uloga) nauke o finansijama.

Osnovni zadatak finansija, sve donedavno, sastojao se u tome da osigura dovoljna sredstva kroz preraspodelu dohotka za pokriće javnih rashoda države. Ravnoteža javnih rashoda i prihoda, kao stalna ravnoteža budžeta, smatrana je najvišim ciljem dobro vođene finansijske politike i finansija države.

Modeme države iz osnova menjaju ulogu i značaj finansija. Tako je u poslednjih pedeset godina (1950–2.000) rast javnih rashoda i prihoda znatno brži od rasta nacionalnog dohotka, a isto tako rast i emisija novčane mase i javnog duga.

Dakle, mogli bismo zaključiti da je osnovni zadatak finansija da proučava oblike, instrumente, mere i njihovo delovanje, organizaciju institucija i dr. – vezano za novčanu privredu i njeno ukupno funkcionisanje. Prema tome, radi se o jednoj vrlo širokoj i složenoj naučnoj oblasti.

Nauka o finansijama je stoga kompleksno područje koje u sebe integriše niz finansijskih grana, ali uz prisustvo ekonomskih, pravnih, političkih, socijalnih i drugih elemenata.

D R U G I D E O

SAVREMENI NOVAC

2

GLAVA PRVA

TEORIJSKE OSNOVE SAVREMENOG NOVCA

1. SAVREMENI NOVAC – KARAKTERISTIKE I RAZVOJ

Jeclno od fundamentalnih pitanja, kako marksističke, tako i građanske, monetarne teorije, jeste pitanje prirode novca. Mnogo je istine u stavu Denizeta, kada kaže: „Osnova naše nemoći leži u slabom poznavanju monetarnih fenomena". Ovaj stav bi se mogao uopšte primeniti u teorijskim istraživanjima, ali i u praktično–političkim merama savremene države na ovom području. Dakle, osnovno je pitanje: šta je novac danas? Da bi se odgovorlio na njega, nužno je ukratko dati razvoj ili genezu novca, ali sa savremene teorijske platforme i najnovijih dostignuća ekonomske misli. Rešavanje brojnih fenomena savremenog novca i dilema koje i dalje postoje u savremenoj monetarnoj, i šire, ekonomskoj teoriji, znači olakšanje rešavanja mnogih vitalnih pitanja savremenih privrednih sistema u celini, te ekonomskog razvoja i njegove stabilnosti, posebno. Sva složenost problema novca potiče otuda što se on često posmatra izolovano, za sebe, bez organske veze s celinom sistema odnosa u proširenoj reprodukciji i društvenih odnosa, iako bez njih nije moguće objasniti, niti shvatiti „problem i prirodu" novca.

Novac je društveno–ekonomska kategorija koja je u svom dugom evolucionom procesu najuže vezana zarazvoj proizvodnih snaga, robnu proizvodnju i podelu rada – dakle za razvoj društva u celini. Novac je, stoga, osnova monetarnog sistema svake privrede, te se zato i postavljaju pitanja prirode savremenog novca, njegovog stvaranja, funkcija i delovanja u privredi.

Obrazlažući nastanak i razvoj novca, Marks i marksistička teorija polaze od toga da je novac proizvod stihijskog razvoja društva i robne proizvodnje, da se on nužno u njima stvarao i usavršavao, paralelno s razvojem proizvodnih snaga, podele rada, razmene. „Glavna teškoća u analizi novca savladana je čim se shvati njegovo poreklo iz same robe"[6]

[6] „Sve iluzije monetarnog sislema potiču otuda što se u novcli ne vidi da predstavlja društveni produkcioni odnos, istina u obliku neke prirodne stvari, a s određenim osobinama". (Marks).

„Ali tu sad treba dati ono što buržoaska ekonomija nije čak ni pokušala, treba dakle dokazati kako je posao novčani oblik, valja, dalde propratiti razvitak izraza vrednosti koji se sadrži u odnosu vrednosti roba, počevši od njegovog najjednostavnijeg, najneuglednijeg lika, pa do blještavog novčanog oblika. A s tim će ujedno otpasti i zagonetka novca.[7]

U početnim fazama razmene ona se odvijala na principu razmene roba za robu (R – R), što je tipičan slučaj za naturalnu razmenu ili trampu.

Suprotštavljanjem korisnosti jednog proizvoda za dfugi proizvod dmgog vlasnika, u procesu razmene, stvara se prvi oblik vrednosti. To je pojedinačni ili jednostavni oblik vrednosti. Proizvodi se, dakle, do pojave novca u modernom smislu reči, razmenjuju jedan za dmgi, na osnovu njihovih upotrebnih vrednosti. Prost oblik vrednosti imamo kada postoji izraz X robe A = Y robe B. Ne postoji ekvivalentna razmena proizvoda, jer još ne postoji sredstvo kojim se može izmeriti stvarna vrednost proizvoda koji se razmenjuju. Jedna roba izražava svoju „vrednost" u određenoj masi druge robe (npr. 4 para cipela – jedno odelo). Već tu se javlja u robi sadržana protivrečnost između upotrebne vrednosti i vrednosti.

Daljnji razvoj naturalne privrede i razmene dobara unutar nje pokazao je da su se neka dobra počela više ceniti u razmeni, te da se primaju za bilo koji drugi proizvod. Na taj način se stvara proizvod kojim se može meriti upotrebna vrednost više drugih proizvoda.

Umesto prostog ili slučajnog oblika vrednosti, kao X robe A = Y robe B, sada imamo prošireni oblik vrednosti: X robe A = Y robe B, Z robe S, V robe D.

Takvih proizvoda bilo je mnogo, u zavisnosti od teriforija, naroda, razvoja i dr. Međutim, reddvno je neki proizvod bio taj koji se rado primao i nalazio, nasuprot niza dmgih proizvoda. Radi se, dakle, o velikom broju pojedinačnih oblika vrednosti, što znači da je ovaj relativni oblik vrednosti nezavršen kod različitih naroda, te da su njegovu ulogu preuzeli sledeći proizvodi: krzno, stoka, koža, platno, roba, komad kamena, a kasnije obični komadi neobrađenog metala.[8]

Roba A, koja se izdvaja iz ostalog robnog sveta, i suprotstavlja svim drugim robama, čije vrednosti izražava, počinje funkcionisati kao novac najprimitivnijeg robnog oblika – razvija se novi oblik prometne vrednosti.

Proizvodi koji počinju cirkulisati kab prvi oblici novca „gube izvesna svojstva svakodnevne upotrebne vrednosti ili dobra potrošnje", oni postaju posebne robe, vrednosti ili dobra potrošnje, oni postaju opšti ekvivalent koji se sve više upotrebljava isključivo u procesu razmene ostalih proizvoda.[9] Sada se, nasuprot takvom proizvodu, opštem ekvivalentu, postavlja celi niz dmgih:

$$\left.\begin{array}{l} X \text{ robe } A \\ Y \text{ robe } B \\ Z \text{ robe } C \end{array}\right\} = V \text{ robe } D$$

[7] K. Marks: Kapital, u, str. 14.

[8] Zapaža se da je stoka najviše korišćena kao sredstvo u razmeni. Čini se da odatle i potiče naziv za novac –pecunia (pecus —govedo). Mnogi predmeti su se i danas zadržali kao novac kod primitivnih naroda i plemena.

[9] „Sada robe predstavljaju svoje vrednosti prvo jednostavno, jer jednom jedinom robom, a drugo jedinstveno jer istom robom. Njihov oblik vrednosti jednostavan je i zajednički, pa stoga i opšti"(K. Marks: Kapital, I, str. 30).

Roba D je ovde opšti ekvivalerit kojim se mere vrednosti svih ostalih roba koje mu stoje nasuprot.

Roba D stoji u društvenom odnosu prema ostalim robama, robnom subjektu. Tako nastaje razvijeni oblik vrednosti, a pojedinačni ekvivalent postaje opšti ekvivalent. Opšti ekvivalentski oblik je samo jedan oblik prometne vrednosti i on može pripasti svakoj robi.

Izdvajanjem robe opšteg ekvivalenta iz ostalog robnog sveta, stvara se osnova za nastanak i razvoj novčanog oblika vrednosti. U procesu razmene ovaj opšti ekvivalent dobija posebnu društvenu funkciju, ili društveno svojstvo, te svojim „predmetnim sadržajem" izražava vrednost drugih roba.

Roba opšti ekvivalent dobija time karakteristike novca u kojem, i preko kojeg su izražene vrednosti svih ostalih roba. Kada je uloga opšteg ekvivalenta pripala jednoj robi i rasla s njenim prirodnim oblikom specifične robe (zlato i srebro), kada je stekla monopol kao opšti ekvivalent – onda ona postaje novac. Time se razvija novčani oblik vrednosti. Pored svoje upotrebne vrednosti, koju ima zbog prirodnih svojstava, ova roba dobija i novu, širu, posebnu društvenu upotrebnu vrednost, svojstvo da se njome mere vrednosti svih ostalih roba. Takva roba dobija specifičnu društvenu funkciju, društveni monopol, da u okviru ostalog „sveta roba" igra ulogu opšteg ekvivalenta.[10] Društvena funkcija ovoj robi pripada u procesu društvenog razvoja i podele rada i razmene, jer ni jedna roba nije novac od prirode, već joj je ta funkcija dodeljena od strane društva, u procesu njegovog razvoja. Kada je, na primer, zlato dobilo tu posebnu društvenu upotrebnu vrednost, onda je postalo opšti ekvivalent.[11]

Novac je, dakle, roba, ali istovremeno i opšti ekvivalent svih drugih roba. Upotrebna vrednost te robe – opšteg ekvivalenta – rezultat je određenog konkretnog rada, utrošenog u njenu proizvodnju; konkretni rad postaje oblik kojim se „meri njegova suprotnost – apstraktni ljudsk rad". Roba – opšti ekvivalent postepeno se odvajao iz mase drugih roba i svojim konkretnim radom postao otelotvorenje i merilo opštedruštvenog, apstraktnog rada.

Dobijajući monopol opšteg ekvivalenta od strane jedne robe, ova postaje novčana roba. Iz prosirenog prometnog oblika vrednosti razvija se novčani oblik vrednosti.

Tako je iz protivrečnosti upotrebne vrednosti i vrednosti roba 's jedne strane, odnosno konkretnog i apstraktnog rada s druge, nastala nužnost stvaranja samostalnog oblika robne vrednosti, novčanog oblika prometne vrednosti. Dakle, nastaju uslovi za razvoj opšteg ekvivalenta ostalom robnom svetu – novca. Time novac nastaje kao neophodan proizvod razvijene robne razmene. Marksistička teorija definiše dakle, novac kao specifičnu robu, upravo polazeći od geneze robnog oblika vrednosti. Evolucija oblika prometne vrednosti, od jednostavnog – preko opšteg – do novčanog, u osnovi predstavlja genezu novca.[12] Time je i trebala da otpadne „zagonetka novca", međutim, ona je i danas prisutna i ništa nije manje aktuelna.

---

[10] K. Marks, op. cit,, str. 35.

[11] Prirodne prednosti plemenitih metala, u odnosu na druge robe, u vršenju funkcije opšteg ekvivalenta, su sledeće: velika vrednost. velika specificna težina, lakoća prenošenja, kovnost, lako raspoznavanje, zamenljivost, deljivost, korisnost i dr. Interesantno je ovde navesti Marksov stav o pojavi zlata kao novčane robe. „Zlalo stupa prcd druge robe kao novac samo zato što je pre pred njih već istupalo kao roba. Postepeno, zlato je u užim i širim krugovima robnog sveta počelo funkcionisati kao opšti ekvivalent. Čim je osvojilo monopol toga mesta, u izrazu vrednosti robnog sveta, postalo je zlato novčanom robom, a tek od časa kada je već postalo novčanom robom... o;,"li oblik vrednosti pretvorio se u novčani. (K. Marks, op. cit. str. 35.)

[12] Monetarna teorija ima pred sobom jedan od najsloženijih i istovremeno najvažnijih zadataka – da objasni: kako evoluciju, tako i prirodu savremenog novca, posebno njegove novije i savršenije oblike i delovanja u privredi.

Dalje, evolucija novca u sve razvijenijem i masovnijem ostalom svetu roba gublia je iz vida njegovo poreklo, odnosno njega kao specifičnu robu, a pre svega u građanskoj monetarnoj teoriji, vezanoj za sledeće nove pojave.

1. Osamostaljivanje određenih funkcija novca,
2. Državni intervenciozniam na monetarnom planu („zloupotreba" novca, uz njegovo korišćenje za brojne druge ciljeve izvan normajnih novčanih funkcija),
3. Izvanredan razvoj pojedinih ofolika novca, koji sli u ranijoj fazi bili samo u rudimentiranom obliku (depozitni novac, međunarodni novac – SPV, elektronski novac),
4. Nestanak ili „zakržljvanje" nekih, već klasičnih, funkcija novca (novac kao blago, novac kao mera vrednosti, transformacija svetskog novca) i dr.

Mogućnost zamene novca nje'govim surogatima i, kasnije, apstraktnim formama novca u gotovo svim novčanim surogatima, ponovo jačaju tendenciju nominalizma, posebno razni „razvijeniji" oblici teorije državnog novca.

Sagledavši u osnovnim crtama marksistički pristup pojavi i prirodi novca4 sada je potrebno da šire obradimo oblike novca[13] i funkcionisanje pojadinih novčanih sistema.

2. NOVČANICA ILI BANKNOTA

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

Novčanica nastaje postepeno u toku razvoju hovčanog sistema, kao posledica spontanog saznanja da nominalna vrednost novca u prometu ne mora odgovarati stvamoj te da od nje može, više lii manje, odstupati. Novčanica postaje surogat pravog novca, a razvija se zbog potreba–prometa. Ovo se dešava, pre svega, zbog neelastičnosti novčanog opticaja i nemogućnosti njegovog širenja prema potrebama sve veće proizvodnje i prometa (posebno zlata u ulozi novčane robr). Novčanice (šire obrazloženje ovog problema dato je u delu o papirnom novcu) nemaju nikakvu „unutrašnju" ili materijalnu vrednost (osim neznatne vrednosti papira, boje i štampanja), ali zbog činjenice da glase na određeni iznos zlata, da reprezentujli zlato, da su surogat zlata – one u prometu zamenjuju punovredni kovani novac.

.Materijalni zastupnik (surogat) se mogao lako pretvoriti u odgovarajuću količinu novčane'robe – zlata ili srebra, zavisno od toga koji je od navedenih metala služio kao ndvčana roba, odnosno koji je monetarai sistem bio na snazi. Time je novčani surogat u cirkulaciji zamenik pravog novca u funkciji sredstava prometa i plaćanja, a rezultat je stihijskog razvoja robnonovčanih odnosa i sve razvijenije (masovne) robne proizvodnje.

[13] Šira razmatranja u pogledu definicija i prirode savremenog oblika novca data su u delu u kojem se razmatraju problemi komercijainog (trgovačkog, robnonovčanog) i kreditnog (bankarskog) novca.

Na temelju deponovanog zlata, ili metalnog, kovanog, obično zlatnog novca, bankari su izdavali pismene cedulje koje su glasile na određenog bankara u drugom udaljenom mestu. Njemu se na taj način naređivalo da, po prezentaciji takve cedulje, isplati određeni iznos zlatnog kovanog novca. Ovakve odredbe su se izvršavale na temelju poverenja da će biti izvršena, od strane prvog bankara, ista protuusluga za depozit položen – kod drugog bankara, uz izmirenje u gotovom eventualne razlike. Takve ceduije cirkulišu u određenoj sferi prometa i zameojuje pravi novac.

Iz ovakvih papirnih cedulja, koje izdaju banke, postepeno se razvija banknota (kao kombinacija vlastite menice banke i čeka). Kod banknote, lice koje je izdalo ceduiju – je trasat i trasant. Banknota se pušta u promet u početku samo u visini deponovanog zlata kod banke. Stoga je ona pravi surogat novca, potpuno i neograničeno konvertibilna svakog momenta u zlato, odnosno kovani punovredni novac.

S vremena na vreme se spoznalo da viasnici konvertiraju (zameni) banknote u zlato, tako da uvek ostaje deo zlata kao „neiskorišeena" rezerva. Na osnovu toga, banke puštaju u opticaj veće količine banknota od deponovanog zlata, a da se pri tome i dalje ne dovode u pitanje mogućnosti konverzije banknote u zlato.

Banknota, istina, time ne predstavlja više potpuni surogat novca, ona se osamostaljuje i sve dok se ne pretara sa emisijom, u odnosu na zlatno pokriće, ova delimična konvertibilnost se neće, najčešće, ni zapaziti.

Ekonomske i prometne prednosti, koje su joj svojstvene u odnosu na ček (obično glasi na okrugle iznose, lako se menja u zlatni novac, ne zastareva, lako se prenosi i dr.), omogućile su da se razvije celi sistem emisije i povlačenja banknota, uz određivanje posebnih banaka koje imaju isključivo pravo da to čine (emisione banke). Pored toga, doneseni su i posebni propisi o sistemu pokrića emitovanih novčanica ili banknota u zlato. Obaveza izdavaoca novčanice (banknote), da je u svakom momentu zameni za odgovarajuću količinu zlata, ostala je, istina, i dalje, ali na sve manjem stepenu i obimu.

Surogati novca nastaju iz potreba prometa, pre svega zbog nedovoljnog širenja zlatnog novčanog opticaja, saglasno porastu prometa, a, s druge strane, zbog sve veće nesigurnosti transporta zlata i kovanog punovrednog novca. Dugogodišnje iskustvo i poverenje, koje se formiralo u odnosu na surogate novca (menica, ček i dr.), dovelo je do toga da banke počinju izdavati menice na sebe. Kombinacijom menice banke'i čeka razvila se novčanica, ili banknota, pa ona predstavlja novu elapu u razvoju novca.[14]

„Novčanica nije ništa drugo do samo menica na bankara, plativa donbsiocu u svako doba, a kojom bankar zamenjuje privatne menice. Poslednji oblik kredita čini se laiku osobito frapantan i važan, zato što ova vrsta kreditnog novca prelazi iz čistog trgovinskog prometa u opšti promet i tu funkcioniše kao novac; zato što, u većini zemalja, glavne banke koje izdaju novčanice, kao čudnovata mešavina nacionalne i privredne banke; u stvari imaju za sobom nacionalni kredit i njihove su novčanice više ili manje zakonsko sredstvo plaćanja; zato što ovde p'ostaje vidljivo da je ono čime bankar trguje sam kredit, pošto novčanica predstavlja samo kreditni znak koji cirkuliše".[15]

---

[14] Izdavanjem banknota i njihovim postepenim odvajanjem od zlata omogućilo se bolje snabdevanje prometa novčanim sredstvima, koje bi, u slučaju opticaja zlata, bilo značajno ograničeno. Kreditna politika dobija dovoljnu elastičnost koju inače ne bi imala da u prometu cirkuliše zlatni kovani novac. Ovim novac postaje snažno sredstvo ekonomske, posebno monetarne politike, faktor razvoja, ali istovremeno i stvarni faktor opasnosti da se u promet pusti daleko veća količina novca od stvarno potrebnog iznosa novca u privredi, ito otvara put inflaciji, (Poučan je istorijski primer preterane emisije novca Johna Lowa u Francuskoj i teške posledice do kojih je došlo u privredi).

[15] K. Marks: Kapital, LiI. str. 339.

U sIučaju kada država zakonski ukida čak i delimičnu konvertibilnost banknota u zlato, banknota dobija prisilni tečaj, te postaje zakonsko sredstvo plaćanja i prometa. Banknota se pretvara u papirni novac, novas s prisilnim tečajem.

Novčanica se sve više približava funkciji isključivog novca, jedinog zakonskog sredstva plaćanja i prometa. Time ona istovremeno dobija karakteristike definitivnog sredstva plaćanja – pretvarajući se sve više u papirnu valutu.

3. PAPIRNI NOVAC I ČISTO PAPIRNO VAŽENJE

Banknota, kojoj je u toku vremena potpuno ukinuta mogućnost konverzije u zlato, prestaje biti surogat zlatnog riovca, dobija prisilni tečaj i pretvara se u pravi papirni novac. Kao papirna valuta uopšte se obeležava takva valuta kod koje je iz prometa itisnut metalni (ziatni) novac, te je kao zakonsko sredstvo plaćanja ustanovljen nekovenrtibilan papirni novac.

Sve do prvog svetskog rata „... novčanica emisione banke bila je pravno ‘samo surogat novca, akcesorni novac, koji se u mnogim državama nije mogao primati kod plaćanja, koji je u svako vreme mogao zameniti kod emisione banke za metalni novac pune vrednosti”. U tom režimu novčanipa je bila uputnica emisione banke na samu sebe, glasila je na okrugle svote i bila plativa donosiocu kod prezentacije u metalnom novcu.

Poznato je da se veća ili manja konvertibilnost, ili nekonvertibilnost, pojavljuju već kao zlatne valute (valute zlatnih poluga i valute zlatnih deviza).

S druge strane, teško je danas ustanoviti prisustvo bilo kakve veze između papirnog novca i zlata u domaćem novčanom opticaju, a posebno onda kada se radi o međunarodnim plaćanjima, gde se zlato najduže zadržalo u funkciji svetskog novca. Zbog svega toga nije moguće tačno utvrditi Tcada počinje i kada prestaje’ papirna valuta.

Ukidanjem mogućnosti konverzije u zlato, banknota prestaje biti obveznica, jer više ne postoji ni obaveza banke u smislu obavezne konverzije. Novčanica tada postaje zakonsko sredstvo plaćanja, jer je svako mora primiti u podmirivanju svojih obaveza, a nema pravo da traži, na osnovu nje, određeni iznos žlata ili valutnog novca. Svako ih prima po njihovoj nominalnoj vrednosti, iako se iza nje ne nalazi više pravi novac, zlato. Papirni novac je novčanica koja ima prisilan tečaj ili prisilan kurs (što znači da se ne može zameniti za novac pune. materijalne vrednosti, npr. za zlatnike, za monetarni plemeniti metal, za zlatne poluge i dr., on je „zakonsko sredstvo plaćanja za svakoga, pa i za izdatnika, a to znači da ima ne samo solutornti ili liberatornu moć, već i da je definitivan novac”.[16]

Kako prestaje obaveza konverzije novčanica u zlato ili pravi novac, novčanice u prometu postaju praktično čisti papirni novac – zbog čega se ovo važenje i naziva papirno važenje ili sistem slobodne valute (sistem papirnog novca).

Banke sve više koriste mogućnost emitovanja novčanica na bazi neizmerijene zlatne podloge, zbog čega novčani opticaj značajno raste, dok kreditna politika dobija mogućnost vepe elastičnosti, odnosno širenja ili stezanja novčanog opticaja. Upravo je

[16] Dr Vjekoslav Meichsner: Osnovi nauke o novcu, Univerzitet u Skoplju, Skoplje, 1958, strana 52.

uska i nedovoljno elastična osnova metalnog novca postala kočnica njegovog daljnjeg širenja i korišćenja, te je nemogućnost njegovog širenja prema potrebama proizvodnje i prometa postala kočnica ekonomskog razvoja.

Izučavanje postarika i razvoja papirnog novca pokazuje da je papirni novac nastao umesto metalnog, radi olakšanja prometa, i to kao njegov predstavnik, tj. uz pietpostavku da se svakodnevno može konvertirati u određenu količinu plemenitog metala. Uz određene uslove i okolnosti (stabilnost privrede, dovoljna ponuda roba), kao i uz postojanje određene zalihe zlata (zlatnih rezervi) za međunarodna plaćanja, papirni novac se pokazao kao prikladniji za novčane funkcije, ukoliko je po stalnom kursu konvertibilan u zlato, odnosno robe. Dugotrajno funkcionisanje mogućnosti zamene papirnog novca za plemenite metale, stvorilo je toliko poverenje u papirni novac, da se on u potpunosti prihvatio, „zahvaljujući moći društvene navike", isto kao i novac s manjom stvarnom težinom od nominalne.

Razvojem papirnog novca sve više dolazi do izražaja pojava inflacije, pa se ona često, vezuje za razvoj papirnog novca i „zloupotrebu" novca u privrednom razvoju. Da bi se to onemogućilo, donose se u svim zemijama posebni prbpisi, a pravo emisije novca se prenosi na centralnu banku, te ona postaje isključiva emisiona banka pod kontrolom države.

Papirni novac sam po sebi nema gotovo nikakve vrednosti, njegova vrednost je posredna, i to samo tolika, koliko taj novac predstavlja zlato i druge robe, kao utelovljenje društveno potrebnog rada za njihovo dobijanje. Papirni novac se razvio iz potreba prometa i kroz stalne napore usmerene u pravcu olakšanja prometa. „Prometna funkcija ide u prilog papirnom novcu. Zlatni novac se promeće zato što ima vrednost, dok papirni novac ima vrednost zato što se promeće".[17] Papirni novac, dakle, ima vrednost samo zato što funkcioniše u opticaju. Dok se u uslovima stvarnog novca cena javlja kao novčani izraz njegove vrednosti, i kao određena količina novčane robe, u uslovima papirnog novca (a kasnije i kreditnog) količina papirnog novca u opticaju određena je količinom stvarnog (zlatnog) novca koja bi bila potrebna za nesmetano odvijanje proširene reprbdukcije. Istovremeno je time i utvrđen jedan od osnovnih elemenata za određivanje vrednosti papirnog novca u savremenoj privredi – to je vrednost potrebne količine zlata, odnosno stvarnog novca, koju papirni novac reprezentuje.[18]

Moderni novčani sistern papirnog novca pokazuje da je to definitivan državni novac koji obavlja funkciju prometa i plaćanja. To je papir utvrđene forme i nominal, bez svoje unutarnje vrednosti, lišen bilo kakvog metalnog pokrića, a danas i bilo kakve veze sa ziatom.

Budući da nema svoju supstancu (unutrašnju) vrednost, niti pokriće u zlatu, osnovno obeležje papirne valute jeste „da je to relativno bezvredan papir, koji se u prometu mora primiti u neorganičenim količinama", pošto ga je država proglasila definitivnim zakonskim sredstvom prometa i plaćanja. Monopol na izdavanje papirnog novca dobija država, odnosno centralna (emisiona) banka.

Vrednost novčanice u odnosu na zlato nije se mogla znatnije podići iznad vrednosti njome predstavljene količine zlata, jer bi zlato počelo da istupa umesto novčanice, a ta zakonitost kod papirnog novca otpada, nestaje. Ona se može smanjivati, i to prema tome koliko se manje drugih roba, uključivši i zlato, za nju može dobiti na tržištu.

---

[17] K. Marks: Kapital, I, str. 88–89.

[18] „Količma papirnih cedulja odreduje se... količinom zlatnog novca koji bne zastupaju u prometu, a kako su one vrednosni znak samo ukoliko zastupaju ziato, njihova je vrednost naprosto određena njihovom količinom... (istakao S.K.). Odvojene od svog funkcionalnog postojanja one se pretvaraju u ništavne hrpe papira" (K. Marks: Prilog kritici političke ekonomije, str. 105).

Vrednost papirnog novca osigurava se njegovim prometnim funkcijama, odnosno ukoliko se više raznovrsnih kvalitetnih roba dobije za taj novac, utoliko mu je vrednost veća.

Vrednost papirnog novca zavisi, dakle, od pokrića robama i masom roba koje mu stoje nasuprot, a ne zlatom koje reprezentira. Danas, pored papirhog novca centralne banke, prislian tečaj mogu imati i razni oblici državnih vrednosnih papira, obveznice, bonovi i dr. koji cirkulišu u prometu i koji se moraju primiti u određenom obliku u procesu cirkulacije. Zbog toga i određivanje „potrebne količine novca u opticaju" – prema potrebama privrednog razvoja, danas je postalo jedan od najsloženijih zadataka ekonomske i monetarno–kreditne politike. To su sigumo, razlozi što se sve više postavlja pitanje: šta je sve novac danas? Koji sve elementi u monetarnom sistemu imaju ulogu i karakter novca (sada u funkciji sredstava prometa i plaćanja)? No, treba odmah reći da se razlikuje sve više novac u širem i novac u užem smislu, sredstva većeg stepena likviditeta od sredstava manjeg stepena likviditeta.

Papimi novac unutar nacionalnih granica svake zemlje u potpunosti je zamenio raniji punovredni zlatni novac, ali se tu njegova moć i završava. Izvan granica zemlje on prestaje da funkcioniše kao zakonsko i definitivno sredstvo plaćanja, jer njegovu ulogu u međunarodnom prometu i plaćanjima preuzima punovredni robni novac, zlato, odnosno drugi oblici međunarodnih sredstava plaćanja („specijalna prava vučenja", konvertibline valute i dr.). Zlato je u međunarodnim plaćanjima sve donedavno zadržalo ulogu „primarne rezerve likvidnosti", kao svetski novac koga je svakako, i bez prinude, primao, sve do onda kada je izvršena „definitivna demonetizacija zlata" u međunarodnom sistemu plaćanja.[19]

Zbog toga vođenje politike „potrebne količine novca u prometu", u smislu njene „optimalne količine" prema potrebama proizvodnje i prometa, u savremenim privredama i novčanim sistemima (u kojima potpuno prestaje zlatni regulator novčanog opticaja kao čvrsta barijera nekontrolisanom novčanom opticaju) predstavlja danas jedan od najtežih zadataka monetarno–kreditne i ekonomske politike uopšte. Istina, kada u privredi postoje uravnoteženi odnosi, i relativno efikasno monetarno upravljanje, odsustvo punovažnog novca u opticaju i potpuno ukidanje konvertibilnosti novca u zlato, ili drugi neki novčani metal – robu, ne mora da se odrazi na stabilnost cena i proces inflacionog kretanja, što se danas jasno zapaža u nekim razvijenim privredama.

Unutar nacionalnih granica papirni novac je u određenom delu reprodukcije u privredi u potpunosti zamenio punovredni metalni (zlatni) novac, posebno u trgovini na malo, ali se tu njegova moć i završava. U međunarodnim ekonomskim i platnim odnosima on prestaje da postoji kao zakonsko i definitivno sredstvo plaćanja, jer njegovu ulogu tu preuzima punovredni robni novac, odnosno konvertibilne nacionalno „obojene" novčane jedinice, a sve manje zlato. Istina, ono je ovde dalje zadržalo ulogu „primame rezerve međunarodne likvidnosti", „prve linije međunarodnih rezervi plaćanja", jer ga je kao svetski novac do sada svako i bez prinude primao. Međutim, novim odlukama o demonetizaciji zlata njegova funkcija novčane robe sve više nestaje, te se u unutrašnjim novčanim sistemima novac sve više pretvara u jedinicu apstraktnog ljudskog rada koji poprima sve raznovrsnije oblike u modernim, sve više monetizovanim privredama. Zato se danas i postavlja pitanje: nije li već nastala faza kada je funkcija opšteg ekvivalenta prešla s jedne robe na niz roba, odnosno surogata, kao jednačina mera niza konkretnog rada, preko jedinične mere apstraktnog (društveno priznatog) rada.

[19] O ovom problemu šire govorimo u poscbnoj studiji Međunarodni finansijski menadžment, izd. Čigoja, Beograd, 1996.

GLAVA DRUGA

DEPOZITNI NOVAC

1. SAVREMENI DEPOZITNI ILI BANKARSKI NOVAC

Savremeni razvoj novca ne završava na papirnom i sitnom kovanom novcu. Depozitni ili žiralni, knjižni ili skripturalni odnosno bankarski (kreditni) novac kako se sve danas ne naziva, razvija se iz funkcije novca kao platežnog sredstva, jer je depozitni novac u osnovi kreditni novac (nastaje uglavnom odobravanjem kredita na račun korisnika). Savremeni novac je potraživanje. Gotov novac je potraživanje na banku (nekada je to bila određena količina zlata), dok je depozitni novac – potraživanje ©d deporitae foaiake.

Komitent (klijent), koji je dobio kredit, ima pravo da raspolaže tim novčanim sredstvima, plaćanjem (prenosom) dragim komitentima iste ili neke druge banke, ili podizanjem gotovog novca.

Depozitnim novcem stvara se još veća mogućnost proširivanja novčanog volumena, u odnosu na njegovo stvaranje, preko izdvanja banknota bez pokrića, odnosno papirnog novca, jer takvu mogućnost je imala samo određena banka (emisiona), dok stvaranje depozitnog ili skripturalnog novca imaju pravo i mogućnost sve banke. Na kraju, stvaranje depozitnog novca se najlakše odvija u nizu banaka, dakle u celom bankarskom sistemu.[20]

Banke se pretvaraju iz uloge čuvara i posrednika u prometu novcem u stvaraoce ili „fabrikante" novca.[21] Svojom kreditnom aktivnošću, jednim „potezom pera", banke stvaraju nova platežna sredstva, čime su upravo one u stanju da modernoj privredi stave na raspolaganje ogromne iznose novca i kapitala, bez kojih se ne može zamisliti savremeni ekonomski razvitak.

Stvaranje („fabrikovanje") novca od strane banaka javlja se, videli smo, najpre kod emisije banknote iznad metalnog zlatnog pokrića. Stvaranjem depozitnog novca

[20] Na toj osnovi je nastao i razvio se poznati proces višestrukog umnožavanja ili multiplikacije depozita i kredita **u bankarskom** sistemu. (Vidi detaljnije u delu: Proces stvaranja depozita novca— proces multiplikacije).

[21] Banka nfje ustanova koja samo prikuplja i pozajmijujeflovac, ona je postala „fabrika novca i kredita". Osnova depozitnog novca je kredit poslovnih banaka. Savrcmeni novac je. uglavnom, poprimio oblik depozitnog novca, a to je potraživanje od bankarskog sektora svih drugih subjekata, vlasnika novca.

ova funkcija banke je značajno pojačana, jer cirkulacija banknota i papirnog novca je dopunjena cirkulacijom depozitnog novca. Novčanice su „vidljive", dok je kreditni ili depozitni novac nevidljiv i teško je regulisati volumen stvorenog depozitnog novca, posebno zbog toga, što ne postoje više „kočnice" i ograničenja u obliku metalnog pokrića*

Ograničenja se, ipak, nalaze u obliku neophodne likvidnosti banke koju svaka banka (osim centralne, koja je neograničeno likvidna) mora uvažavati kao jedan od svojih osnovnih principa u poslovanju.

Banka mora uvek biti sposobna da sve dospele obaveze i zahteve komitenata blagovremeno i uredno izvršava. Zbog toga mora uvek imati na raspolaganju izvesnu „gotovinu" na svom žiroračunu, sredstva koja su u krajnjem slučaju novac centralne banke. Odobravanjem kredita i stvaranjem depozitnog novca, banka mora računati na to da će se najveći deo kredita iskoristiti virmanskim, bezgotovinskim putem, ali da će uvek jedan deo biti pretvoren u gotov novac. Stoga svaki iznos kredita mora biti „pokriven" određenim postotkom gotovine u blagajni ili gotovinom na žiro–računu kod centraine banke. To znači da postoji određena veza između deponovanog stvamog novca (banknota i papirnog novca) i kreiranog depozitnog novca, koji mu čini osnovu. Ukoliko se kreditni (depozitni) novac manje transformiše u gotov, efektivni novac, povećava se kreditni potencijal banke, bankovne rezerve likvidnosti mogu biti manje.

Depozitni novac danas ima ogromno značenje u privredi. To je postao dominirajući sistem plaćanja i novca u svim zemljama, mada pored bezgotovinskog (depozitnog) sistema plaćanja funkcioniše i plaćanje gotovinskim novcem ili putem efektivnog novca. Kovanj novac i novčanice se danas koriste u manjoj količini i samo za manja plaćanja, dok je dominirajući oblik postao depozitni novac.

Izvori novčanih sredstava, koji se formiraju iz raspodele društvenog proizvoda, čine u bankama depozite, depozitni ili stvarni novac, a on predstavlja osnovu realnog kreditiranja privrede, stanovništva, države, međusobnih kredita banaka i dr. To su, dakle, depoziti ekonomskih subjekata kod banke, njihova potraživanja prema banci, s jedne, i obaveza banke prema deponentima, s druge strane.

Ovim stvarnim depozitima, koji nastaju iz društvenog proizvoda i nacionalnog dohotka, kroz proces kružnog kretanja, treba dodati i kredite emisione banke koje ona stavlja na raspolaganje poslovnim bankama u primamom novcu. Zbog toga se novac kod banaka i deli na primami i sekundarni iniovac (depozite); mada je, istina, izvor svih depozita, konačno, primarni novac centralne banke.

Na osnovu navedenih depozita, banke u sistemu kreditiranja stvaraju dodatne, sekundarne ili izvedene depozite, znatno iznad stvarnih depozita. Sve veća koncentracija novčanog kapitala u kapitalističkim bankama i sistem bezgotovinskog plaćanja, omogućio je bankama da odobravaju kredite i iznad iznos kod njih koncentrisanih depozitnih sredstava, čime dolazi do udvostručavanja ili utrostmčavanja istih depozitnih sredstava. Time se ukupni depoziti dele na stvarne i izvedene, fiktivne. Osnovni izvor novca u opticaju i depozitnog novca su kratkoročni bankarski krediti, čime se emisija novca svodi na emisiju depozitnog' novca, putem kreditne politike banaka. Kada banka odobri kredit preduzeću, preduzeće postaje poverilac banke, jer stiče potraživanje na banku u visini odobrenog kredita. Time preduzeće dolazi do „fiktivnog depozita" na osnovu odobrenog kredita, odnosnp novčanih sredstava kojima može slobodno raspolagati u plaćanjima. Fiktivno stvoreni depoziti banke počeli su da cirkulišu kao stvarni novac. Tim procesom nastajanja izvedenih ili fiktivnih depozita stvorena je osnova za kreiranje

bankarskog kredita, daleko iznad stvamog iznosa deponovanog novca u bankama. Banke time prestaju da budu „samo prefađivači novca", one se stvamo pretvaraju u „fabrike novca", u institucije koje su sposobne da samostalno stvaraju i poništavaju novac. Stoga se regulisanje novčanog optieaja vrši, pre svega, kroz kreditnu politiku, a preko politike regulisanja mase kratkoročnih bankarskih kredita u prlvredi

Efektivni novac, stvoren od strane centralne banke, ostaje i dalje baza depozitnog novca, na njemu se razvija i preko njega se poništava.

Početak kružnog toka novca je gotov novac centralne banke, ali i krajnja tačka tog toka je gotov novac u koji se transformiše depozitni novac poslovnih banaka (Dn) nakon izvršenog procesa multiplikacije.

Te dve osnovne vrste novca, cfektivni i depozitni, čine organsku celinu koja po strukturi može biti različito sastavljena, ali bez obzira na visinu učešća efektivnog novca u različitim privredama, ono se ne da izbeći i ne može isključiti iz ovog sektora cirkulacije – gde opslužuje sferu ličnih dohodaka i služi za sitnija plaćanja. To istovremeno dovodi do sve većeg učešća i značaja depozitnog novca u odnosu na gotov novac i dominantne poziclje depozitnog novca u savremenim razvijenim novčanhn pdvredama.

Savremena privreda se ne može zamisliti bez postojanja efektivnog novca, bez obzira na stepen razvoja bezgotovinskog sistema plaćanja i razvoj depozitnog novca i ostalih surogata novca. Konačna isplata se kao proces obično završava u gotovom novcu centralne banke. Time je stvarno do krajnjih konsekvenci zamagljena veza između stvamih depozita, fiktivnih depozita banaka i gotovog novca, u koji se oni u krajnjoj fazi isplata konvertiraju slobođno i neograničeno. Jer, ono što je u današnjim monetarnim sistemima ostalo od uzajamne konvertibilnosti – jeste međusobna zamenljivost kovanog novca i papirnih novčanica u depozitni novac i obrnuto. Konverzija jednog oblika novca u drugi danas je neograničena i gotovo automatska.

Razvoj kreditnog novca znači dalje gubljenje veze prirode ovog novca i procesa njegovog stvaranja u tokovima reprodukcije i stvamog novca. Mada i ovaj novac, kao i stvarni novac, ostaje i dalje rezultanta razvoja robne proizvodnje, proizvodnje vrednosti, raspodele i razmene u savremenoj privredi – ova veza postaje sve više imaginarna. Stoga pojavni oblici savremenog novca (kovani sitni novac, novčanice i depozitni novac) ne vuku neposredno svoje poreklo iz novca metalnog važenja ili državnog novca, već od vrednosnih papira, izraslih iz sve razvijenijeg robnog prometa. Time se i obim novca objektivno reguliše kretanjem robno–novčanih transakcija u društvenoj reprodukciji (menice i druge hartije od vrednosti, koje se monetizuju kod centralne banke).

Postavlja se sada i pitanje: gde su granice kreiranja kreditnog novca, posebno zbog toga što se kreditnom ekspanzijom i stvaranjem depozitnog novca na toj osnovi ne stvara realni kapital. Banke, dakle, stvaranjem sekundarnih depozita ne stvaraju realni kapital, stvame depozite, koji jedino potiču iz proizvodnje i raspodele. Stvaranjem bankarskih depozita i kredita određeno je, stoga, objektivnim granicama materijalne proizvodnje i raspodele. Na toj osnovi se zasniva i svesno vođenje kreditno–monetarne politike, najčešće usmerene u svom osnovnom pravcu – optimalno pribhžavanje i prilagođavanje volumena kredita u privredi njenim stvarnim potrebama. Emisija novca i kredita ograničena je, dakle, objektivnim potrebama proizvodnje i pronieta i te se granice ne smeju prekoračiti, ukoliko se ne želi izazvati nestabilnost u privredi.[22] To

[22] Stvaranje novca u periodu čistog zlatnog novcanog opticaja bilo je regulisano određe'nim poznatim, automatskim regulatorima: slobodom kovanja i prekivanja u poiugel i obmuto (kada ga je bilo previše u ppticaju, prekrivao se u zlatne poluge, i obrridto), slobode uvoza i izvoza zlata, slobodnih medunarodnih tokova roba,. rada i kapitala i

znači da svaku emisiju novca, koja prelazi „objektivno datu masu novca u privredi" i koja nema realnog materijalnog pokrića – tržište „odbacuje", odnosno poništava preko odgovarajućeg. porasta cena. Kako. savremeno tržište apsorbuje takoreći svu ponuđenu količinu novca, najčesrće se javlja delovanje kroz porast cena.

U protivnom, preterana emisija bankarskog kredita mora postati snažan faktor nestabilnosti privrede, odnosno bna postaje inicijalni faktor inflacjje. U tom smislu vodi se politika kontrakcije bankarskih kredita (kada privreda pokazuje znake visoke konjunkture i inflacije), ili, suprotno tome, ekspanzije bankarskih kredita (u slučaju kada privreda pokazuje znake pada konjunkture, zaposlenosti i recesije).[23]

Kao snažan faktor i instrument privrednog razvoja, posebno u konceptima „aktivnog novca", kredit se sve više koristi za podsticanje stope rasta i zaposlenosti, ali i u razne druge svrhe izvan nornialnih novčanih funkcija, što je često dovodilo do pojave kriza, „slabosti novca", inflacije i, u takvim uslovima, siabljenja kreditnog sistema u celini, a u hiperinflaciji i raspada monetarnog i kreditnog sistema.

Ukoliko valorizacioni sistem u uslovima savremenog novca uspešno deluje, kreditni novac se time javlja uspešnije kao reprezentant stvarnog novca u svim njegovim funkcijama, ali samo dotle dok predstavSja stvarni novac.

Iz celokuupnog prethodnog izlaganja uočljiv je razvoj novca od robnog ili naturalnog, preko metalnog pune unutrašnje vrednosti – do njegovih surogata, odnosno do apstraktnih formi u obliku čistog papirnog novca i, posebno, depozitnog ili bankarskog novca.[24]

Shvatanje novca kod građanskih ekonomista i danas je daleko od marksističke analize geneze i prirode novca. U ranijim radovima već se primećuje da se napuštaju postklasična shvatanja novca kao robe, metala (Knies, Helferich i dr.), a sve više prihvataju stavovi da je novac znak, simbol (Liefman, Knap, Keynes) koji određuje i kojim upravlja (opticajem i vrednošću) država, što je posebno došlo do izražaja u monetarnoj teoriji G. K. Šnappa (poznatoj kao „čista teorija državnog novca").

Građanska teorija danas novac shvata sve šire, uključujući u njega i razne druge oblike imovine, pri čemu se vrši i separacija (skala) različitih oblika novca, već prema stepenu njihove likvidnosti. Tako se može susresti stav da je „novac potraživanje koje se od imalaca može upotrebiti za kupovanje uopšte" (Day). „Novac je svaka stvar koju društvo priznaje i upotrebijava kao medijum razmene" (A. C. Pigou).

„Novac je svaki oblik imovine kojim se vrši plaćanje ili prenos jednog u drugi oblik imovine." Postoje, dakle, značajne transformacije shvatanja građanske teorije o pojmu novca, što samo i dalje zamagljuje prirodu i funkciju liovca u građanskoj monetarnoj i ekonomskoj teoriji.

---

potpuno slobodnomkonvertibtlnošću novcanicau metalzlato, i obrnuto. Emisija novca u takvim odnosima nikada hije dovelo do „prepunjavanja prometnih kanala" suvišnim količinama novca.

[23] U lom pravcu posloje razrađeni odgovarajući instrumemi monctarno–kreditne politikc. kojim se nastoji regulisali volumen bankarskih kredita u privredi i njihovo optimalno podešavanje potrcbama privrednog razvoja. Ovdc ćemo navesli samo osnovne: polilika banaka, politika otvorenog tržišta, kamatna stopa, međubankarski sporazumi i dogovori i dr. Ovim instrumentima se nastoji ostvariti osnovno delovanje na širenje ili sužavanje bankarskih kredita ili novćanog opticaja u privredi, što u razvijenom modemom bankarskom sistcmu prcdstavlja jedan od najsloženijih problema. (0 ovom problemu 5ire govorimo u delu u kojem se razmatraju instrumcnti i regulacioni mehanizmi monctarno–kreditne politike).

[24] U našoj monctarnoj tcoriji u poskdnje vrcme čine se značajni napori da se stvori monetarni sistem u privredi u kojem bi kreiranje novca bilo podredeno njihovoj dominantnoj ulozi. a ne otuđeno od nje. Time bi kreiranje potrebne mase novca trebalo da pređe s bankarskog sistcma neposredno na proizvodnju. Istina, ovde postoje brojne dileme i nedorađenosti, posebno kako taj sistem postaviti i realizovati u stvarnosti.

2. PAPIRNI NOVČANI SISTEM ILI SLOBODNA VALUTA

Pad i nestanak zlatnog važenja 1930–ih godina ne može se vezati samo za nedostatak zlata za potrebe unutrašnjeg opticaja, već pre svega za duboke promene u odnosima unutar nacionalnih privreda i u svetskim ekonomskim i političkim odnosima, nemogućnosti zlata da održava stabilnost novčane jedinice unutar privreda, ali i kao sredstva za međunarodna plaćanja. Sve je to vezano za nastanak i širenje budžetskog defkita, za finansiranje rata, podsticanje razvoja upotrebom novca, finansiranje državnih rashoda i dr., kao i za sve veće potrebe širenja novčanog opticaja koje nije mogao da osigura zlatni novac. U SAD je taj početak učinjen znatno kasnije 1970–ih godina, kada je došlo do definitivnog odvajanja dolara od zlata po fiksnom kursu za potrebe medunarodnog plaćanja.

Nedostaci zlatne valute, koji su dolazili do posebnog izraza u odnosu na potrebe reprodukcije i međunarodne ekonomske i platne odnose, definitivno su potisnuli pokušaje ponovnog uvođenja zlatnog novca u promet.

Posebna slabost toga novca bila je u tome što se on nije mogao povećavati paralelno s potrebom narasle proizvodnje i prometa. Zbog njegove nedovoljnosti u prometu, cene bi se morale snižavati, pa je ova valuta delovala deficiono. To je dalje destimulisalo i kočilo daljnu proizvodnju, čemu je posebno pridonosila pojačana tezauracija zlatnog novca – daleko iznad moguće tezauracije papirnog novca. Konačno, zbog svog intemacionalnog karaktera, pojačavala se sklonost fetišizmu zlata i krijumčarenju zlata, što je dovodilo do toga da se zlato u sve većoj meri prelivalo u ekonomski razvijene zemlje. U tim zemljama sada nastaju poremećaji u drugom pravcu: prilivom zlata (npr. u SAD) dolazi do povećanja novčanog opticaja i porasta cena, odnosno inflacionih promena. Da bi se tome suprotstavile monetarne vlasti pristupaju povlačenju novca iz prometa 1 držanju van monetarnih rezervi, dakle vrše sterilizaciju. To je dovelo i do pojave tzv. teorije kompenzatorskog ili robnog dolara. Nestašica zlata u većem broju evropskih zemalja upućivala ih je da se koriste iskustvima s nepotpunom zlatnom valutom (valutom zlatnih poluga i valutom zlatnih deviza).[25] Međutim iz razvoja bankarstva zapaženo je da jedan deo poluga u zlatu, ili kovanom novcu, ostaje kao razlika u redovno približnom iznosu, te dolazi, videli smo, do dodatne emisije banknota. To je opet u izvesnom smislu kredit bankara imaocu takve banknote, jer ovi nisu dali u polog nikakvo zlato ili drugi oblik punovažnog kovanog novca. Raspolažući takvom banknotom, oni su stekli pravo na deo takvog stvarnog pologa zlata. U normalnim uslovima to se nije ni primećivalo, ali u nestabilnim i kriznim prilikama, kada dolazi do velikog povlačenja uloga – jasno se vidi da banke nisu u stanju da isplate sve obaveze, stvorene izdavanjem papirnih cedulja.

Banknota, kojoj je u toku vremena potpuno ukinuta mogućnost konverzije u zlato, prestaje biti surogat zlatnog novca, ona dobija prisilni tečaj, pretvarajući se u pravi

[25] U drugoj polovini 1929. godine definitivno se napuštaju poslednji pokušaji ponovnog uvođenja zlatnog važenja. Engleska ukida pravo konvertibilnosti banknota u zlato 21. IX 1931., a nešto kasnije i S AD (1933). Time nastaje početak papirnog novca, dirigovanog novca, snažnog sredstva ekonomske politike države i perioda državnog intervencionizma.

papirni novac. Papirna valuta je međutim, takva valuta kod koje je iz prometa istisnut metalni (zlatni) novac, te je kao zakonsko sredstvo plaćanja ustanovljen nekonvertibilni papirni novac.

Sve do prvog svetskog rata „...novčanica emisione banke bila je pravno samo surogat novca, akcesorni novac, koji se u mnogim državama nije mogao primiti kod plaćanja, koji se u svako vreme mogao zameniti kod emisione banke za metalni novac putem vrednosti... U tom režimu novčanica je bila uputnica emisione banke na samu sebe, koja je glasila na okrugle svote i bila plativa donosiocu kod prezentacije u... metalnom novcu."[26]

Iz prethodnih izlaganja videli smo, da se, veća ili manja konvertibilnost ili nekonvertibilnost pojavljuju već kod zlatne valute (valute zlatnih poluga i valuta zlatnih deviza).

S druge strane, teško je danas ustanoviti prisustvo bilo kakve veze između papirnog novca i zlata, posebno onda kada se radi o međunarodnim plaćanjima. Zbog toga se ne može tačno ustanoviti gde počinje i kada prestaje papirna valuta.

Ukidanjem mogućnosti konverzije u zlato, banknota prestaje biti obveznica, jer više ne postoji ni obaveza banke u smislu obavezne konverzije. Novčanica tada postaje zakonsko sredstvo plaćanja. Svako je mora primiti u podmirivanju svojih obaveza i nema pravo da traži, na osnovu nje, određeni iznos zlata ili valutarnog novca. Dakle, prima se po nominalnoj vrednosti, bez obzira što se iza nje ne nalazi više pravi novac, zlato. „Papirni novac je, dakle, novčanica koja ima prisilan tečaj ili prisilan kurs (što znači da se ne može zameniti za novac pune materijalne vrednosti, npr. za zlatnike, niti za monetarni plemeniti metal, npr. za zlatne poluge), i koji je zakonsko sredstvo plaćahja za svakoga, pa i za izdatnika (što znači da ima ne samo valutarnu ili liberatornu moć, već i definitivan novac").[27]

Kako prestaje obaveza konverzije novčanica u zlato ili pravi novac, novčanice u prometu postaju praktično čisti papirni novac – zbog čega se ovo važenje i naziva papirno važenje.

Ukidanjem slobodne zamene papirnog novca za zlato, stvoren je novčani sistem s papirnim novcem u opticaju, čekovima komercijainih banaka, kvazi novac (štednja i oročeni depozit) i dr.

Banke sve više koriste mogućnost emitovanja ovakvih novčanica na bazi neizmenjene zlatne podloge, čime novčani opticaj značajno^raste, dok kreditna politika dobija mogućnost – veće elastičnosti, odnosno širenja ili stezanja novčanog opticaja. Upravo je uska i nedovoljno elastična osnova metalnog novca postala kočnica njegovog daljnjeg širenja i korišćenja, a nemogućnost njegovog širenja prema potrebama proizvodnje i prometa – postala je kočnica ekonomskog razvoja.

Izučavanje postanka i razvoja papirnog novca pokazuje da je papirni novac nastao umesto metalnog, radi olakšavanja prometa, i to kao njegov predstavnik, no uz pretpostavku da se svakodnevno može konvertirati u određenu količinu plemenitog metala (zlato, srebro i dr.). Prema tome, uz'određene uslove i okolnosti (stabilnost privrede, dovoljna ponuda robe), kao i uz postojanje određene zalihe zlata (zlatnih rezervi za međunarodna plaćanja), papirni novac je prikladniji za novčane funkcije, jasno, ako je po stalnom kursu konvertibilan u zlato, odnosno robe. Dugotrajno funkcionisanje mogućnosti zamene papirnog novca za plemenite metale, stvorilo je toliko poverenje u

[26] Dr. J. Toma Jević: Novac i kredit... str. 116.
[27] V. Meichsner, op. cit., str. 87.

papirni novac da se on u potpunosti prihvatio „zahvaljujući moći drustvene navike", isto kao i novac s manjom stvarnom težinom od nominalne.

To je stvorilo osnov za razvijanje nominalističke teorije novca. U prilog teoriji išao je i razvoj prvog svetskog rata, kada je novac, i bez iskupivosti za piemenite metale, zadovoljavao važne novčane funkcije. Ovaj argument je bio najjači u borbi protiv – metališticke teorije, prema kojoj je, kako je to isticao nemački ekonomski teoretičar Knies, „valjan sani'o onaj novac koji ima i odgovarajuću vlastitu vrednost, kakvu nema papirni novac".

Razvojem papirnog no/ca sve više dolazi do izražaja pojava inflacije, što se često vezuje za razvoj papirnog novca i „zloupotrebu" novca u privrednom razvojn. Da bi se to onemogućilo, donose se u svim zemljama posebni propisi, a pravo emisije novca prenosi se na centralnu banku, koja se pretvara u isključivu emisionu banku pod kontrolom države.

Papirni novac sam po sebi nema gotovo nikakve vrednosti. Njegova vrednost je posredna, samo tolika koliko predstavlja zlato i druge robe, kao utelovljenje društveno potrebnog rada za njihovo dobijanje. Papirna novčanica je samo znak novca i njegov reprezentant. Papimi novac se razvio iz potrebe prometa i kroz stalne napore usmerene u pravcu olakšanja prometa. „Prometna funkcija ide u prilog papirnom novcu. Zlatni novac se promeće zato što ima vrednost, dok papirni novac ima vrednost zato što se promeće" (Marks). Papirni novac, dakle, ima vrednost samo zato što funkcioniše u opticaju. Dok se u uslovima stvarnog novca cena javlja kao novčani izraz njihove vrednosti i kao određena količina novčane robe, u uslovima papirnog novca (a kasnije i kreditnog) cena se često formira i izvan stvarnih troškova reprodukcije, sve više vezana za masu prometnih znakova u opticaju. Količina papirnog novca u opticaju određena je količinom stvamog zlatnog novca koja bi bila potrebna za nesmetano odvijanje proširene reprodukcije. Istovremeno je time i određen jedan od osnovnih elemenata za određivanje vrednosti papirnog novca u savremenoj priv.edi – to je vrednost potrebne količine zlata koju papirni novac reprezentuje.

Modemi novčani sistem papirnog novca pokazuje da je to definitivan državni novac koji obavlja funkciju prometa i plaćanja. To je papir utvrđene forme i nominale, bez svoje unutrašnje vrednosti, lišen metalnog pokrića. Budući da nema svoju supstancnu vrednost, ni pokriće u zlatu, osnovno obeležje papirne valute jeste „da je on relativno bezvredan novac, koji se u prometu mora primati u neograničenim količinama", pošto ga je država proglasila definitivnim zakonskim sredstvom prometa i plaćanja. Monopol na izdavanje papirnog novca dobija država, odnosno centralna državna emisiona banka.

Vrednost papirnog novca osigurava se njegovim prometnim funkcijama utoliko potpunije ukoliko se više različitih roba može za njega dobiti.[28] Vrednost novčanice se nije mogla znatnije podići iznad vrednosti njom predstavljene količine ziata, jer bi zlato počelo da istupa umesto novčanica, ali kod papirnog novca ta zakonitost otpada, nestaje. Ona se može smanjivati, i to prema tome koliko se manje drugih roba, uključivši zlato, za njega dobije. Ukoliko se više raznovrsnih i kvalitetnih roba dobije za taj novac, utoliko mu je vrednost veća, ali i to do granice do koje se dobije njime određena količina zlata. „Preko toga vrednost papirnog novca ne može znatnije preći, jer bi na njegovo mesto stupio zlatni novac". Vrednost papirnog novca zavisi, dakle, od pokrića robama

[28] „Količma papirnih cedulja odreduje se... količinom zlatnog novca koji bne zastupaju u prometu, a kako su one vrednosni znak samo ukoliko zastupaju ziato, njihova je vrednost naprosto određena njihovom količinom... (istakao S.K.). Odvojene od svog funkcionalnog postojanja one se pretvaraju u ništavne hrpe papira" (K. Marks: Prilog kritici političke ekonomije, str. 105).

i masom roba koje mu stoje nasuprot. Danas pored papirnog novca imamo količinu plemenitog metala. Prisilan tečaj mogu imati i razni oblici državnih vrednosnih papira, obveznice, bonovi i dr., koji cirkulišu u prometu i koji se moraju primati u određenom obliku u procesu cirkulacije. Zbog svega toga i određivanje „potrebne količine novca" u opticaju prema potrebama privrednog razvoja, danas je postalo jedan od najsloženijih zadataka ekonomske i monetarne politike.

Papirni novac unutar nacionalnih granica svake zemlje u potpunosti je zamenio raniji punovredni zlatni novac, ali se tu njegova moć i završava. Izvan granica zemlje on prestaje u međunarodnim plaćanjima preuzima punovredni robni novac, zlato (sve do nedavno), međunarodno prihvaćena konvertibilna sredstva plaćanja ili drugi medij koji je prihvaćen kao međunarodni novac (SPV). Zlato je najduže u međunarodnim plaćanjima zadržalo ulogu svetskog novca, kojeg svako prima i bez prinude, sve do nedavne demonetizacije zlata (1976. godine).

GLAVA TREĆA

SAVREMENI NOVAC I PRIVREDNA AKTIVNOST

1. DELOVANJE NOVCA NA EKONOMSKU AKTIVNOST

Teorija novca i istraživanje uloge novca u procesu društvene reprodukcije spadaju u jedno od najsioženijih, istovremeno, najrazvijenijih teorijskih delova političke ekonomije, ali i savremene ekonomske teorije uopšte.

Brzim razvojem kreditnog novca, posebno posle nestanka metalnog standarda, i njegovim aktivnim korišćenjem od savremene kapitalističke države, preko vrlo razvijenog mehanizma novčanog regulisanja, došio je do pojave dva suprotna efekta: prvo, dolazi do porasta elastičnosti novčanog opticaja, i drugo, do sve šireg korišćenja tog mehanizma u državno–monopolističkom kapitalizmu, što je praćeno zaoštravanjem kriznih stanja i disproporcija u gotovo svim savremenim privredama. To je dovelo, posebno u poslednje dve decenije, do širih istraživanja kako prirode i uloge novca u savremenoj privredi, tako i porasta značaja opšte . teorije novca u okviru savremene ekonomske nauke. Analiza novca i novčane sfere reprodukcije sve više se vezuje za istraživanje hronične nestabilnost savremene privrede, privrednog rasta i zaposlenosti. Paralelno sa istraživanjem prirode i oblika savremenog novca, kao i njegove uloge u privredi, dolazi i do šireg istraživanja složenih odnosa monetarnih faktora i realnih faktora reprodukcije, što služi kao osnova za vođenje više ili manje efikasne monetarne i makro–ekonomske politike. Mešanje države u privredni razvoj postalo je u savremenim privredama dominantno, pretvarajući se često u neophodan elementa funkcionisanja kapitalističke privrede i reprodukcije društvenog kapitala. Novac u tome zauzima' svevažnije mesto. Savremene države, u regulisanju konjunkture, koriste monetarno–kreditne mere što je povećalo značaj istraživanja monetarnih problema.

Gledanja na ulogu novca u privredi menjala su se iz osnova u poslednja dva stoleea, i to od shvatanja novca kao osnovnog instrumenta u regulisanju privrednih tokova i sredstava ekonomske stabilizacije, do odbacivanja shvatanja o aktivnoj ulozi novca i nepoverenja u opštu efikasnost monetarno–kreditne politike.

Od šezdesetih godina teorija novca i shvatanje uioge novca u privredi ponovo postaje značajno. Novac i monetarna politika u razvijenimkapitalističkim privredama igraju sve veću ulogu u programima razvoja i stabilizacije, dok istraživanje dclovanja novca u privredi dobija sve veće razmere. Od pasivne uloge novca u privredi (vezane za zlatni mehanizam i novac pune unutrašnje vrednosti – robni novac), prelazi se na novac kao aktivan faktor, a često i „rešavajući" faktor u odvijanju procesa reprodukcije (preko vrlo razvijenog' kreditnog sistema).

Umesto klasične teze „novac nije važan" dolazimo do teze „samo novac je važan" (monetaristi).

Aktiviranje novčanog regulisanja i porast značaja teorijskih istraživanja uloge novca, doveli su do porasta interesovanja i za funkcionisanje celokupne novčane sfere rcprodukcije. Posledica je da je to postalo jedno od najšire razmatranih područja političke ekonomije kapitalizma. S ovim problemom i otvorenim pitanjem sve više se susreće i ekonomska teorija svih privreda, posebno u pogledu delovanja novca u privredi i efekata koji mogu da se postignu „upotrebom" novca na području dinamike i stabilnosti ekonomskog rasta, ostvarenjem pune zaposlenosti i uravnotežavanjena plataog balalisa, razmatranjem prirode i uloge novca – u klasičnom i savremenim ekonomskim teorijama. Klasična teorija je polazila od novca kao neutralnog faktora ili „novčanog vela" u procesu samoregulisanja privrednih tokova i stalne ekonomske ravnoteže u privredi. Novac samo olakšava i omogućava ostvarivanje i očuvanje stalne ekonomske ravnoteže i pune zaposlenosti rada *i* kapitala. Takva doktrina se i danas zapaža u brojnim radovima neoklasične teorije novca.

Savremena monetarna teorija ugrađuje novac u ciklično ponašanje ne samo kapitalističke privrede (pri čemu se ekonomski sistem kapitalizma i dalje razmatra kao sistem unutra dosta stabilan i konzistentan, da se krizna stanja vezuju ne za zakonitost kapitalističkog načina proizvodnje i raspodele – kapital odnos), već za loše funkcionisanje novčanos sistema i slabo vođenje monetarne politike (poznata monetarna teorija cikla).[29] Regulisanjem mase novca u opticaju objašnjava se i savremeni ciklus u kapitalizmu.[30] Moderna monetarna teorija prelazi na aktivnu uiogu novca i monetarne politike i njihovo delovanje na visinu i raspodelu nacionalnog dohotka, cene, zaposlenost, ponašanje investicije i štednje, platno–bilansnu neravnotežu i odnose u ekstemoj ekonomiji. Radi se, dakle, o prihvatanju teze o brojnim i složenim uzajamnim odnosima novca i drugih realnih agregata privrede.

Regulisanjem novčane i kreditne mase regulišu se privredni tokovi, posebno agregatna tražnja, korišćenje kapaciteta, zaposlenost, uvoz, izvoz i dr. Kada se restriktivnom monetarnom politikom želi stabilizovati privreda, a pretera se sa korišćenjem monetarnog faktora, često dolazi do inflacije, depresije i nezaposlenosti. Krajnosti monetarizma i zloupotreba novca sve su češći u monetarnim privredama, u kojima se novac sve više koristi za ciljeve izvan njegovih normalnih prometnih funkcija (finansiranje budžetskog deficita, vojni rashodi, preterana emisija novca i kredita).

Mnoge savremene teorije novca vuku svoj koren iz 18. i 19. veka, kao što je slučaj s neokvantitativnom teorijom novca koja se razvila iz kvantitativne teorije (od pre nekoliko stotina godina). Stoga je danas sve teže utvrditi granice gde počinje, a

[29] Ovim pitanjem se počinju baviti mnogi svetski i domaći ekonomisti koji se nikada time nisu bavili, a drugi su shvatili da nepoznavanje monetarnih fenomena predslavlja za njih veliku prazninu koju je neophodno popuniti u daljem ozbiljnijem istraživačkom radu (videti: J. K. Galbrait: Money, Weice it Game, Where It Went, Boston, 1975), „Novac – odakle dolazi. kuda odlazi".

[30] M. Fridman: Teorija novca i monetarna politika, izd. Rad, Beograd, 1972.

gde završava teorija novca, odnosno gde nastaje teorija formiranje cena, formiranje i raspodela dohotka, formiranje potrošačke i investicione tražnje i dr. Novac se organski vezuje za sve tokove reprodukcije i na njih deluje, kao i obmuto.

Danas se veliki broj monetarnih teorija i dalje bavi samo procesom „stvaranja novca", prirodom novca, novčanim oblicima, vrednošću i funkcijama novca, što ovaj problem stavlja u vrlo uske granice istraživanja. Pri tome se među njima i dalje postavlja stalno pitanje: Šta je vrednost savremenom novcu, metalizam, nominalizam, savremeni intervencionizam i dr. (uz noviji pristup u pogledu kvantitativnog određivanja delovanja novca i promena vrednosti novca u makroodnosima u privredi). Istina, da bi se shvatilo delovanje novca u privreći i mogućnosti i granice monetarne politike, neophodno je prethodno dobro poznavati nastanak, prirodu i genezu savremenog novca. U teorijskim istraživanjima i danas se dosta pažnje posvećuje prirodi i razvoju novčanih formi i sistema, vrednosti i promenama vrednosti novca, a zatim odnosima novca i cena (koji dolaze u samo središte interesa ne samo monetarne, već i ukupne ekonomske politike) posebno u poslednjim godinama razvoja uz sve brži razvoj inflacije i nestabilnosti. U tom delu neophodna su istraživanja danas dominirajućih monetarnih teorija, počev od primitivne kvantitativne teorije, preko kejnzijanske teorije novca do savremene neokvantitativne teorije, odnosno novih pokušaja „sinteze" monetarizma i kejnzijanizma, ali valkorizujući teorije iz savremenog aspekta, odnosno utvrđujući njihovu validnost u danas potpuno izmenjenim odnosima u svim privredama u svetu.

Savremena istraživanja sve više se prenose na delovanje monetarnog mćhanizma, a zatim odraz tendencije monetarnog impulsa na monetarnu politiku i uopšte ekonomsku politiku. Da bi se takvi složeni procesi i delovanje novca u privredi mogli istraživati i izučavati, potrebno je da se da i instrumentalno ustrojstvo savremenih novčanih sistema i bankarskog sistema, a zatim ciljevi i efikasnost instrumenata savremene monetarne politike.

Očiti nedostaci klasične kvantitativne teorije novca 1 celokupnog sistema, u prelazak buržoaske teorije na kejnzijanski sistem regulisanja ekonomije, značajno su se odrazili i na monetarnu teoriju. Novac i monetarna politika postaju neposredni faktor kojim se neposredno utiče na mehanizam uspostavljanja privredne ravnoteže. To je približlio monetarnu teoriju problemima cikličnog kretanja savremene privrede, odnosno njenom stalnom podešavanju fazama visoke konjunkture lii recesije i drugim oblicima danas narušene ravnoteže u privredi. Ulaženje i spajanje monetarne teorije s teorijom cikla i makroekonomskom teorijom postalo je toliko da je đajias teško razdvojiti imosiefarae odl reaEmh agregata i delovanja u prirodi. „Nesumnjivo da su oblasti obuhvaćene monetarnom teorijom, teorijom kompenzacionih fiskalnih mera i teorijom privrednih ciklusa međusobno tesno povezane i isprepletene... Teorija privrednog ciklusa u značajnom stepenu je i fiskalna teorija, koja se opet, dosta razvila iz monetarne teorije...".[31]

[31] T. Villard: Money Theory – A Sruvev of Contempory Economics, Homewood. 1943. str. 315.

2. NOVAC, MONETARNA TEORIJA I AGREGATNA EKONOMSKA TEORIJA

Monetarna teorija se ne ograničava više na objašnjavanje samo prirode, vrednosti i promena vrednosti novca. Poslednjih godina ona je proširena' uključujući u sebe agregatnu ekonomsku teoriju. „Teorija novca se prepliće sa drugim oblastima, posebno s teorijom određivanja dohotka i zaposlenosti, teorijom industrijskog ciklusa, teorliom međunarodnih valutnih odnosa, fiskalnom politikom i teorijom raspodele."[32]

U monetarnoj teoriji se danas sve manje postavlja pitanje: šta je novac?, već kako se stvara, ko njime raspolaže i kako deluje na ekonomsku aktivnost i podsisteme ekonomskog sistema, odnosno kako njime efikasno upravljati. Znatno je češće i istraživanje mehanizma uzajamnog delovanja novčanih i realnih faktora reprodukcije, dok, s druge strane, klasičan pristup monetarnim fenomenima, a pre svega istraživanje novčanih sistema, određivanje novčane jedinice i sl., definitivno odlazi u drugi plan, postajući time samo element monetarne istorije. Monetarna teorija se sada tretira kao „teorija o uticaju novca na ekonomsku aktivnost". Postoje i šira shvatanja koja za predmet monetarne teorije uzimati izučavanje „finansijskog sektora ekonomije i njegovo uzajamno delovanje s nefinansijskim ili realnim sektorom",[33] a to znači delovanje novca u svim fazama društvene reprodukcije.[34] U modernoj teoriji sve je češće shvatanje da je osnovno područje monetarne teorije istraživanje uzajamnog delovanja monetarne sfere i drugih agregata privrede, pre svega promene realnog nacionalnog dohotka i zaposlenosti proizvodnih faktora, promena nivoa cena, rasppdela dohotka i bogatstva, i sl. što predstavlja centralnu funkciju ove teorije.

Zbog toga u poslednje vreme monetarna teorija sve više istražuje sledeće odnose i veze:

1. Povedzanost mera monetarno–kreditne politike i promene novčane mase u privredi «(ukupne i u strukturi),
2. Povezanost promena novčane mase i tražnje robe i usluga, odnosno povezanost i međusobno delovanje novčanog robnog tnJušta,
3. Povezanost između ukupne tražnje i dinamika proizvodnje, zaposlenoseti i nominalnih dohodaka s jedne, i nominalne i realne količine novca sa dmge strane,
4. Povezanost novca, dohotka i kamatne stope,
5. Uticaj deficitarnog finansiranja na efikasnost monetarne politike i delovanje novca na privredna kretanja.

Monetarna teorija u istraživanju privrede i delovanja novca, može tim problemima da pristupi na dva načina: 1) Kvantitativno, 2) Kvalitativno.

„Cista" monetarna teorija do sada je istraživala, uglavnom kvantitativne osobine novca (priroda novca, oblici novca i njihova klasifikacija, funkcije novca, kupovna snaga

[32] Riddings in Monetary Theory, London. 1952. str. 457.
[33] E. Kaufmann: Current Issues In Monclary Economics and Policy, New York, 1969, str. 6.
[34] Sve je to u duhu savremenih shvatanja aktivne uloge novca u privrednom sistemu i ekonomskom razvoju. nasuprot neutralnog novca iz klasične ekonomske teorije.

novca i faktori kupovne snage i dr.). Međutim, ona je danas zamenjena kvantitativnim odnosima i mehanizmom brojnih veza novČanih i realnih faktora u reprodukciji. Kvalitativno istraživanje novca sve više ustupa mesto funkcionalno–empirijskoj analizi. To ne znači da su fundamentalna pitanja prirode i razvoja novca, novčanih funkcija, formiranja vrednosti savremenih oblika novca i dr. rešena u buržoaskoj monetarnoj i ekonomskoj teoriji.

Kvantitativni pristup u monetarnoj teoriji polazi od sfere novčanog opticaja i uticaja novca na različite makroagregate i sektore privrede. Istražuje se problemi odnosa štednje i investicija, kamate i investicija, „kreditnog ciklusa", delovanje novca na stabilnost dohotka i zaposlenost i dr., što postaje osnova savremene monetarne teorije. Uzajamno delovanje monetarnih i nemonetarnih faktora, modeliranje novčanog opticaja i reagovanje određenih privrednih parametara na novčani opticaj, uloga novca u reprodukciji, kanali uticaja novčane sfere na realne faktore reprodukcije, mesto novca i kredita u savremenom državnom regulisanju ekonomije, dobijaju posebno mesto u tome.[35]

Spajanje teorije novca sa makroekonomskom teorijom i podčinjavanje kreditno–bankarskog sistema problemu vođenja „potrebne količine novca", sve veći interes za „upravljanje" novčanom masom u sklopu opšteg regulisanja ekonomike, a zatim sve slabije veze između unutrašnjeg novčanog opticaja i međunarodnih monetarnih odnosa, kreditni karakter savremenog novca i dr. – dovode do pretvaranja novca u vrlo snažan instrument državnog intervencionizma u gotovo svim savremenim privredama. Time se produbljuje integracija problema novca u probleme makroekonomije.

[35] O problemima novca i stalne ekonomske ravnoteže u klasičnoj teoriji videti Sire u knjizi: dr S. Komazec: Slrategija stabilizacije ekonomskog sistema, NIP. Štampa, Šibenik, 1973. i Monetarna **i** finansijska ekonomija, 1984.

TREĆI DEO

INFLACIJA I DEFLACIJA

3

GLAVA PRVA

PROMENE UNUTRAŠNJE VREDNOSTI NOVCA

1. KUPOVNA SNAGA NOVCA MONETARNA NESTABILNOST

Unutrašnja vrednost n vca zasniva se na kupovnoj snazi novca koju novac ima na domaćem tržištu, od jsno u količini robe i usluga koje se mogu dobiti za određeni broj novčanih jedimca dobije veća ili manja količina robe i usluga. Veća kupovna snaga označava veći broj roba i usluga koji se dobija za novčanu jedinicu. I suprotno tome, manja kupovna snaga znači manji broj roba i usluga za novčanu .edinicu. Stoga se često i ističe da je „stabilan novac sinonim stabilnosti privrede".

Kupovna snaga novca se dobije iz odnosa ukupno raspoloživih robnih fondova (društvenog proizvoda) po tekućim cenama i raspoložive količine novca koja mu se nalazi nasuprot – kao novčana kupovna snaga (efektivna novčana tražnja) na tržištu. To je, dakle, prometna vrednost novčane jedinice. Kako se radi o robnim fondovima po tekućim cenama, na kupovnu snagu novca pored mase proizvoda i produktivnosti rada, direktno deluju i cene. Promene cena i kupovne snage novca su u obrnutoj srazmeri.

$$W = \frac{1}{P} \quad \text{ili} \quad \frac{1}{P} = \frac{T}{MV}$$

pri čemu je W – kupovna snaga novca, P – cena robe i usluga, T – transakcije.

Cena robe i kupovna snaga novca samo se kolebaju oko stvarne vrednosti (prema količini tekućeg stvarno opredmećenog rada u nekoj robi), s obzirom na odstupanja ponude i tražnje na tržištu, kao i razne oblike intervencioznima na području cena koji autonomno određuju cene, bez obzira na stvame troškove reprodukcije.

S druge strane i količina novca u prometu se menja, što može da uzrokuje promene cena, odnosno promenu kupovne snage novca.

Kod depozitnog (kreditnog) ili bankarskog novca posebno dolazi od izražaja činjenica da njegova vrednost (kupovna snaga) zavisi od vrednosti robe koja na tržištu

stoji nasuprot njemu. Međutim, postoji nekoliko karakterističnih slučajeva koji dovode do nepodudaranja ponude i tražnje na tržištu:

1. Događa se, da se novac pojavi na tržištu, a da se roba još ne pojavi na trži^tu i ne poveća adekvatne robne fondove. Novokreirani novac se javlja kao Uažuja na tržištu, ali ne nailazi na odgovarajuće proizvodne vrednosti (robe).
2. Proizvođači nude robu na tržištu koja nije rezultat sada nastalog novca i kredita (već iz ranijeg procesa reprodukcije, koji je finansiran u ovom periodu), što poveeava ponudu robnih fondova, nasuprot nepromenjenoj novčanoj tražnji.
3. Novac koji se nalazi u opticaju ne javlja se u cclini kao efektivna novčana tražnja na tržištu, što dovodi do raskoraka (manjka) novčane tražnje u odnosu na date robne fondove.

U sva tri slučaja kupovna snaga odstupanja od vrednosti novca u datom periodu.

Istina, na formiranje efektivne tražnje i kupovne snage novca ne deluju svi oblici novca (tekući novac, ograničeni depoziti, sredstva akumulacije kod banaka i privrednih subjekata), već uglavnom oni oblici novca koji se javljaju na tržištu formirajući neposrednu tražnju rofoe i usluga, odnosno oni oblici novca koji se pretvaraju u tražnju i preko nje u razlicite oblike potrošnje (ličnu, investicionu, opštu). Time je uspostavljena ipoznata veza između formiranja mase novca u privredi, generisanja potrošnje, pritiska tražnje, pomeranja cena i njihov odraz na kupovnu snagu novca.

Iz navedenog se jasno uočava da svaki rast cena negativno deluje na kupovnu snagu novca. Inflacija uništava (obara) kupovnu snagu novca, tako da je za dati obim materijalne proizvodnje potrebna sve veća masa novca, uz određeni rast cena, da bi se izvršile određene robno–novčane transakcije. To je uočeno već u poznatoj transakcionoj **varijanti** kvantitativne teorije novca

$$M \cdot V = P \cdot T$$

ili

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

Pod pretpostavkom da je brzina opticaja (V) konstantna i da je data masa proizvoda i usluga (T), porast cena dovodi đo rasta novca u opticaju. Međutim, kako će se ponašati kupovna snaga novca zavisi od velikoj broja mogućih kombinacija niza faktora koji u tom procesu deluju i koji se istvoremeno menjaju.

Uz konstantnu ponudu robe cene će se povećati i kupovna snaga novca opasti, samim povećanjem novčanog opticaja (M • V), bez obzira da li je to toga došlo povećanjem mase novca (M) ili njegove brzine opticaja (V), ili istovrerhenim povećanjem oba faktora. Ista posledica će nastupiti kada je MV konstantno, a da dođe do opadanja ponuđe robe b usluga na tržištu.

Suprotno tome, kupovna snaga novca će se povećati kada se poveća masa proizvoda i usluga T (uz date cene), a novčani opticaj (MV) ostane nepromenjen. Kupovna snaga će ostati nepromenjena pri istovremenom i paralelnom pomeranju ponude robe i usluga i novčanog opticaja (efektivne novčane tražnje na tržištu).

Time kupovna snaga novca (1/p) zavisi od četiri faktora: 1) Količine novca u .opticaju, 2) Brzine opticaja novca, 3) Mase proizvoda i usluga i 4) Cene proizvedenih

i ponuđenih na tržištu robe i usluga. Problem modemih privreda je utome što se svi navedeni faktori istovremeno **menjaju** i to najčešće različitom brzinom i intenzitetom.

Postoje tvrdnje da u privredi s nepotpunom zaposlenošću proizvodnih faktora povećanje mase novca ima za posledicu porast korišćenja kapaciteta i rada, porast proizvodnje i da stoga nema.odraza na kupovnu snagu novca (njen pad). Međutim, to je nerealna pretpostavka pri kojoj veća masa novca dovodi do aktiviranja neuposlenih faktora proizvodnje i dalje, sve dok postoje neuposleni faktori proizvodnje – veća masa novca ne pokreće cene naviše. Naprotiv, u modernim privredama – veća masa novca zbog niza faktora (o čemu kasnije govorim'o) primarne, a često i jedine efekte pokazuje na ppvećanju cena, bez dodatnog porasta zaposlenosti (često se **ovq** prenosi na povećanje uvoza umesto porasta proizvodnje).

Svaka zemlja nastoji da kroz svoju ekonomsku politiku održava kupovnu snagu novca stabilnom, ako ne i da je poveća. Očuvanje stabine kupovne snage otklanja negativn ekonomsko–političke posledice koje promene novca povlače za sobom. „Kriza novca" i pretvaranje novca u samostalni faktor u pojavi opšte ekonomske neravnoteže ukazuje na činjenicu da se danas pred kreditno–monetarnu politiku svake zemlje postavlja vrlo odgovoran zadatak: 1) Snabdevanje **privrede** „potrebnom količinom novca" **u** prometu, odnosno likvidnosti reprodukcije domaće privrede, 2) Očuvanje kroz to što stablinije likvidnosti **u** međunarodnim plaćanjima (i deviznog kursa). Tačnu količinu novca u toku privrednog razvoja nije moguće egzaktno utvrditi, posebno iz razloga što se ne može tačno utvrditi brzina novčanog opticaja pojednih oblika novca, visina izvršenja tezauracije **nov**ca, vrednosti robe koja se kompenzuje, visina prebijanja, ali i zbog činjenice da se svi navedeni elementi stalno menjaju u procesu razvoja privrede. Na taj način je teško voditi politiku „optimalne novčane mase" u privredi.

2. EKONOMSKI RAZVOJ I FAKTORI KUPOVNE SNAGE NOVCA

Ekonomski razvoj je vrlo složena pojava, u njemu deluju mnogobrojni faktori koji pokazuju različite, čak suprotne tendencije, te da je u tako složene privredne tokove potrebno integrisati novac, odnosno monetarnu (novčanu) politiku;

Monetarna politika je, pre svega, određena realnlm kretanjima u privredima, koje istina i sam monetarni faktor olakšava, odnosno omogućuje. Stoga su a priori pogrešhi stavovi nekih ekonomista, koji u monetarnim faktorima gledaju isključivo uzroke poremećaja u privrednom razvoju, odnosno nestabilnosti privrede. Nepovoljna kretanja unutrašnje kupovne snage novca posledica su kretanja reprodukcije, realnih faktora u proizvodnji i raspodeli (proizvodnja, prcduktivnost rada, sistem raspodele, razmena i delovanje tržišta, potrošnja, državni intervencionizam u privredi i dr.).

Monetarno–kreditna politika predstavlja, i pored primata realnih faktora reprodukcije, vrlo snažnu polugu u kietanju i usmeravanju ekonomskog razvoja. U tom „naprezanju" monetarne politike, da ubiaži nepovoljna kretanja reprodukcije, odnosno da

stimuliše povoljna privredna kretanja (konjunktum), često se novčani faktor pretvara u autonoman faktor nestabilnosti. Ovo posebno dolazi do izražaja zbbg činjenice što nije moguće precizno odrediti „potrebnu količinu novca u prometu", tako da nije moguće a priori ni odrediti i očuvati potpuno stabilnu unutrašnju kupovnu snagu novca. Postizanje i očuvanje potpune stabilnosti kupovne snage novca zahtevaio bi gotovo apsolutnu ravnotežu u ponudi i potražnji robe u privredi, zaposlenost, u odnosima investicija i akumulacije (štednje) i dr. To bi, dalje, značilo gotovo stagnaciju i "zamrzavanje odnosa u privredi. S obzirom na to da je privredni razvoj dinamičan proces, praćen dubokim diuštveno–ekonomsldm promenama, uslovljen brojnim unutrašnjim i spoljašnjim faktorima – to se apsolutaa monetarna ravnoteža (kao ekonomska ravnoteža) mora smatrati samo kao teorijska pretpostavka. Novac, kao i ostali faktori u privrednom razvoju, podložan je stalnim promenama.

Osnovne promene u unutrašnjoj vrednosti novca, odnosno kupovhoj snazi novca koju novac ima na unutrašnjem tržištu, vezane su za pojave inflacije i deflacije. Ove monetarne fenomene ćemo u narednim izlaganjima nešto detaljnije proučiti. To znači da je kupovna snaga novca danas najneposrednije vezana za. rašt cena u modernim privredama (inflaciju), a ovo ukazuje na činjenicu da stalno opada kupovna snaga savremenog novca.

GLAVA DRUGA

TEORIJE INFLACIJE I MEHANIZAM INFLACIJE

1. POJAM I VRSTE INFLACIJE U SAVREMENOJ MONETARNOJ TEORIJI

Inflacija kao pojam potiče od latinske reči infiatio, što znači naduvavanje ili nadimanje. U ekonomskoj literaturi u smisiu naduvavanja novčanog opticaja počela se upotrebljavati tek od 1864. godine (od američkog građanskog rata i velike emisije novčanica „green–becksa" s visokim rastom cena).[36]

Problem inflacije izazvao je posebnu pažnju ekonomista, tako da je o ovom problemu napisana vrlo obimna Siteratura. Prema jednom autoru, da bi se ta literatura samo pročitala radni vek čoveka bi trebao biti 200/ godina, a danas 400 godina. Veliki interes koji danas vlada za fenomen inflacije, sigumo je posledica njenog stalnog prisustva, ali i spoznaje da je ostalo mnogo nerešenih, osporavanih, kontroverznih stavova i problema u vezi s njom.

U pogledu definicije inflacije, postoje uglavnom dve grupe brojnih autora, jer, koliko se javilo autora, toliko postoji različitih definicija inflacije. Mi ćemo ih podeliti u dve osnovne grupe, to su starija i novija. shvatanja inflacije.

1) MONETARISTIČKA (STARIJA) SHVATANJA INFLACIJE

Starija shvatanja bi se mogla smatrati pretežno monetarističkim, jer polazeći od simptoma inflacije, ovu pojavu definišu kao stanje u kojem usled povećanja novčanog opticaja, nastupa defmitivno smanjenje vrednosti novca u zemlji izraženo u opštem povećanju cena. Inflacija je povećanje novčanog opticaja, koje ima za posledicu povećanje cena.

[36] Vlada **je** u periodu građanskog rata (! 861 –1865. godine), zbog finansiranja ratnih rashoda emitovala nekonvertibilne novcanice u pravi novac tzv. „greenbecks" (u visini od 450 miliona). One u toku rata gube na vrednosti prema stvamom novcu gotovo 200%, za koliko su i povećane cene. (Inflacija se prvi put susreče u knjizi Aleksandra Delmara: Velika papirna obmana ili približavanje finansijske cksplozlje, New York, 1864).

Problem inflacije, dakle, nastaje, prema ovim shvatanjima, kada se kolicina novca menja bez odgovarajućih promena na strani ponude robe tako da takve promene deluju na rast cena. Kada se povećanje mase novca zaustavi, dolazi do zaustavljanja rasta cena na nivou formiranog novčanog opticaja.

Svi stariji autori u nas smatraju da porast novčanog opticaja ukoliko nije praćen odgovarajućim rastom proizvodnje uzrokuje rast cena dakle vodi inflaciji.

Razlozi takvom shvatanju, kao i u građanskoj monetarnoj teoriji, leže u činjenici da su sve velike inflacije i katastrofalni pad vrednosti novca bili vezani za preteranu emisiju nekonvertibilnih (papirnih) novčanica. Tako je na tržištu stvorena enormno velika novčana tražnja, prema ograničenim robnim fondovima odnosno situacija da „suviše velika količina novca juri za suviše malom količinom robe".[37]

Prema teoretičarima zlatne valute, inflacija može nastupiti samo kod „slobodne" papirne, dok je to nemoguće kao pojava kod zlatne ili „vezane valute". Time se kao inflacija smatralo svako povećanje novčanog opticaja koji je preiazio visinu propisanog metalnog pokrića novca. Međutim, stvarnost je pobila ove tvrdnje. Veliki priliv zlata, koji je usledio u SAD u Švedskoj (kao neutralne zemlje) u toku prvog svetskog rata, prouzrokovao je u tim zemljama porast cena, zbog porasta opticaja novca i tražnje (tako da je Švedska morala ograničiti i zabraniti dalji priliv zlata pri kraju rata).

2) NOVI PRISTUPI INFLACIJI

Nova shvatanja fenomena inflacije razlikuju se od starijih po tome što unose mnogo novih elemenata u monetarnu nestabilnost privrede:

1. Konstatuje se mogućnost postojanja inflacije i bez stvarnog porasta cena kao površinske manifestacije inflacije.
   Prema tim shvatanjima, uzroke treba tražiti u postojanju monopola, državne intervencije u kontroli cena i sl., što je značajan doprinos teoriji inflacije. Time se poiazi od činjenice da isiflacija može postojati i bez rasta cena. Zbog delovanja monopola i državne intervencije do izražene pojave neelastičnosti cena.
2. Sve više se ispoljavaju slučajevi da uz povećanje novčanog opticaja, cene ostaju stabilne, kao i da dolazi do rasta cena i kada država novčani opticaj strogo drži pod kontrolom i ne povećava ga. Time se stvara nova osnova za istraživanje osnovnih uzroka i prirode savremene inflacije, jer ona ne važi samo za promene mase novca u opticaju.

Nova shvatanja i istraživanja inflacije polaze od uzroka nastanka već samog inflacionog pritiska, koji može da nastane u proizvodnji, odnosu investicija i štednje (linflacioni gep), u ponašanju zaposlenosti, potrošmje (kao i njene strukture), troškvoa reprodukcije, stanja i ponašanja platnog i trgovinskog bilansa, promena u raspodeli nadonalnog dohotka i svim segmentima gde se taj inflacioni pritisak može pojaviti. Nova koncepcija, dakle, kao indikator infladje ne uzima samo rast cena.

[37] Takvi tipovi inflacije nastajali su uglavnom u ratnim i stičnim nesređenim privrerJnim i flnansijskim prilikama, kada doiazi do ogromnog rasta javnih rashoda, posebno za finansiranje rata, a zbog pađa privatne aktivnosti dolazi do smanjenja poreskih prihoda, tako da je za pokriće nastalog budžetskog deficita država primorana da se zadužuje kod centralne banke (kada nastaje čista, nepokrivena emisija novca). inflacija obično poprima spiralni tok, pretvarajući se u hiperinflaciju, kadadolazi do progresivnog obezvređivanjanovca.

Umesto globalne kategorije (novčani opticaj) upotrebljavaju se precizniji izrazi kao „novčana efektivna tražnja", kupovna snaga novca, ponuda robnih fondova, tražnja kupovnih fondova i dr., s obzirom na mogućnost da uz istli novčanu inaasu, novčana tražnja bude različita. Nova teorija ne polazi samo od novčane mase, već uzima u obzir i niz novih momenata, koji dovode do preterane tražnje.

Prelazi se sa površinskih manifestacija inflacije (porasta cena) na istraživanje uzroka koji dovode do inflacije, kao i poremaćaja u razvoju privrede koji se mogu tretirati kao inflacione promene. Povećanje cena shvatio se samo kao posledica i produkt tih poremećaja u privredi.

Svaki porast novčanog opticaja nužno ne izaziva povećanje cena. To je već uočio i Keynes,[38] ističući da porast efektivne iražnje podiže cene samo tada kada postoji puno korišeenje kapaciteta i puna zaposlenosl radne snage. Takvo shvatanje prihvata najveći broj savremenih monetarnih teoretičara.

Suština infiacije, prema novim shvatanjima, nije u porastu cena, već u poremećaju robno–novčanih odnosa u kojem „efektivna novčana tražnja previadava nad ponudom robe i usluga, bez obzira da li se takvo stanje odražava ili ne na povećanje opšteg nivoa cena".[39] To znači da ukoliko je efektivna tražnja 1.000 jedinica, a ponuda 800 jedinica, onda nastali „inflacioni jaz" mora da se pokrije ili izravna kroz porast cena. Ovakvi globalni odnosi mogu se nalaziti u ravnoteži, ali u strukturi ponude **i** tražnje nastao je raskorak, tako da i uz uslov globalne ravnoteže ponude i tražnje, može da se pojavi strukturni poremećaj inflacije.

Potpuna ravnoteža ponude **i** tražnje je izuzetno retka pojava, tako da savremeni razvoj karakteriše permanentna destabilizacija, odnosno postojanje inflacije ili deflacije.

U ekonomskoj politici postoje, uglavnom, dva generalna stava o osnovnom pitanju: da li kod porasta cena primarnu ulogu ima ekspanzija tražnje ili povećanje troškova pronzvodsije. Na toj osnovi formirana su i dva koncepta infiacije:

1. Inflacija tražnje (demand pull inflation, novčana inflacija), i
2. Inflacija troškova (cost push inflation).

Inflacija tražnje se javlja kada novčana tražnja re može biti pokrivena ponudom robe i usluga, bilo na nivou ukupne ponude, bilo na nivou određenih grana. Radi se o bržem rastu efektivne novčane tražnje od porasta robnih fondova.

O ovom obliku inflacije šire raspravljamo nešto kasnije.

Inflacija troškova se javlja kada je porast cena nastao porastom troškova proizvodnje, i to većih od porasta produktivnosti rada, a da pri tome ne postoji višak tražnje.

Mada se radi o brojnim faktorima iz obe grupe, koji se međusobno isprepliću, istraživanje uzroka inflacije u novije vreme u razvijenim zemljama ukazuje na sve veću prevagu stavova na stranai inflacije troškova proizvodnje.

Ekspanzija troškova proizvodnje vodi ekspanziji proizvodnje i, paralelno s tim, rastu svih oblika potrošnje: investicione, opšte i lične, čemu znatno doprinose i monetarni faktori. Povećanje troškova proizvodnje i sam rast proizvodnje dovodi do porasta cene i nove potrebe proširenja volumena novca i kredita u privredi. Stoga pokušaji da se ovakav razvojni tok, koji neminovno vodi u inflaciju, zaustavi monetarno–kreditnom politikom (restrikcijom) uobično vodi u stagnaciju i depresiju u privredi, što se danas po svaku

[38] J. M. Keynes: The General Theory..., str. 72.
[39] Dr M. Vučković: Savremeni problemi monetarne teorije i politike, izd. Naučna knjiga, Beograd 1960, str. 98.

cenu želi izbeći. Paul Samuelson u vezi s tim izjavljuje sledeće: ..Prirodno, protivan sam takvom rešenju (restrikciji), pa mofam da se prilagodim da živim u inflaciji. Problem inflacije je nedostatak modemih sistema, mešovite privrede s punom zaposlenošću, ali ja nisam raspoložen da se rešim sistema, da bih se rešio problema".[40]

Ovakvi modemiji stavovi u pogledu tumačenja fenomena inflacije rezultat su, pre svega, tendencija koje se javljaju u savremenoj fazi razvoja kapitalizma. Inflacija se sve više veže za ciklično ponašanje privrede i izmene strukture u razvoju **i** odnosima aimiHter **tih** privreda, za sve veći prodor države u regulisanju privrednih tokova, monopolizaclji težišta 3 pirolzvodnje, nove odnose u raspođeli nacionalnog dohotka i dr.

Na kraju, opšti rast cena, koji karakteriše savremeni razvoj u svetu, ostaje osnovna manifestacija inflacije, mada ne i jedina i najdublja. O ovom problemu savremene inflacije u svetu nešto kasnije će biti više reči.

Inflacija se može razlikovati prema sledećim karakteristikama:

- prema jačini ili intenzitetu;
- po dužini svog trajanja;
- po poreklu svog primamog nastanka, i
- po svom odrazu, odnosno mtkajra iaa ceme,,

1. Prema intenzitetu (kriterijum je brzina inflatornog procesa i stepen obezvređivanja novca), inflacije se dele na lake, srednje i hiperinflacije („galopirajuće inflacije"). Lake ili puzajuće inflacije običmo su one s godišnjim rastom cena proizvoda od 2 do 5%. Nastaju usled blaže ekspanzije kredita, manjih budžetskih deficita ili većeg priliva deviza. Srednja inflacija pokazuje nešto veći rast cena od 5–15%. Izraženije (jače) inflacije su s rastom cene od 15 do 40%. Hiperinflacije pokazuju potpuni finansijski krah jedne privrede. Cene i novčani opticaj dostižu astronomske cifre.[41] Monetarni organi gube mogućnost kontrole robno–novčanih tokova: ovakvo stanje vodi potpunom haosu u privredi i ftnansijama, stoga ne mogu dugo trajati, jer se pre ili posle, mora pristupiti valutnoj reformi i sređivanju finansija.[42]
2. Prema dužini tajanja inflacionog procesa, inflacija se deli na sekundarnu, jednokratnu i hroničnu. Sekundarna dugo traje, poprima blaži oblik, ima umeren rast cena, a retko kada prelazi u ubrzanu ili hiperinflaciju. Obično se vezuju za ciklično kretanje privrede, a često se smanjuje deflacijom. Jednokratne su kraće po svom trajanju, s nešto višim rastom cena i obično su uslovljene određenim izuzetnim merama u zemlji. Tako,, npr. naglo povećanje plata (Poljska 1956.), veće naglo zaduženje države kod centralne banke za deficitno finansiranje razvoja, velike elementarne nepogode. Cene se zaustavljaju tada na dostignutom nivou, a pokušaji – da se raznirn inerama deflacione politike snize cene, obično ostaju bez rezultata. Hronična inflacija je oštrija dugoročnija inflacija, s višom stopom cene i tendencijom progresivnog razvijanja iz godine u godinu, uz mogućnost pojave inflacione spirale bilo na reiaciji cene – troškovi, bilo na relaciji cene – plate.

---

40 P. A. Samuelson: Časopis L'expansion, IX. 1970.

41 Poznat je slučaj hiperinflacije iz 1923. godine kada je npr. 1 kg hleba koštao 428 milijardi maraka (Nemačka), 1 kg maslaca 5.600 milijardi, poštanska marka 100 rnilijardi itd. Brojneštamparije novcasu danonoćnožtampale nove novčanice kojih zbog ogromnog rasta cena nikada nije bilo dovoljno. Isplate plata vršile su se dnevno koje su se odmah trošile u prvim prodavnicama. Konačno je dollo do izbegavanja novca i prelaska na trampu (funkcije novca kao merila vrednosti i oslale novžane funkcije prelaze na robu, kao: cigarete, žitarice i sl.)

42 Na kraju ovog valutnog haosa, Ncmačka je morala sprovesti valutnu reformu.

3. Prema poreklu inflacija se može podeliti na:
   a. Uvezenu inflaciju, koja nastaje usled suficita ili deficita platnog bilansa, porasta cena na svetskom tržištu 5 „uvoza inflacije", kroz uvoz robe i kapitala, jer inflacija posebno u razvijenim zemljama stvara inflacionističke tendencije u dmgim privredama, s kojima one održavaju intenzivne trgovinske odnose, i
   b. Bomaćiu ijrafflaciju, koja nastaje usled delovanja brojnih internih faktora u dinamici i strakturi razvoja jedne privrede.
4. Prema mogućnosti odraza na ceine, inflacija se deli na aktivnu, koja se neposredno odražava na porast cena, i neaktivnu (prigušene), koja ne deluje, bar u početku, na rast cena, već se javlja samo kada se iskoriste svi proizvodni faktori i ostvari puna zaposlenost (tek tada prelazi u aktivnu inflaciju).[43]
5. Prema načinu nastanka inflacija se može podeliti na namernu kada se svesno preduzima da bi se izvršila preraspodela dohotka, deficitnim budžetskim sistemom finansiranja razvoja i dr. i nenamernu **ili** spontanu, koja nastaje spontano kao posledica disproporcija u privredi, ekonomskih teškoća i sl.

Inflacija se, dalje, može podeliti na prikrivenu 11 prigušeau, otvorenu ili slobodnu, neobuzdanu i hiperinflaciju ili galopirajuću. inflaciju.

3) PRIGUŠENA ILI KONTROLISANA INFLACIJA

Posebno je danas karakteristična prigušena ili prikrivena (kontrolisana) inflacija, a nastaje kao posledica primenjenih stabilizacionih mera ekonomske politike. Kontrola rasta cena i troškova proizvodnje obično se provode propisivanjem ili maksimiranjem plata, cena, većom štednjom, racionalisanjem potrošnje i investicija.[44]

Prema preporukama J. M. Keynesa obično je potrebno pristupiti sterilizaciji velikog dela kupovne snage s tržišta, stimulacijom i raspisivanjem javnih zajmova i nizom drugih mera.

Administrativna kontrola inflacije je deo državne ekonomske politike u suzbijanju manifestacija inflacije – 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 privrdi, 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 – prikrivenu lii prigušenu inflaciju. Prigušena inflacija može samo za izvesno, duže ili kraće, vreme odgoditi nepovoljne strane jedne otvorene inflacije, ali ma kako vešto i energično bila vođena, ni ona nije u mogućnosti da poništi negativna delovanja teških i dugotrajnih

---

43 Ukoliko se ne sprovode odgovarajuće mere inflacione polilike ova vrsta inflacije redovno prelazi u otvorenu (sekundarnu) inflaciju, a cesto i u galopirajuću inflaciju.

44 Kontrola cena, nadnica i profita, npr. u SAD zbog'obuzdavanja inflacije, trajala je od početka 1971. do kraja aprila 1974. godine. Prestankora kontrole cena početkom 1973. godine došlo je do naglog rasta cena tako da je stopa inflacije povecana za 3,4% na 8,4% ali s tendencijom daljeg rasta, tako da je 1974. godine došlo do li'ovog zamrzavanja cena. Međutim, poufieni prethodnim iskustvom sada se pristupa postepehom odrfirzavanju cclia i adaptaciji cene i nadnica odnosima na tržištu. Do laaja 1973. godine pod kontrolom se nalazilo 42,5% ćena, početkom 1974. godine pod kontrolom je svega 28% cena proizvoda, a krajem aprila 1974. svega 8,6% cena, kada i prestaje kontrola. Ovakvastrategija„postepeng popuštanja i prilagodavanja cena" isključila je nagli skok cena koji bi sigumo usledio posle ukidanja odmrzavanja

inflacionih pritisaka.[45] Suština svih tih mera kontrole infiacije (o čemu šire govorimo nešto kasnije) ima za cilj da se svi oblici potrošnje svedu u realne materijalne bilanse privrede, da se vrši uspešna kontrola novčanog opticaja.

Medutim, u prikrivenoj inflaciji postoji višak novčane tražnje koji ostaje nezadovoljen i koji se s vremenom sve više i više gomila. Čim prestanu da deluju mere administrativne kontrole inflacije, višak novčane tražnje se izliva na tržište na kome halazi zadovoljenje u onim količinama robe koje se nalaze na tržištu. Budući da su zalihe robe na tržištu u prilivu znatno manje od novčane tražnje – to ponuda i tražnja nalaze svoje izravnavanje kroz porast nivoa cena. Plikrivena inflacija se pretvara u otvorenu.

Metode obuzdavanja inflacije i mere kontrole nisu bile poznate ni primenjivane za vreme ranijih oblika inflacije, posebno ratnih i posleratnih inflacija. Kroz emisiju ogromne količine nepokrivenog papirnog novca, kada „suviše velika količina rrovca juri za suviše malom količinom robe", države zapadaju u teške oblike inflacije. Odatle je i poticalo iskijučivo povezivanje visine novčanog opticaja i promena cena. Odate, često, i danas prikrivena inflacija čim prestanu delovati mere kontrole, prerasta u otvorenu inflaciju.

2. HIPERINFLACIJA I HIPERINFLATORNI VRTLOG

1) OTVORENA INFLACIJA

U otvorenoj inflaciji („open inflation") se radi uvek kada se, bez obzira na primenu ili namere antlinflatorne politike u privredi, javlja stalni i slobodan rast cena. Rast cena poprima op|ti tok i teži da se proširi na celokupnu privredu. „Inflaciju možemo nazvati otvorenom ili prigušenom prema reakciji države na pojavu inflacionih pritisaka u privredi. Ako se reši na politiku skrštenih ruku i osloni se u prvom redu na mehanizam cena da racioniše i raspodeli robu i usluge, imaćemo otvorenu inflaciju. Ako se pak država neposredno umeša u funkcije mera i kontrola, imaćemo prigušenu inflaciju".[46]

S obzirom na danas razvijene mere antlinflacione politike u svim zemljama, jasno je da danas nema gotovo ni u jednoj zemlji čiste otvorene inflacije. Borba protiv inflacije je jedan od prioritetnih ciljeva razvoja svake zemlje. Prema tome, danas se radi o nekom mešanom obliku inflacije, čije bi se karakteristike nalazile. između kontrolisane i otvorene inflacije.

Otvorena inflacija, pored navedene karakteristike – da se slobodno širi u celokupnoj privredi – ne pogađa istovremeno i podjednako sve sektore i grane, odnosno proizvode privrede, ali dovodi do disproporcija u razvoju i raspodeli nacionalnog dohotka. Ovaj tip inflacije je obično potMranjen monetas'fflom emlsfljoni koja joj najčešće stvara povoljnu osnovu. za stalno širenje. Zbog slobodnog ponašanja cene, slobodnog tržišta

[45] Dr M. Vučković: Savremeni., str. 20.
[46] Cherlesworth, H. K.: 'The Economks of Rcpressed Malioa.London, 1959,str. 14.

i slobodnog ponašanja svih subjekata u privredi, ovaj oblik inflacije se danas vezuje za postojanje tzv. „inflacionih očekivanja" anticipiranog rasta cena, koji se javljaju kao dodatni faktori koji podstiču i ubrzavaju opšti rast cena. Otvorena inflacija neometana meramna komftrole ili stabilizacije, često se pretvara u galopiranje ili hiperinflaciju.

2) BRZINA INFLACIONOG PROCESA I HIPERINFLACIJA

Inflacioni proces može u izuzetnim slučajevima da poprimi veliku brzinu, pri čemu kupovna snaga novca naglo opada, jer, dolazi do svakodnevnog porasta cena – tada govorimo 0 hiperlnfilaciji Radi se, u osnovi, 0 nekoinitroHsanoj isj= flaciji. Hiperinflacija se javlja najčešć&»u ratnim stanjima ili u neposrednom posleratnom periodu, a vezana je za visoku budžetsku potrošnju i finansiranje javnih potreba preko kreditne ekspanzije. Istina, ona može rasti i u mifno vreme, kada se vodi ekspanzivna politika formiranja javnih rashoda i stvaranja visokog budžetskog deficita koji se pokrivaju čistom emisijom novca.

Veliko ubrzanje inflatome spirale, koja se odvija na'relaciji: cene – troškovi – najamnine i plate, kao i same spirale: dohoci – cene, dovodi do potpunog gubitka poverenja u domaći novac i potpune erozije kupovne snage novca.[47] Novac dnevno gubi na vrednosti. Hiperinflacija se razvija u dužem periodu, ne nastaje odjednom, ali kada već uzme maha, ona poprima sve veće ubrzanje, jer dolazi do dopunjavanja negativnog delovanja mnogih faktora realne, monetarne i psihološke prirode. Kada privreda i stanovništvo izgubi poverenje u domaći novac, dolazi do „bega od novca" u realna dobra, čak i ona koja trenutno nisu potrebna. Novčani dohoci se sve brže troše, potrošnja naglo buja, roba sa tržišta nestaje, a spekulacija uzima sve većeg maha. Dolazi do gomilanja robe uglavnom zbog bega od novca i očekivanja novog rasta cena. Isplate plata vrše se najpre nedeljno, a zatim svakog dana. Čim se dode do novca, nastoji ga se što pre osloboditi. Kupuje se sve do čega se dođe. Cene robnih dobara vrlo brzo rastu, nasuprot kupovnoj snazi novca koja drastično opada. Dolazi do nove trke cena i količine novca, jer sve štamparije novca nisu u stanju da osiguraju dovoljnu količinu novca da porkiju rast cena mada dolazi do istovremenog velikog porasta brzine opticaja.[48] Konačno, dolazi do stvarnog „bega od domaćeg" novca s obzirom da se svi obračuni i plaćanja počinju vršiti u stranim stabilnijim valutama, ili čak u realnim dobrima (cigarete, šibice, hleb i sl.). Time dolazi i do prelaska na naturalnu razmenu, pošto su svi privredni subjekti i stanovništvo počeli izbegavati primati novac (mada je to zakonski i dalje ostalo jedino zakonsko sredstvo plaćanja). Ovaj oblik inflacije postaje faktor koji destruktivno đeluje na sve ekonomske mehanizme i privredni rast.

Interesantan je tekst nepoznatog autora (iz Građanskog rata u SAD) – koji kaže: „Ranije smo polazili u radnju s novcem u našim džepovima, a vraćali se s hranom u košarama. Sada odlazimo sa novcem u košarama, a vraćamo se s hranom u džepovima.

---

[47] Hiperinflacijase u ovom obliku prvi put javlja u Francuskoj 1716. godine u slučaju Johna Lawa čija je banka u Parizu izdavala ogromne kolicuie nekonvertibilnog novca. Kada je emisija ovog rtovca daleko premašila raspoložive robne fondove na tržštu, došlo je kroz nekoliko godina do bankrotstva velikog broja banaka i velikog udarca finansijama u Francuskoj. Drugi slučaj hiperinflacije desio se u vreme Francuske građanske revolucije kada je emitovana velika količina revolucionamih „asignata", što je dovelo do toga da je kupovna snaga ovih novčanica pala za dve godine na minimum.

[48] Za vreme Građanskog rata u SAD (1861–1865) zbogenormnog rasta budžetskih rashoda vezanih za finansiranje rata, za finansiranje iz čiste emisije novca, došla je do visoke inflacije i tipične inflacione spirale. Posle prvog svetskog rata hiperinflacija se javlja u Ncmačkoj. a posle drugog svetskog rata u Mađarskoj, Grčkoj i nedavno za vreme vojne hunte u Čileu 1975–1977. godine, kao i u nizu iatinsko americkih zemalja.

Sve nedostaje, osim novca! Cene su haotične, a proizvodnja dezorganizovana. Obrok koji je ranije stajao kao ulaznica za operu, sada staje dvadeset puta više. Kao posledica toga javlja se nastojanje da svako sakuplja „stvari", a oslobađa se od Iošeg papirnog novca, koji tera metalni novac iz cirkulacije. Konačna posledica je delimičan prelazak na natarainu razmenu sa svim njenim nezgodama".[49]

Hiperinflacija obično dovodi do sloma celokupnog monetarnog sistema, s obzirom na to da novac nije više u stanju da uspešno vrši nijednu svoju novčanu funkciju, što dovodi i do haosa u celokupnoj privredi, i konačno, kraha ekonomskog sistema u celini.

Ovaj oblik inflacije, mada dosta redak, ima vrlo snažan socijalna, politička i ekonomska delovanja. Usled toga vlade zemalja pogođenih hiperinflacijom ulažu velike napore da je što pre obuzdaju ili otklone. Razvojern mnogih mera ekonomske politike i državnog intervencionizma u ekonomskoj sferi (kejnzijanska ekonomska politika) posle drugog svetskog rata nema pojava inflacije koje bi imale tako visok rast cena i rušilačka delovanja u privredi, osim kod nekoliko zemalja u razvoju (Argentina, Brazil, Člie, Izrael).

Hiperinflacija (galopirajuća inflacija) završava se valutnom reformom, kada se umesto potpuno obezvređene i kompromitovane valute uvodi nova novčana jednica jedan prema bilion i sl.).[50] To istovremeno zavisi od toga što država želi postići valutnom reformom, da li samo tehničku reformu lii ekonomsku, da li je to samo osnova za druge mere ekonomske politike.

3. KLASIFIKACIJA INFLACIJE PREMA PRIMARNIM UZROCIMA NASTANKA INFLACIONOG POREMEĆAJA

Postoje brojni uzroci inflacije odnosno nestabilnosti u jednoj privredi. Gotovo svaki relevantni društveno–ekonomski i politički faktor može postati uzrok inflacije u savremenim uslovima. Stoga, kada se govori o uzrocima inflacije, neophodno je strogo razlikovati stvame uzroke od spoljnih manifestacija inflacije. Inflacija i deflacija, površinski gledano, pre svega ispoljavaju se kao monetarni poremećaji. Prema K. Marxu, treba razlikovati „novčane" od „stvamih" kriza. Novčane krize mogu biti povezane sa stvamim krizama, a mogu biti i nezavisne od stvarnih kriza. U prvom slučaju radi se o čistim kapitalističkim krizama u kojima su inflacija i deflacija neposredno posledica cikličnog kretanja kapitalističke privrede i smenjivanja faze konjunkture i depresije. Inflacija tada dobija samo monetarni oblik stvarne krize reprodukcije.[51] U dmgom slučaju, inflacija je rezultat egzogenih faktora (ratova, stagnacije i slabog vođenja ekonomske

[49] P. A. Samuclson: Ekonomija, uvodnaanaliza..., str. 291.

[50] U Nemačkoj je krajem 1923. godine bilion starih maraka zamenjeno jeđnom novom markom.

[51] (Clasična leorija, vezujući novčani opticaj za zlato, cvrsto stoji na pozicijama kvantitativne tcorQe novca. Poznata je Hsherova formula MV = PT, žto znaci da će porast koLiKne novca u opticaju, u uslovima male elastičnosti proizvodnje, uz postojeću prosečnu brzinu opticaja, dovesti do opSteg prosecnog rasta cena.

politike, društveno–političkih revolucija, dubljih dmštvenih promena, spoljnih faktora i dr.). Ovo se posebnb uočava kod zemalja u razvoju, jer postoji visok pritisak tražnje, potreba visoke stope ekonomskog rasta, visokog pritiska uvoza, raste i tražnje.

Prema nekim autorima, trebalo bi razlikovati četiri osnovna uzroka inflacije:

1. Inflaciju efektivne *mmcsme* tražiaje,
2. Inflaciju izazvanu nesrazmerom u raspodeli nacionalnog dohotka,
3. Inflaciju izazvanu smanje Kijeslii robnih fondova,
4. Inflaciju, nastalu zbog Hiepovoljmfis fcrettanja *n* pSafaom Ibliansiui;

Mada je ova klasifikacija uzroka inflacije prihvatljiva, po nekim drugim teoretičarima, postoji oko 12 uzroka inflacije.[52] Međutim, u našim teorijskim razmatranjima moglo bi se izdvojiti i 14 uzroka inflacionih poremećaja u privredi. Danas se već u finansijskoj literaturi izdvaja 64 uzroka inflacije.

Svi uzroca pojave amflaeije mogli bi se svrstati u sledeće grupe:

1. Inflacija efektivne novčane tražnje (monetarna inflacija),
2. Inflacija usled smanjenlh robnih fondova,
3. Inflacija usled autonomnog porasta cena,
4. Inflacija usied neravsiomerae raspodele nacionalnog dohotka u privredi,
5. Platni bilans kao uzrok inflacije,
6. Inflacija troškova reprodukcije,
7. Strukturna inflacija.

1) MONETARNA INFLACJJA

Ovaj oblik se obično naziva monetarna infiaclja, inflacija kupovne snage (demand pull inflation), inflacija tražnje i sl.

Koncept inflacije tražnje (demand pull) polazi od toga da, uz dati nivo cena i nadnica, postoji višak agregatne novčane tražnje u odnosu na robne fondove, iza čega sledi rast cena koji treba da ih uravnoteži, odnosno omogući realizaciju celokupnog društvenog proizvoda, bez ostatka.[53] Ovo je čist kvantitativni pristup teoriji inflacije novčane tražnje. Ravnoteža se uspostavlja na novom, redovno višem nivou cena. Novčana tražnja se pri tome diferencira na dva oblika (Kevnes) na eleMvnu tražnjts i pktešno sposobnu tražnju. Samo se efektivna novčana tražnja javlja na tržištu, stvarajući pritisak na robne fondove.

Inflacija tražnje uglavnom je posledica neadekvatnog delovanja monetarnog sistema koji kreira suvišnu Mičliao prometnih znakova, nekonvertibilnog novca na kojem ne važe klasični zakoni novčanog opticaja (zlata).

Posle pada zlatnog važenja, cene izražene u novčanim znakovima mogu se menjati kao rezultat prepunjavanja prometnih kanala novcem, što stvara osnovu za raskorak između vrednosti robe i mjenilhi cena. U uslovima papirnog novca i postojanja disproporcija u privredi forzi rast novčane mase iznad rasta realne proizvodnje i ponude robe može izazvati rast cena.

Suština svih uzroka koji spadaju u ovu grupu je u tome da se uvek kao primarni uzrok pojavljuje povećana ponuda novca na tržištu iznad potreba proizvodnje i prometa. U ove oblike inflacije danas se obično ubrajaju sledeći faktori:

---

[52] Paul Einzig: Innation, London, 1952, str. 24

[53] Ovaj tip inflacije naziva se još **i** monetarna, inflacija kupovne snage i inflacija efektivne kupovne snage. Kako je osnovni uzrok porasta cena, preterana masa novca na tržištu, i preterana novčana efektivna tražnja, obično se **i** nastoje diferencirati osnovni pravci tog nastanka.

1. Ekspanzija bankarskih kredita preko zaduživanja države kod centralne banke za pokriće budžetskog deficita,
2. Ekspanzija centralne banke preko zaduženja investitora,
3. Ekspanzija bankarskih kredita preko enormnog rasta potrošačkih kredita kod bankarskog sistema,
4. Ekspanzija kratkoročnih kredita preduzećima iznad stvarnih potreba proizvodnje i prometa, a u cilju održavanja likvidnosti poslovnog procesa, odnosno reprodukcije.

Svi navedeni uzroci ukazuju na p^većanje bankarskih kredita preko iznosa realne štednje kod banaka i izvan njih, čime se pojavljuju kao uzroci na strani kreditne inflacije. (Videti deo: Kredit u sferi finalne potrošnje).

U ovu grupu faktora mogu se prema prihvaćenoj monetarnoj teoriji, ubrojiti i sledeći faktori:

1. Oslobođenje oređenih delova monetarnog volumena za povećanje bankarskih kredita (smanjenje obavezne rezerve, prelivanje ograničenih oblika novca u tekući novac i dr.),
2. Ubacivanje u promet nove kupovne snage preko aktiviranja do tada tezaurisanog novca,
3. Porast nominalnog nacionalnog dohotka.

I prva i druga grupa uzroka dovodi do porasta novčane tražnje, ali bez odgovarajućeg porasta materijalnih dobara na tržištu što dovodi do porasta cena. Povećanje cena dovodi do povećanja plata, ovo dalje dovodi do porasta troškova proizvodnje, što znači da se formira inflaciona spirala cena i plata, s jedne strane, odnosno cena i troškova proizvodnje s dmge.[54]

Kod ekspanzije bankarskih kredita nastale zaduživanjem države kod centralne banke radi pokrića budžetskog deficita, radi se o čistom autonomnom stvaranju novca. Pojava srednjih ili hiperinfiacija obično se može vezati za ovaj uzrok. „Međutim, zaduživanje države kod centralne banke primenjuje se i kao državna. kapitalistička mera, kao mera konjunktume politike države da bi država fmansirajući investicije novčanim sredstvima dobijenim autonomnim stvaranjem novca popravila konjunktum koja je zapala u depresiju ili recesiju".[55]

Istina, do zaduživanja države kod centralne foanke može doći, što se danas kod nas redovno događa, i kroz planirani budžetski deficit, ili uravnotežen budžet, ali na tako visokom nivou da se planiranim normalnim prihodima ne mogu pokriti rashodi. Pokriće nedostatka prihoda kroz zaduživanje kod centralne banke dovodi do inflacionog pritiska.

Ekspanzlja bankarskih kredita i kredita stanovništvu (potrošački krediti) preko stvamo formirane štednje deluje gotovo identično kao i zaduživanje države kod centralne banke. Isto tako, povećanje kredita radnim organizacijama, za obrtna sredstva iznad formiranih depozita i potreba proizvodnje i prometa, dovešće do autonomnog stvaranja novca, i, konačno, preko toga do redovnog otvaranja procesa rasta cena u privredi.

Oslobađanje ili deblokiranje delova monetarnog voSumena može se pojaviti kaoz uzrok inflacije, i to u slučaju kada se radi o snižavanju obaveznih rezervi koje poslovne banke drže kod centralne banke, te njihovo upotrebljavanje za povećanje bankarskih kredita.

[54] Up. S. Ćuković: Unutrasnja monetarna slabilnost i nestabilnost. Skopje, 1962. str. 45.
[55] Dr M. Vučković: Savremeni problemi..., str.11

Aktiviranje tezanrlsanog sfela mometarne saase i njegovo ubacivanje u promet može često postati uzrok inflacije. Deo novčane mase koji je bio dezaktiviran ili imobilizovan, sterilan, sada se aktivira i izaziva na tržištu iste efekte koje bi izazvao porast novčane mase emisijom bankarskih kredita.

Porast nominalnog nacionalnog dohotka i preraspodela do koje dolazi u toku procesa rasta mogu, u izvesnim slučajevima, biti uzrok porast acena. Nagli porast nacionalnog dohotka do kojega može doći u toku godine (npr. rodna godina, visoka produktivnost, egzogeni faktori i sl.) može dovesti do inflacionog jaza. Povećani nacionalni dohodak neće biti ravnomemo raspoređen na sve društvene slojeve već će veću korist imati pojedini slojevi (npr. poljoprivrednici, kapitalisti određenih grana i dr.) koji će se na tržištu pojaviti sa većom kupovnom snagom prema postojećim robnim faktorima, što će dovesti do inflacionog jaza na tom delu tržišta. Inflacioni jaz sa tog parcijalnog tržišta obično se zatim prenosi na celokupno nacionalno tržište.

Monetaristička koncepcija inflacije danas polazi od klasičnog ekonomskog učenja konkurentnog tržišta i odvojenosti realnih i nominalnih agregata.

Realna proizvodnja, troškovi i dohodak određeni sli konkurentnim tržištem, dok su cene i nominalne veličine zavisne od količine novca.

Savremena neokvantitativna teorija inflacije za razliku od klasične kvantitativne teorije, polazi od toga do promena ponašanja nominalnih izđavanja. Promene (porast) izdavanja, dalje dovode do porasta cena, bilo indirektno, kroz porast proizvodnje i zaposlenosti (kada postoje neaktivnirani kapaciteti), bilo direktno na cene.

Neokvantitativna teorija jasno stoji na poziciji:

1. Nominalne količine novca, čije promene direktno kontrolišu monetarne vlasti, i
2. Stopa raste cena đnrektao zavisi ođ miaonetorae efcspanzije.[56] Irelevantno je da li je višak tražnje potekao od države, preduzeća, stanovništva ili inostranstva. Inflatorni monetarni impuls izbacuje redovno privredu iz ravnotežnog stanja koje se ponovo uspostavlja naknadno, uz redovno povećanje cena. Makrousklađivanje dovodi do porasta troškova, a to dovodi do pokretanja inflacionog procesa u koji se uključuje i inflacija cena, odnosno veliki porast brzine opticaja novca.

Inflacija je, dakle, monetarni fenomen jer nastaje kao posledica preterane količine novca *u prometu,* „Inflacija ne može biti bez preterane količine novca u opticaju, a ne može biti prepunjavanja kanala novčanog opticaja bez inflacije".[57]

Nivo cena u ekonomiji određen je količinom novca u opticaju.

$$M \cdot V = P \cdot Q$$

Odatle sledi

$$P = \frac{M \cdot V}{Q}$$

Jedini i najvažniji uzrok inflacionom procesu nalazi se u bržem porastu nominalne avnoteže u odnosu na rast realnog društvenog prihođa.

---

[56] M. Friedraan. The Role of Monetery Policy, HER, mart, 1968.

[57] J. Rueff: La monie, London, 1962, str. 162 (cit. prema Entov: Voprosi inflacli v sovrcmenoj buržoaznoj političeskoj ekonomli, Me i Mo, No=5, Maj, 1972, str. 30).

$$dP = \frac{dM \cdot dV}{dQ}$$

Pri čemu je:

dP – rast' cena
dM – stopa ravnotežne mase
dV – porast brzine novca u opticaju
dQ – stopa realnog rasta društvenog proizvoda

Prema Miltonu Friedmanu i „čikaškoj školi", svaki porast novčane mase, koji prelazi tempo rasta nacionalnog dohotka, kroz izvesno vreme dovodi do opšteg rasta ćena. Porast cena posle rata, prema kvantitativnoj teoriji novca, rezultat je ekspanzionističke monetarno–kreditne politike. Osnovu inflacionističkog procesa monetaristička koncepcija vidi u promenarna novčane mase i tražnje novca od strane stanovništva.

Stavovi ovog teorijskog modela vrede, kako za nacionalnu, tako i za svetsku infladju. Monetarni pristup polazi i zasniva se na stabilnoj funkcijs novčane mase i hipotezi o mogućnosti kontrole novčane mase od strane centralne banke.[58]

Drugi pristup inflaciji novčane tražnje rhože se definisati kao đolhiođnli ili kejnzljanski pristup. Naime, ne poiazi se od pteterane količine novca kod emitovanog novca (za zalihe novca), već fomiranja i trošenja novčanih zaliha, čime se čini korak dalje, i to onog momenta kada se polazi od pretpostavke da se jedan deo ukupne novčane mase uvek može regulisati resorpcijom, porezima i pre nego što se pojavi na tržištu. Uvek se preterana emisija novca može neutralisati „povećanim oporezivanjem od strane države". Prema tome, imamo novac kaO dohodak, jer „novi novac postaje nečiji dohodak".[59]

Klasična teorija inflacije novčane tražnje polazi od reakije: višak novčane tražnje → porast cena → porast ličnog dohotka → višak novčane tražnje itd.

Ukoliko se eliminiše kratkoročna pretpostavka o konstantnim cenama i nadnicama – u jednom dinamičnom sistemu, a uključe i porezi, može doći do inflacije tražnje ukoliko cene, porezi i nadnice brže rastu, u odnosu na proizvodni kapacitet privrede.

„Pod inflacijom, prema Keynesu, treba podrazumevati porast platežno sposobne tražnje koja se ne može realizovati kroz porast obima proizvodnje". Porast količine novca, prema ovoj teoriji, u privredi koja nije dostigla punu zaposlenost, može da predstavlja faktor „podsticanja rasta proizvodnje". U kejnzijanskoj teoriji infiacija ima dosta statičan karakter. Tu ne pomaže ni ideja o uvođenju multiplikatora i akceleratora u smislu izvesnog dinamizovanja i dinamičke povezanosti faktora rasta.

Kevnes polazi od mogućnosti asimetrije u reagovanju proizvodnje i cena prema agregatnoj tražnji. Asimetrija je rezultat neelastičnosti cena i nadnica naniže. Pad agregatne tražnje dovešće do smanjenja zaposlenosti u privredi, a samo manjim deiom do smanjenja cena. Zbog toga se neelastičnost nadnica (i cena) naniže koristi kao regulator tražnje, jer održavaju odgovarajuću sklonost potrošnji.

Keynes je među prvim buržoaskim ekonomistima sagledao da inflacija nije neka anomalija izazvana novčanim opticajem, već posledica samog razvoja kapitalističke

[58] Centralna banka je u stanju da kontroliše monetarnu masu, mada može i izgubiti kontrolu nad njom, posebno u sistemu fiksnih kurseva. Pretpostavka od koje se polazi'jeste da rast novčane mase determiniše stopu rasta cena.

[59] J. M. SCeynes: Opšta teorija:.., str. 296.

privrede. „Progresivno obezvređivanje novca... ne treba smatrati slučajnim".[60] U inflaciji je gledao opasnost koja ugrožava celokupni privredni kapitalistički sistem. „Ne postoji brži, a istovremeno i uspešniji faktor koji će sruštiti društvenu mašinu, nego što je to inflacija".[61] Ukoliko se otrgne iz ruku, inflacija stvara snage koje neumoljivo potkopavaju osnovu kapitalističkog sistema. Zbog toga je Keynes nasuprot ortodoksnih stavova finansijske teorije istupao protiv nesrazmemog porasta javnih rashoda.

Keynes polazi od dve vrste inflacije: potencijalne i apsolutne. Kada dalji rast efektivne globalne tražnje ne dovodi do povećanja proizvodnje i zapošljavanja neuposlenih kapaciteta i rada, već se u celini ispoljava kao porast troškova po jedinici proizvoda, proporcionalno s porastom efektivne tražnje dolazi do rasta cena.[62]A. Lemer polazi od toga da se „suština inflacije sastoji u prevazilaženju tražnje iznad ponude".[63]

Svi tokovi koji formiraju efektivnu tražnju nemaju isti značaj. Jedni su primarai, drugi sekundarni (zavisni). Na primeme se može delovati 'emisionom aktivnošću banaka, na sekundarne regulisanjem raspodele i osnovnih oblika potrošnje (investicione, lične i opšte). Prema teoriji inflacije tražnje đohodnog modela i inflatorni pritisak i pokretanje talasa cena nastaje uvek kada neki od oblika potrošnje prelazi odgovarajće robne fondove na tržištu.[64] Obično se ima u vidu investicioni raskorak tražnje i ponude. Koncept konačno polazi od premise da nije moguće odvijanje infiatornog procesa ukoliko ga sa svoje strane ne omogućava preterani novčani opticaj.

Dohodovni koncept omogućava kombinovanje mnogih segmenata privrednog sistema i njihovo uključivanje u komplementarni i celovit pristup uzrocima nastanka inflatornog procesa. Velikim delom on omogućava „kompleksniju teorijsku aparaturu" kao osnove za primenu određenih mera stabilizacione ekonomske politike koja će biti u stanju da u jednom tržišnom sistemu regulišu osnovne realne tokove društvene reprodukcije (ličnu, investicionu i opštu potrošnju, kao i izvoz i uvoz). Regulisanjem monetarae mase, bilo direktno, bilo indirektno, dolazi do regulisanja navedenih makroagregata. „Ukoliko postoji slobodnije delovanje mehanizma tržišta u jednoj privredi, utolko se više povećava značaj monetarne politike u regulisanju nacionalne ekonomije u utoliko se značaj monetarnih faktora u objašnjavanju nastanka inflacije više naglašava".[65]

U Keyneseovoj teoriji inflacije monetarnom faktoru pridaje se sekundaran značaj u odnosu na agregatnu tražnju, što je razlika u odnosu na kvantitativnu teoriju, mada i jedna i druga pripadaju „inflaciji tražnje".

I monetarni i dohodovni pristup inflaciji tražnje su dva metoda kod kojih ne postoje suprotni stavovi, već samo različit pristup objašnjavanju delovanja monetarnog faktora u privredi i njegove povezanosti s realnim faktorima reprodukcije. Monetarni koncept polazi ex ante od primarae uloge novca u ponašanju investicija, lične potrošnje i opšte potrošnje, dok novac izvodi iz tih odnosa i pretvara ga u „dopuštajući faktor" određen tim odnosima.

---

60 J. M. Keynes: A Tract on Monetary Refora, Lotiđom, 1973, str. 9.

61 J. M. Keynes; The Ecoacmic Consequences of Peace, London, 1924. Mr. 220,

62 J. M. Kevnes: General Toeory..., str. 298.

63 A. Lemer: The Inflationary Process.The Review of Economieš. aug. 1949, str. 194.

64 Dr M. Ćirović: Koncepti inflacije i stabilizacione politike, Ekonomist, br. 1–2,1967, str. 161 i dr M. Vučković: Dosadašnja inflaciona krctanja u Jugoslaviji. isto, str. 121.

65 Dr S. Komazec: Teorija inflacije, postdiplomske studije iz Monetarne ekonomije, Ekonomski fakultet, Beograd. 1977, str. 1–56.

Teorija inflatornog gepa je, paralelno s tim, u posleratnom periodu dobila dosta pristalica. Bent Hansen detaljno razmatra ovaj problem i dolazi do zaključka da na robnom i novčanom tržištu porast novčane tražnje iznad robne ponude pri prvobitnim cenama dovodi do rasta cena. Hansen polazi od toga da ni monetaristička ni kejnzijanska (dohodna) koncepcija nisu u stanju da objasne promene kupovne snage novca bez pretpostavki o prevazilaženju tražnje iznad ponude roba. Međutim, tu ne nalazimo odgovor na pitanje mehanizma nastanka inflacije. Već i prema samim rečima Keynesa dolazi do poznate pojave da se „proizvodnja ne menja, dok cene rastu u tačnoj proporciji prema proizvodu M • V", čime je i on došao na pozicije kvantitativne teorije novca.

Konačno, značajna prednost i pozitivan doprinos ove teorije je u tome, što, u okviru kejnzijanskog modela odvojeno razmatra kretanje novčane mase i promene efektivne tražnje, kao i povezanost brzine opticaja novca s promenama kamatne stope. To je svakako značajan doprinos ovog modela. Očita greška ove koncepcije je što povećanje cena izvodi iz odnosa robe i novca u procesu obrtanja, što u potpunosti ignoriše fundamentalne ekonomske zakone reprodukcije i što ne povezuje rast cena s vrednošću roba i novca koji se određuju u procesima proizvodnje.

2) PAD PROIZVODNJE I SMANJENJE ROBNIH FONDOVA KAO UZROK INFLACIJE

Svi uzroci, navedeni u prethodnoj grupi faktora inflacije, značili su povećanje efektivne novčane tražnje na tržištu, jer upravo ona dovodi do inflacionog jaza. Istina je da inflacioni jaz može nastati i u slučaju kada na strani novčane tražnje nije došlo do promena. Ukoliko dođe do pada ponude robnih fondova na tržištu, bilo ukupnom, bilo parcijalnom, na njima će se pojaviti inflacioni jaz, usled manje robne ponude, prema istoj novčanoj efektivnoj tražnji.

U ove slučajeve u teoriji se obično navode tri mogućnosti:

a. Apsolutni pad proizvodnje,
b. Relativno smanjenje proizvodnje do koje dolazi kroz promenu strukture proizvodnje, i
c. Pad ponude robnih fondova na domaćem tržištu kroz preterani izvoz u odnosu na ostvareni uvoz.

Mislimo da pojedinačno svaku od navedenih mogućnosti nije potrebno dublje razrađivati.

3) INFLACIJA ZBOG AUTONOMNOG RASTA CENA

Autonomni porast cena koje određuje država kao deo svoje ekonomske politike, kao i autonomno određivanje cena od strane monopola, stvara, razume se, inflatomi pritisak.[66] Intenzitet ovog pritiska zavisi od veličine autonomnog porasta cena i broja proizvoda i usluga, čije je cene država povećala, ili koje monopoli drže pod kontrolom.

[66] Najnoviji rast cena u velikom broju zemalja, kao kapitalističkih, tako i „privreda u tranziciji", u toku 1993. godine, vezan je upravo za autonomne odluke država o povećanju cena. Negde se to opravdava rastom cena nafte, energije i sirovina, a negde odrcđenom državnom ekonomskom politikom. *Tako* je, npr., u Rusiji u **1**995. godini dožlo do velikog povećanja cena uvozne robe, luksuzne robe, krzna i sl. što se pravdalo izmenama u strukturi potrosnje, *u* time.i cena.

Ovaj prvi inflatomi impuls vrlo lako može biti praćen i podržan drugim inflatomim impulsom koji je više psihološkog karaktera, odnosno usled prenošenja povećanja cena na one proizvode i usluge kod kojih nije bilo povećanja cena od strane države ili monopola. Kao slučajevi autonomnog porasta cena, koje izaziva inflatomi pritisak, mogu se navesti sledeći:

a. Povećanje cena uvoznife roba usled uvoznib carina,
b. Povećanje poreza na promet i drugih indirektnih poreza,
c. Povećanje stanarina,
d. Povećanje cena usluga javnih službi,
e. Autonomno određivanje novih cena od strane monopola,
f. Povećanje cene energije, goriva i sl., jer se one automatski prenose na sve ostale proizvode i usluge, odnosno na celi privredni organizam.

Ovde su prikazani uzroci inflacije pojedinačno. Međutim, retka je pojava da inflaciju izaziva jedan od navedenih uzroka. Obično se radi o više uzroka koji se pojavljuju istovremeno, podstičući odnosno pothranjujući jedan dmgog. Ukoliko je broj uzroka inflacije veći, utoliko inflatomi pritisak brže obuhvata celo domaće tržište, i utoliko je intenzitet inflacije jači, a lečenje i mogućnosti vođenja uspešne antlinflacione borbe teže.

4) INFLACIJA ZBOG NERAVNOMERNE RASPODELE NACIONALNOG DOHOTKA

Raspodela nacionalnog dohotka nikada se ne vrši direktno, već preko tržišta – posredstvom novca, a na osnovu postojećeg nivoa cena.

Uobičajena raspodela nacionalnog dohotka vrši se na sledeći način:

$$Y = C + I + G + (X)$$

Dakle, nacionalni dohodak se deli na ličnu potrošnju (C), neto investicije (I), opštu i zajedničku potrošnju (G) i deo koji odlazi na izvoz (X).

Ukoliko izvestan oblik potrošnje nacionalnog dohotka poveća svoje učešće u ukupnoj raspodeli nacionalnog dohotka (u novčanom obliku, a ne realno) on to može učiniti samo na teret ostala dva oblika potrošnje, pod pretpostavkom da se tako povećana potrošnja ne podmiri novim dodatnim uvozom.

Sve one kategorije učesnika u raspodeli koje su nominalno zadržale isto učešee, zbog porasta cena do kojeg dolazi, realno će manje učestvovati u ukupnoj raspodeli. Dakle, istom količinom kupovne snage, zbog porasta cena, moći će da nabave manju količinu robe i usiuga.

Ovi učesnici u raspodeli nacionalnog dohotka „prisilno će štedeti" (forcent saving). Njihovo učešće u raspodeli nominalnog dohofka ostaje isto, ali realno **učešee** u raspodeli (zbog rasta cena) znatno opada. Realna potrošnja će se sniziti adekvatno porastu realne potrošnje one kategorije koja je povećala svoje učešće u raspodeli nacionainog dohotka.

Prema tome, preraspodela nacionalnog dohotka, do koje dolazi, javlja se kao prbnarni intpnls teftedjfe, *mkon* Sega običsio dolazi i do porasta monetarne mase u privredi, koja se sada pojavljuje kao sefcumđarai faktor infiadje.[67]

U navedenoj raspodeli nacionalnog dohotka, koju smo označili kao

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

bilo koji oblik potrošnje može povećati svoje učešće u nacionalnom dohotku na teret ostalih, čime se upravo on pojavljuje kao primami faktor inflacije.

a) Povećano ečešće liene potrošnje u raspodeli nacionalnog dohotka nastaje u slučaju kada dođe do povećanja ličnih dohodaka iznad porasta produktivnosti rada aktivnih primalaca ličnog dohotka. Porastom ličnih dohodaka rastu troškovi poslovanja preduzeća i javni rashodi. To s dmge strane dovodi do porasta cena (inflacije troškova), koji je obično samo delimično kompenzovan porastom nominalnih ličnih dohodaka. I u ovom slučaju nastupa poznati oblik „prisilne Štednje" svih kategorija zaposlenih (posebno nezaposlenih ili svih kategorija sa socijalnim primanjima) koji nisu uspeli dovoljno, ili dovoljno brzo, povećati svoje nominalne dohotke, ili ih uopšte nisu mogli povećati, paralelno s porastom cena.[68] Realna potrošnja i kupovna moć, odnosno životni standard takvim kategorijama opadaju. U cilju zadržavanja već dostignute potrošnje i standarda može doći do povlačenja i smanjenja štođnje feod foanafea.

Samo u slučaju paralelnog povećanja nominalnih ličnih dohodaka i produktivnosti rada neće doći do inflacionih poremećaja od strane ovog faktora.[69]

Povećano učešće neto investicija u realnoj raspodeli nacionalnog dohotka neposredno dovodi do infiacionih promena. Investicije po svojoj prirodi deluju inflatorno, jer trošenjem akumulacije stvara sa novčana kupovna snaga, dok će robni fondovi biti na tržištu tek po završetku investicije i njenog stavljanja u pogon odnosno izbacivanjem na tržište novih proizvoda. Ovde 'se radi o privrednim investicijama, dok neprivredne investicije neposredno ne daju robne fondove, pa imaju daleko veće inflatorno delovanje. Ukoliko je vremenski period od početka do završetka investicija veći, njihovo infiatomo deiovanje je veće. Zbog toga se uvek mora voditi računa o strukturi investicija (proizvodne i neproizvodne), rokovima izgradnje, efektivnosti investicija, domaćoj ili uvoznoj opremi i repromaterijalu na kojima se baziraju investicije (jer može doći do pojave kombinacije uvozne inflacije i inflacije nastale preteranim investicijama).

Porast učešća opšte ili buždetske potrošnje u raspodeli realnog nacionalnog dohotka po svojoj prirodi predstavlja stalan izvor infiacije, posebno kada se povećava potrošnja upotrebljiva za neprivredne investicije, odnosno neproizvodne rashode. Učešee opšte potrošnje povečano je sa nekih 10% s početka ovog stoleća na preko 53% posle dragog svetskog rata.

---

[67] Dobar pregled delovanja ovog tipa inflacije dao je dr M. Vučković u knjizi Savremeni problemi monetarne teorije i politike..., str. 113–117.

[68] Kretanje nominataih ličnih dohodaka, cena i kretanja realnih ltcnih dohodaka u Jugoslaviji u periodu 1970–1978. godinapokazuje njihovu oSitu divergentnostu kretanju. Tako su lični dohoci nominalno rasli po prosečnoj stopi **od** 23,3%, produktivnost rada 3,7%, realni ližni dohoci 6,2% a stopa inflacije 15,8% (Izvor: SGJ, 1973, 1978. **i** NBJ. Godišnji izveštaj 1970–1979.).

[69] Prosečna stopa rasta produktivnosti rada u Jugosfaviji kreće se od 2–5% u poslednjih deset godina razvoja, dok su nominalni lični dohoci viši za 3 – 5 puta u odnosu na oslvarenu stopu produktivnostt rada. (Videti o tome šire: dr Slobodan Komazec: Strategija stabilizacije ekonomskog šistcma..., s[r. 525–533).

Porast opšte potrošnje, koji se kreče po godišnjoj stopi iznad porasta nacionalnog dohotka, posebno potencira značaj ovog faktora kao primamog faktora inflacije.[70]

Teško je prihvatiti čak i takve stavove da „povećano učešće opšte potrošnje u raspodeli nacionalnog dohotka neće izazvati novi inflatorni pritisak samo u slučaju, ukoliko se učešće ostalih korisnika u ovoj raspodeli smanji, jer u takvim slučajevima obično dolazi do strukturnih poremećaja u privredi i širenja procesa inflacije".[71]

Preterana budžetska potrošnja dovodi obavezno do autohomnog stvaranja novca, jer, u krajnjoj liniji, centralna banka direktrib ili indirektho finansira svojim kreditima sve oblike preterane budžetske potrošnje. To je tipičan oblik finansiranja deficita budžeta iz emisije novca centralne banke.

Porezi i unutrašnji državni zajmovi preko kojih obično budžet učestvuje u raspodeli nacionalnog dohotka, neće dovesti do inflacionog pritiska samo u šlučaju kada bi se novčana kupovna snaga prikupljena njima poništila ili sterilizovala. Međutim, gotovo redovno se tako prikupljena novčana kupovna snaga „pojavljuje na tržištu kao tražnja kojom se finansiraju javne potrebe", zbog čega obično i deluju inflatorno.

5) PLATNI BILANS KAO UZROK INFLACIJE

Savremena finansijska teorija i politika stoje na stanovištu da i pasivan i aktivan platni bilans mogu biti faktor inflacije, da jedino uravnoteženi platni bilans deluje stabilizaciono (neutralno) na domaću privredu. Međutim, čak i uravnoteženi platni bilans delovanjem preko izmenjene strukture (posebno preko strukture uvoza i izvoza) može delovati inflatomo. Razmotrimo prvo pasivan, a zatim aktivan platni bilans.

Pasivni platni bilans kao uzrok inflacije deluje u dve faze: zbog većeg uvoza, u odnosu na izvoz (kao uzrok deficita) dolazi do stabilizacionog efekta u privredi. Međutim, nijedna zemlja ne može neograničeno povećati deficit i kumulisati dugove prema inostranstvu. Nastaje druga faza kada će trebati povećati izvoz iznad uvoza, da bi se ostvarenim devizama plaćao prethodno ostvareni veći uvoz. Mogućnost uvoza i plaćanja uvoza se smanjuje. U ovoj fazi pasivni platni bilans deluje negativno: (a) Smanjenjem robnih fondova u zemlji zbog povećanog izvoza i (b) Povećanjem novčanim opticajem zbog formiranja deviznih rezervi i njihovog otkupa od strane centralne banke. Isto tako kupovna snaga stvorena u proizvodnji tih robnih fondova (namenjenih izvozu), ostala je na domaćem tržištu dovodeći do dodatnog inflacionog pritiska.

Ukoliko se deficit platnog bilansa pokriva zaduženjem u inostranstvu, ovo će zaduženje u narednim godinama nametnuti obaveze plaćanja kamata i otplata duga inostranstvu. Da bi se mogao izvršiti ovaj transfer, trebaće povećati izvoz domaće robe, ali da se pri tome ne uvozi odgovarajući protivvrednost u robnim fondovima. To dovodi do smanjenja robnih fondova u domaćoj privredi i, ukoliko nije to sve praćeno deflatornom kreditnom politikom, dolazi do inflacionog jaza i rasta cena.

---

[70] Šira objašnjenja u pogledu budžeta, poreza i drugih elemenata javnih finansija u njihovom stabilizacionom ili destabilizacionom delovanju dačemo u javnim ili društvenirn finansijama.

[71] Uporedite ovaj oblik inflacije i tip struktume inflacije, a zatim povežite nastanak i delovanje strukturne inflacije na sektorima investicija, lične i opšte potrosnje s raspodelom nacionalnog dohotka. Nominalno (kupovna snaga) pojedinih sektora finalne potrošnje mora na trzištu dit susrctne odgovarajuće materijalne proizvode i usluge (u određenom vremenu i visini. odnosno kvalitctu), da bi se mogla formtrati uravnoteženost robnih kupovnih fondova na tržištu:

Bez obzira iz kog osnova nastao deficit platnog bilansa (većim uvozom robe široke potrošnje, većim uvozom opreme i repromaterijala, plaćanjem kamata i otplata za ranije uzete zajmove, ili zbog bega kapitala iz zemlje) – on deluje inflatorno.[72]

Ako usled pasivnog bilansa plaćanja dođe do depresijacije spoljne kupovne snage domaćeg novca ili do devalvacije, to ima za posledicu poskupljenje deviza. Ovo poskupljenje će izazvati povećanje cena u domaćem novcu uvezene strane robe, što će kroz povećanje troškova izazvati i povećanje cena robe, koja se proizvodi u zemlji iz inostranog materijala. Budući da cene deluju na druge, to će povećanje cena robe proizvedene od uvezenog materijala delovati na povećanje cena i robe proizvedene od domaćeg materijala.

Ne samo pasivan bilans plaćanja, već i aktivan može, u određenim uslovima, biti uzrok inflacije.

Zbog visoke aktive u bilansu plaćanja, odnosno priliva deviza, dolazi do stvaranja velikih monetarnih rezervi. Njih mora da otkupljuje centralna banka na kojoj osnovi izdaje novu kupovnu snagu i time povećava monetarnu masu u domaćoj privredi. Povećanje monetarne mase stvara mogućnost za inflatorni impuls. To znači da, na taj način, zemlja „uvozi" inflaciju iz inostranstva. Dakle, aktivni bilans plaćanja dvostruko je negativan. Preko smanjenja robnih fondova, zbog većeg izvoza u odnosu na uvoz, i drugo, zbog većeg deviznog priliva u odnosu na odliv do otkupa deviza, povećanje deviznih rezervi na toj osnovi dodatne emisije domaćeg novca.

Višak izvoza, u odnosu na ostvareni uvoz u određenom periodu, deluje na smanjenje raspoloživih robnih fondova na tržištu, što dovodi do inflacionog pritiska. Porast učešća izvoznog viška u raspodeli nacionalnog dohotka posebno potencira ovaj inflacioni pritisak.

Postoji i mogućnost pojave inflacionog pritiska i preko povećanja cena u inostranstvu (npr. nafta, energija, sirovine, gotovi proizvodi) koji se uvoze – dovodeći do rasta cena u zemlji. Isto tako, moguće je pokretanje domaćih cena preko porasta novčanog opticaja uzrokovanog autonomnim kretanjem kapitala, efektom devalvacije (promenom deviznog kursa) na domaći novčani opticaj – pri čemu dolazi do platnobilansnih i čisto monetarnih faktora inflacije.

Na osnovu izloženog možemo zakijučiti da samo uravnoteženi bilans plaćanja deluje stabilizaciono na domaću privredu, pa i na unutrašnju monetarnu situaciju zemlje, mada i to samo pod određenim pretpostavkama odgovarajućeg strukturnog deiovanja i usklađenost strukture uvoza i izvoza. Dakle, ni uravnotežen platni bilans nije neutralan u odnosu na stabilnost privrede. Jer, izmene u strukturi izvoza i uvoza. robe (prema zemljama u koje se izvozi i iz kojih se uvozi i dr.), izmene u strukturi cena uvozne i izvozne robe, što sve može i u uravnoteženim ukupnim odnosima dovesti do infiacionih poremećaja.

[72] Naš platni bilans u nekoliko poslednjih godina karakterise prisustvo svih navedenih faktora deficita. Neki ekonornisti tvrde da je u našoj privredi za gotovo 50% povećanja cena u toku nekoliko poslednjih godina svoj „doprinos" dao platni bilans. Ostalo su domadi faktori. Teško nam je prihvatiti ovakve stavove. U našoj privredi su dominantni domaći faktori inflacije, mada je prisutno delovanje „uvozne" inffacije. (Videti: dr Slobodan Komazec: Sistem finansiranja deficita platnog bilansa, Jugosiovensko bankarstvo, br. 12, 1978.).

6) INFLACIJA TROŠKOVA REPRODUKCIJE

Savremeni ekonomski razvoj je pokazao da se inflacija sve više širi u uslovima nedovoljne agregatne tražnje, nedovoljne zaposlenosti rada i kapitala, oštre restriktivne kreditne politike i dr. što je pred teoriju postavilo zadatak preispitivanja adekvatnosti koncepta inflacije troškova proizvodnje (cost – push inflation) koja dobija sve više pristalica, paralelno s razvojem stagflacije.

Prema ovom konceptu inflacija ne mora uvek nastati usled viška novčane tražnje iznad datih robnih fondova, ili usled smanjenja robnih fondova uz istu novčanu tražnju, već used porasta troškova proizvodnje. Inflacija troškova može da nastane i u situaciji kada postoji ravnoteža između ponude fondova i novčane 'tražnje (T = P,– višak tražnje = 0).

Inflacija troškova reprodukcije za razliku od starijeg tipa inflacije tražnje, polazi od toga da zbog autonomnog rasta pojedinih oblika troškova reprodukcije – nastaje njihovo delovanje i na rast cena. Kod ovog koncepta ne mora da postoji višak agregatne tražnje da bi došlo do pojave inflacije, jer inflacija nastaje rastom troškova (materijala, nadnica, profita, amortizacije i dr.). Porast troškova proizvodnje izaziva rast cena. Troškovi „guraju" cene naviše. Tako npr. povećanjem cena nafte, sirovina, električne energije i sl. dolazi do bržeg rasta troškova carina, dohodak opada, a povećanjem cena se najčešće pokušava kompenzovati takav rast troškova, da bi se očuvao ili „povećao" dohodak. Inflacija može nastati u fazi usporenog kretanja privrede, nedovoljne zaposlenosti rada i sredstava, dok je kod koncepcije tražnje to bila pretpostavka za pokretanje rasta cena. Porast troškova je inicijalni faktor koji se prenosi na cene, nakon čega nastupa celi niz inflacionih pomeranja dohodaka, novca, cena i dr. Cene su pod neposrednim delovanjern autonomnog rasta troškova, potpuno nezavisno od toga da li na tržištu postoji višak ili manjak agregatne tražnje u odnosu na robnu podnudu (Tn > < Rn).

Među osnovne faktore ovog tipa ubrajaju se šledeći:

1) Povećanje nadnica i ličnih primanja iznad porasta produktivnosti rada. Naravno, polazi se od pretpostavke da je u nekorn prethodnom periodu postojala potpuna ravnoteža, da je postojala usagiašenost dohodaka i produktivnosti rada, i da se njihovim odstupanjem stvara inicijalni inflatorni impuls od strane „preteranog" rasta nadnica.

Povećanje dohodaka zaposlenih dovodi do porasta troškova po jedinici proizvoda, što se prenosi na porast cena.

Kroz sve bolju organizovanost radničkih sindikata dolazi do rasta najamnina nezavisno od rasta produktivnosti rada, a sve više vezano za troškove života i rast cena.

Proces podešavanja ličnih dohodaka prema već povećanim dohocima u drugim granama, vodi autonomnom pomeranju dohodaka naviše riezavisno od produktivnosti rada. Postoji stalna tendencija za ujednačavanje plata, ali naviše prema višem „uzoru". Radi se, s druge stiane i o očuvanju realne vrednosti nadnica. Povećanje najamnina u kapitalističkoj p'rivredi znači porast jednog oblika troškova proizvodnje, pa, ukoliko ne žele da to ide na teret profita kapitalisti dižu cene.

Pristalice inflacije troškova obično najveću krivicu prebacuju na rast ličnih dohodaka, čime se u osnovi i protiv „poitike dohodaka i cena".jer ta politika „osigurava samo rast ličnih dohodaka. ali ne i profita i drugih oblika dohodaka".

2) Monopoli i oligopoli, odnosno nepostojanje perfektne konkurencije na tržištu, dovode do utvrđivanja svih cena i troškova. autonomno (obično više),

nezavisno od stvarnih troškova proizvodnje, a ovo dalje do lančanog porasta troškova u drugim granama i do pomeranja cena naviše. Ograničena konkurencija koja karakteriše savremeno tržište, omogućava rasta troškova autonomno kao i formiranje cena, pa time nastaje stvami tip inflacije troškova.

S druge strnae, delovanje spoljnih cena i troškova preko uvoza rieelastičnih proizvoda, ali proizvoda s višim cenama, dovode do lančanog pomeranja cena u privredi. Isto tako, politika pune zaposlenosti, koju vode vlade gotovo svih zemalja, dovodi do rasta mase ličnih dohodaka, nezavisno od kretanja produktivnosti rada.

3) IPorast proflia, odnosno stope atasnulacije kod nđs, navodi preduzeća na to da u već formiranom odnosu plata i fondova (ili profita) porast ovih kategorija ostvaruju kroz rast cena. Ako već ue može direktno na teret najamnina, to se radi indirektno kroz rast troškova koji se preko cene prevaljuju na radničku klasu. Porast nominalnog draštvenog proizvoda zahteva i dodatnu monetarnu ekspanziju, da bi se mogla izvršiti potpuna realizacija društvenog proizvoda.[73] Emisija novca omogućava usklađivanje povećanja troškova cena roba i rada „veće robne ponude; nominalno" s novom novčanom kupovnom snagom na tržištu. Zato su mnogi ekonomisti zaključili da inflacija troškova nije moguća bez odgovarajuće inflacije tražnje.[74] Kada centralna banka privredi neelastične naniže (što bi dovodilo do velikih gubitaka), to obično centralna banka „popušta", da ne bi došlo do usporavanja stope privrednog rasta. Time ona „usklađuje" potrebnu količinu novca novim odnosima na tržištu popunjavajući nastali „manjak", ali time istovremeno i otvara novi proces rasta troškova i cena.

Prema mnogim shvatanjima (F. Machlup, G. Haberler) može doći do autonomnog rasta troškova, ali je pri tome neophodna i monetarne podrška jer, u protivnom, oni ne mogu da se održe, izostaje platežno sposobna tražnja i lome se osnovne poiuge stope rasta – realizacija i uvećanje investicija i dohotka.

Pred monetarnu politiku se u uslovima inflacije troškova postavljaju dve mogućnosti: prvo, ili da vodi i dalje odgovarajuću monetarnu politiku (koja izgleda „restriktivna"), što bi u dužem periodu doveio do usporavanja stope rasta, neiskorišćenih kapaciteta i nezaposlenosti, lii drugo, da se podešava novonastalim procesima, čime objektivno podržava proces inflacije. Pred monetarnu politiku se objektivno postavlja dliema: da li da sankcioniše inflaciju nastalu bez porasta agregatne tražnje i da je dopuni novom količinom novca ili ne.

U principu centralna banka takvu „pomoć" ne može odbiti, jer odbijanje sankcionisanja tog stanja dovelo bi do recesivnih stanja u privredi. To je dokaz više da monetarna politika nije efikasna protiv anfSacije troškova, jer njeno osnovno područje delovanja je regulisanje agregatne tražnje, a ne troškova reprodukcije. Ukoliko centralna banka pokuša monetarnim merama da suzbije inflaciju troškova, onda, obično, pada stopa rasta, te dolazi do porasta nezaposlenosti faktora proizvodnje. U uslovima monopolističke konkurencije troškovi se ugrađuju u cene i prebacuju na potrošače, čime se i monetarna politika postavlja u poziciju da samo ex post „interveniše" i „pokriva" takav rast cena.

Porast cena proizvoda obično je praćen porastom monetarne mase, koja to sa svoje strane omogućava, što dovodi do svojevrsne sinteze teorije efektivne novčane

[73] Dr S. Komazec: Savremena inflacija i državno–monopolistički kapitalizam, Informator, Udruženje banaka SRS, Beograd, 1976, br. **9.**

[74] Dr M. Vučković, op. cit.. 121–126.

tražnje i teorije inflacije troškova.[75] Inflacija tražnje i inflacija troškova obično se javljaju istovremeno, pothranjujući se, tako da insistiranje na njihovom razgraničavanju i odvojenom razmatranju ne prelazi granice običnog akademizma, malo korisnog za praktičnu politiku stabilizacije.

7) STRUKTURNA INFLACIJA

Definisanje i davanje osnovnih karakteristika i trećeg tipa inflacije bitno je i zbog vođenja adekvatne politike i instrumenata stabilizacione politike. Strukturna inflacija bi se teško mogla odvojiti kao poseban, čist tip inflacije. Radi se, pre svega, o mešovitom obliku prethodna dva: inflaeaja tražnje i inflacija troškova.

Prema teoriji struktume inflacije, sve sektore u okviru makro sistema možemo podeliti na tri osnovna:

1. Sektori s viškom agregatne novčane tražnje u odnosu na formiranje ponuda na njima (T>P),
2. Sektori s manjlkom agregatne novčane tražnje (T<P),
3. Sektori s uravnoteženim odnosima ponude i tražnje (T=P), koji sve dok postoji ravnoteža na njima, deluju neutralno na opštu ravnotežu.

Treba, dakle, razlikovati agregatne odnose tražnje i ponude za privredu kao celinu i po pojedinim sektorima. Do inflacije može doći i u slučaju kada ne postoji globalni raskorak tražnje i ponude u privredi, ali postoji na parcijalnim tržištima. U okviru globalne ravnoteže postoji niz strukturnih debalansa ponude i tražnje, nastalih na bazi stalnog procesa pomeranja ponude i tražnje s jednih na druga parcijalna tržišta. Klasična teorija opšte neravnoteže proces uravnotežavanja objašnjava na način da se višak tražnje i rast cenana pojedinim parcijalnim tržištima „neutrališe" sniženjem cena na drugim tržištima na kojima postoji adekvatno niža novčana tražnja ispod robnih fondova. Struktume neusklađenosti imaju neutaralan efekat na opšti nivo cena prema konceptu infiacije tražnje, tako da opasnost inflatornih poremećaja postoji jedino u uslovima globalnog viška tražnje na tržištu".[76] Prema drugom pravcu objašnjenja proces ops'teg uravnotežavanja odvija se kroz proces kompenzacije cena. Naime, porast cena na tržištima na kojima postoji višak agregatne tražnje kompenzovan je adekvatnim snižavanjem cena na drugim parcijalnim tržištima na kojima postoji manjak novčane tražnje. Međutim, poznato je da postoji danas rigidnost kretanja cena naniže, da se one u najboiju ruku zadržavaju na dostignutom nivou u slučaju pada tražnje. Time nedovoljan nivo tražnje manje deluje na cene, ali zato tu deluju troškovi reprodukcije koji ih guraju naviše. Okosnicu ove teorije predstavlja stav da postoji „asimetrija" cena naviše i naniže u sklopu ekonomskih mehanizama uspostavljanja nove ravnoteže između robne ponude i tražnje na parcijalnim tržištima.[77]

Da bi se održala stabilnost sistema kao celine i uspostavila nova ravnoteža nužno je da postoji veći manjak novčane tražnje na tim parcijalnim tržištima u odnosu na višak tražnje na drugim parcijalnim tržištima. Kada postoji raskorak i velike promene na parcijalnim tržištima nije moguće uspostaviti stabilan opšti nivo cena, čak i uz postojanje

---

[75] Monetarna politika se u procesu regulisanja novčane mase obično pridrzava kao „regulatora" društvenog proizvoda po tekućim cenama, čime je a priori ugrađen gotovo automatizam u popunjavanju „manjka" novca, nastalog kroz rast troškova i cena u reprodukciji.

[76] Dr M. Ćorović, op. cit. str. 165.

[77] J. R. C. Row; Analvsis of The Gcncration of Price Inflation, Oxford, Economic Papers, okt., 1956.

globalne ravnoteže robnih i kupovnih fondova. Zato se nameće zaključak, da pri postojanju stalnih i većih promena u sektorskoj kompoziciji ponude i potražnje neophodno dolazi do porasta cena, čak i u uslovima kada se u privredi uspostavlja globalna uravnoteženost (uz nepostojanost porasta troškova proizvodnje kao autonomnog faktora inflacije).

Karakteristika svih navedenih koncepata inflacije je hteli to ili ne, da svi polaze uglavnom od više ili manje razvijenog tržišnog mahanizma koji u osnovnom deluje na formiranje odnosa novčanih i robnih fondova, kao i na formiranje cena. Razvoj državno–monopolističkog kapitalizma značajno je ograničio funkciju tržišta, dok je formiranje cena i ponude, odnosno tražnje, velikim delom rezultat delovanja sprege države i monopola. To sve zahteva i novi pristup savremenoj inflaciji u svetu i programu stabilizacije.

G L A V A TREĆA

INFLACIJA I PRIVREDNI RAST

1. PRIVREDNI RAST

„Bez zaustavljanja visoke inflacije nema politike kvalitetnog i brzog rasta i smanjenja nezaposlenosti"

Jedan od osnovnih problema ekonomske teorije i politike danas jeste pitanje kako osigurati stalno visoku stopu ekonomskog rasta uz gotovo tehnološku stabilnost cena[78] i eventualnu punu zaposlenost. U vezi sa tim postavljaju se i dmga pitanja: kako rast učiniti pravednijim, uz sve veće uvažavanje nužnosti uvođenja novog sistema raspodele koji bi iz toga proisticao, a koji bi se, sa svoje strane, često imao presudno delovanje na formiranje akumulacije i potrošnje i njihove međusobhe odnose.

Posle dmgog svetskog rata stopa ekonomskog rasta je bila izuzetno visoka i industrijski razvijenim zemljama i u zemljama u razvoju, što je mnoge ekonomiste navelo na zaključak o visokoj korelaciji stope rasta i inflacije. Istina, danas, i pored togakod ekonomista postoji velika kontroverznost u pogledu prirode i čvrstine veze između ove dve stope. Međutim, neospomo je i dalje nema čvrstog stava da li ekonomski rast podstiče inflaciju ili inflacija podstiče stopu rata – ili su i ekonomski rast i stopa inflacije podstiče stopu rasta – ili su i ekonomski rast i stopa inflacije rezultati delovanja niza drugih faktora. Statički modeli se sve više napuštaju, a sve više se dinamičkim analizama pokušavaju pronaći njihove veze i međuodnosi.

Navedeni problem se može postaviti u dvostrukom smislu:

1. Kakvo je delovanje nivoa cena na stopu ekonomskog rasta? Naime, da lLstabilan nivo cena podstiče ili usporava privredni rast, odnosno da li više stope" inflacije podstiču ili usporavaju rast, i

[78] Rast ccna koji bi odgovarao tehnološkim i proizovdnim inovacijama koji se, prema brojim analizama, kreće od I –1,75% godišnje. Videti šire u knjizi: dr S. Komazec, dr Ž. Ristić: Inflacija i kriza, izd. ABC GLAS. Beograd, 1992.

2. Da li viša stopa ekonomskog rasta vodi stabilnosti ili nestabilnosti privrednog sistema.

Po ovim pitanjima ne postoji ni približno ujednačeno shvatanje u savremenoj ekonomskoj literaturi. To najbolje mogu ilustrovati stavovi koie su do pre nekoliko godina o ovim pitanjima iznosili vodeći svetski ekonomisti.[79]

Pitanje da li inflatomi proces pozitivno ili negativno deluje na tempo ekonomskog razvoja ni do danas nije raščišćeno u ekonomskoj literaturi i teoriji. Poznato je da je lista protivnika i pristalica inflacije gotovo beskonačna, mada se sva ta shvatanja mogu podeliti, odnosno rezimirati u nekoliko osnovnih stavova:

1. InfJacija blokira ekonomski razvoj, dovodeći do disproporcija i neravnoteža u procesu rasta. Ona predstavlja posledicu loše vođene ekonomske politike, a u novije vreme i nemogućnosti državne interpretacije da kontrolom cena, plata i ostalih dohodaka smiri nestabilnost privrede. Prema ovim shvatanjima, bolje se opredeliti i za stagnantnu privredu bez inflacije, nego razvoj uz jače izraženu inflaciju. Inflacija, prema ovim shvatanjima, redovno vodi privrednoj retardaciji.[80]
2. Inflacija je obavezni pratilac privrednog razvoja, dakle, „nužno zlo", pošto se ne može izbeći u procesu rasta. Prema ovoj grupi shvatanja, apsolutna prednost se daje privrednom razvoju u odnosu na monetarnu stabilnost.
3. Inflatorni proces je apsolutno, bez izuzetaka, štetan, jer dovodi, pre ili posle, do usporavanja privrednog rasta, zbog čega ga treba onemogućiti. Prema ovim shvatanjima razvoj u uslovima monetarne stabilnosti je „kvalitetniji" i brži nego u uslovima monetarne stabilnosti.
4. Postoji i „pomirljiv", srednji stav, da inflacija, uz izrazito negativno delovanje, ima i svojih pozitivnih delovanja koje samo treba znati koristiti.

Očito je da uz prva dva stava prema inflaciji, koji su postali dominantni, postoje i drugi, sasvim suprotni stavovi: da inflacija podstiee ekonomski rast, da predstavlja njegovu „motornu snagu" i da je stoga treba koristiti kao metod ekonomskog razvoja. Ekonomski razvoj jedne privrede daleko je uspešniji u uslovima monetarne nestabilnosti, a to znači da se u navedeni stav ugrađuje i koncept deficitnog finansiranja razvoja.

Obično se u prilog'ovim shvatanjima navode sledeći argumenti:

1. Inflacija dovodi do povećanja stope i mase akumulacije, a to vodi rastu investicione potrošnje, koja, sa svoje strane, dovodi do ubrzanja ekonomskog rasta. Inflacija dovodi do prelivanja realne kupovne snage u korist akumulacije, nasuprot realnom padu dohotka stanovništva. Ovaj stav je za naša dalja istraživanja značajan.
2. Inflacijom „naduvena" tražnja dovodi do porasta ukupne potrošnje, čime se sprečava eventualno nastajanje defiatornih faktora u privredi. Znači „da se realizacija robe odvija bez teškoća", čime inflaciona novčana tražnja deluje na ubrzanje ekonomskog rasta. Ovde de neosporno polazi od prihvatanja samo „pozitivnih" delovanja inflacije u privredi, dok se negativna, koja su po drugima znatno veća, u potpunosti zapostavljaju.

[79] Upor. Dž. Maćešić: Ekonomska stabilnost – uporedna analiza. izd. BIGZ, Beograd, 8974, str. 51.

[80] Interesantno je navesti da ovaj prvi pravac „protiv inflacije" zastupaju i ekonomisti MMF. Isto tako i sovjetska teorija stoji na stanovništu da je inflacija štetna za ekonomskoj razvoj.

No, pođimo u istraživanju ovih funkcionalnih odnosa određenirn redom. Naime, razmotrimo najpre delovanje cena na rast, a zatim delovanje stope rasta na cene, na njihovo delovanje, finansiranje i ponašanje zaposlenosti.

2. DELOVANJE INFLACIJE NA EKONOMSKI RAST

Što se tiče pitanja kakvo je delovanje nivoa cena na stopu privrednog rasta, najveći broj savremenih ekonomista istupa sa stavom da stabilni nivo cena potpomaže privredni rast. Velikibroj ekonomista se, međutim, suprotstavio tom stanovištvu. Po njima, **stabilan nivo cena** usporava **privredni rast.** Oni su kritikovali Reganovu antlinflacionu politiku kao politiku koja je dovela do usporenog privrednog rasta američke privrede. Pri tome je istaknuto i stanovište da rastući nivo cena (inflacija) podstiče privredni rast. Pri tome se posebno želi naglasiti da se radi, uglavnom, o blagoj inflaciji.

Razlozi koji i pored navedenog stava odvraćaju mnoge ekonomiste od prihvatanja blage inflacije kao neophodne cene visoke stope rasta jesu sledeći:

1. Inflacija dovodi do pada produktivnosti rada, što bi se moglo postaviti kao prvi negativan ekonomski efekat. Slabljenje novčanih estimulansa za produktivniji rad radnika vezano je za pad realne kupovne snage, dok u preduzeću osećaji slabe za ekonomske principe poslovanja.
2. Stabllnost cena daje „podstreka štednji", ali po svojoj prirodi delovanja inflacija smanjuje štednju, koja je inače „neophodna za formiranje kapitala i ekvipiranje brojnije radne snage sa sve efikasnijim oruđima i mašinama". Ovo je poseban argument u poslednjoj dekadi.razvoja kada se, uz sve veću stopu inflacije, koja iznosi „prosečno između 10% i 11%, javlja enormno visok rast cena.
3. Pošto inflacija „povećava štednju" (posebno bogatih slojeva), ušteđena sredstva pretvaraju se u izvore za ekspanziju u pravcu stimulisanja privrednog rasta, ali uz izmenjenu i pogrešnu strukturu proizvodnje, uz veći deo dohotka koji je usmeren u neproizvodnu i luksuznu potrošnju.
4. Visoki profiti (dobit u infiaciji) omogućavaju preduzećima stvaranje unutarnjih fondova za ekspanziju, ali to, obično, vodi neracionalnoj upotrebi tih fondova, odnosno lakom ulasku u investicije, predimenzionisanju kapaciteta, što je redovna pojava u inflaciji.[81]
5. Visoki profiti navode preduzeća na proširivanje kapaciteta radi očekivanja i dobijanja novih profita.

[81] Inflacija je vrlo složeni proces. Ona se u savrcmenoj građanskoj tcoriji, ali u delu bližem marksističkoj orijentaciji, smatra „kao monetarni : orcmećaj t pokušaj da se izbegnu posiedice opadajuće profitne stope, koje su rezultat protivrečnosu naraslih unutar stvarnog procesa akumulacije. Utoliko se može reći da inflacija ukazuje na tendenciju razdvajanja realnog od monetarnog procesa akumulacije kapitala. Trenutno ovaj pokušaj može biti uspešan u održavanju profitne stope. Ali, nemoguće je na duži rok sprečiti razdvajanje monetarne i stvarne akumulacije. Prema (bme, inflacija nam nudi samo kratkoro£no rešenje za problemc kapitalističke krize prekomeme akumulacije". (Elmar Altvater: Dvr' lki karakter krize svetskog kapitalističkog sistema, Socijalizam, br. 11, 1983, str. 1556).

6. Visoki .Jenjigovodstveno iskrivljeni profiti" dovode do veće investicione aktivnosti daleko iznad stvamih mogućnosti i stvame akumulacione sposobnosti i privrede.
7. Inflacija „stvara" izvore za finansiranje privrednog rasta preko poznate „prisilne štednje".

Inflacija znači preraspodelu realne kupovne snage obično na štetu stanovništva, dakle tekuće potrošnje u korist akumulacije. Međutim, stanovništvo vrši stalni pritisak u pravcu povećanja reainog standarda do čega mora doći, jer „ni jedan privredni sistem ne može da se održi ukoliko u njemu životni standard stanovništva permanentno i na dugi rok opada ili stagnira. Razume se da povećanje realne kupovne snage stanovništva znači, istovremeno, smanjenje realne kupovne snage akumuiacionih fondova, pri čemu ove veličine treba u uslovima dinamičke prirode posmatrati u relativnom izrazu".[82]

U usiovima inflatome privrede sve više dolazi do pojave „inflacionih očekivanja" (budućeg rasta cena), što nema baš mnogo veze sa stopom ekonomskog rasta i privrednom aktivnošću.

Prema ovim stavovima, inflacija dovodi do neefikasnih investicija, nemogućnosti reainog planiranja u privredi, d.o disproporcija i neracionalnosti u upotrebi kapitala, pri čemu se posebno podstiče neefikasno upravljanje. Jer, u. uslovima inflacije „stvaraju se dohoci i tamo gde bi, inače, bili gubici". Inflacija, poznato je, dovodi do pada izvoza, povećava uvoz i stvara teškoće u bilansu plaćanja, odnosno u stanju i strulrturi nnonetanuto rezervi. S drue strane, teško je računati sa stalno blagom inflacijom, jer postoji opasnost da se blaga inflacija pretvori u galopirajuću, što je česta pojava ukoliko se blagovremeno ne preduzmu adekvatne, danas često neuspešne, mere stabilizacije.

Imfiaclja otežava realno planiranje privrednog razvoja. Planiranje osnovnih proporcija razvoja, kao i svi ostali indikatori društveno–ekonomskog razvoja, pretpostavlja realtivnu stabilnost cena, s obzirom da se sve planske promene i odnosi izražavaju vrednosnim pokazateijima. Ukoliko u planskom periodu (obično je to period od pet godina) dođe do jačeg rasta cena u odnosu na cene po kojima je planirana vrednosna raspodela nacionalnog dohotka i društvenog proizvoda, ostvarena kretanja će značajno odstupati u odnosu na planirana, čime se planske proporcije pretvaraju u neobavezne prognoze i ništa više,

Postoje, dakle, ne samo različita već i potpuno suprotna gledanja na delovanje inflacije na stopu ekonomskog rasta.[83]

Prema argumentima u korist inflacije postoje ozbitjni razlozi za inflatorno finansiranje ekonomskog razvoja, jer je očito da inflacija često ima stimulalivno delovanje na ekonomsid razvoj. Samo, se pri tome postavija pitanje: do koje granice–inflacija stlrnuliše razvoj, a fcada počinje da ga usporava i derogira već postignute pozitivne rezultate. U literaturi je uobičajen stav da inflacija stimulativno deluje na ekonomski razvoj (deficitno finansiranje razvoja) u uslovima kada u privredi postoje neiskorišćeni kapaciteti i rezerve radne snage, što je danas prisutno ne samo u zcmljama u razvoju, već i u razvijenim industrijskim zemljama.[84]

---

[82] Dr M. Ćirović, op. ci. 'tr. 52.

[83] Zbog navedenog pitanja na drugom mestu posebno obrađujemo problem inflacije i ekonomskog razvoja zemalja u razvoju – da bismo šire objasnili kada je moguće i do koje granicc koristiti deficitno infiačiono) finansiranje razvoja, bez opasnosti od prerastanja priniarne inflacije u oivnrcnu ili hipcrinflaciju.

[84] U tom pogledu već se pravi razlika između bruto i neto (čisle) inflacije. Bruto inflacija stimulalivno deluje nn rasl proizvodnje i razvoj u celini, dokčista inflacija ne dovodi do dopuaskog rasta proizvodnje. Samo se u tome ne polazi od toga da je teško odvojiti bruto od čiste inflacije, odnosno teško utvrditi kada rast cena postaje ekscesivan.

Prema tome, uslovi bSage inflacfje i relativne stabilnosti (u odnosu na inflaciju u drugim zemljama) osiguravaju najpovoljnije pretpostavke za stabUan i đugoročan kvalitetan ekonomsld razvoj.[85] Ovo mišljenje danas preovladava u ekonomskoj literaturi.

Svakako da ovde treba imati u vidu da blaga inflacija u jednoj zemlji deluje nepovoljno na plasman njenih proizvoda na inostrano tržište jedino pod uslovom da u tim drugim zemljama postoje stabilne cene ili da je stepen inflacije u tim zemljama niži nego stepen inflacije u datoj zemlji. Međutim, blaga inflacija stvarno ne mora neizbežno da se pretvori u galopirajući inflaciju. To najbolje pokazuje posleratno iskustvo zapadnih zemalja.

Danas, dakle, postoje ne samo različita, već i potpuno dijametralno suprotna gledanja na delovanje stope inflacije na stopu ekonomskog rasta. Istina, danas uglavnom, prevlađuje gledanje da sprečavanje inflacije, odnosno relativna stabilnost, pozitivno deluje na privredni razvoj i produktivnost rada.

Suprotni stavovi polaze od toga da je visina stope tražnje (generisana i inflacijom), faktor ekonomskog rasta, jer u uslovima recesije kada popušta ukupna tražnja dolazi i do pada stope rasta. Moglo bi se zaključiti da razmišljanja idu u sledećem pravcu: visoki novčani dohodak (profit), koji ide s inflacionim pritiskons, dovodi i do povećanja investicija, zaposlenosti i drugih oblika dohodaka, a to vodi povećanju stope ekonomskog rasta. Navedeno se često „potkrepljuje" argumentom da značajno povećanje nadnica može biti kompenzovano porastom produktivnosti rada koja se pri tome može očekivati u uslovima visoke stope porasta proizvodnje i investicija. Međutim, nominalni izrazi obicno „pokrivaju" takve odnose, što je velika slabost savremenih ekonomija. Novac danas postoje sve više sredstvo .sui generis, sve više odvojen od svog iskonskog „robnog" oblika i stvarno pretvoren u čistu manipulisanu valutu. Ograničen, uglavnom, u nacionalne okvire, pod stalnim pritiskom nacionalne ekonomske politike i filozofije razvoja po svaku cenu, novac postaje sredstvo razvoja, a sve manje adekvatna mera vrednosti proizvodnje ostalog robnog sveta. Pod važećom filozofijom razvoja po svaku cenu i zahteva za visokim stopama rasta i pored navedenih teorijskih stavova, upravo se novac stavlja u pokret da bi se „stimulisao razvoj", a često i pokrili određeni razvojni i strukturni problemi. To sve ukazuje na činjenicu da u uslovima savremenih novčanih sistema, u uslovima direktnog novca, sve više se napušta politika stabilnih cena i stabilnosti novca po svaku cenu, dok teorija i dalje ostaje na poziciji da je treba očuvati.

(Videti: Dr S. Komazec: Strategija stabilizacije ekonomskog sistcma. NIF „Štampa". Šibcnik, 1978. str. 324–327).

[85] U tom pogledu konstruisana je i poznaia Filipsova kriva koja trcba da uspostavi funkcionalni odos pretlicna cene, s jedne. i nezaposlenosti. s druge sirane. kao i plata nczaposlenosti.
(A. W. Philips: The Relation Betvteen llncmplovmcnt and The Hatc of Cliange of Monev Wagc in the United Kingdom 1961–1975. Now. 25. 1958. slr. 28.

3. DELOVANJE EKONOMSKOG RAZVOJA NA INFLATORNU NESTABILNOST

Razmotrimo sada obmut proces između uticaja ova dva agregata. Naime, da li postoji neko delovanje stope rasta na cene i kakav je pravac tog uticaja.[86]

Istraživanja infiacionih mehanizama pokazala su da, ipak, postoji neka veza između inflacije i stope rasta, čak i li uslovima kada su sl.ope rasta niske, mada se za sada ne kaže mnogo o samoj prirodi tog uzajamnog delovarija (bar ne u onoj visini koja se može zapaziti).

Što se tiče suprbtnog delovanja, dakle delovanja promena stope privrednog rašta na nivo cena, poznato je da je jedna gmpa američkih ekonomista isticala da **visoka stopa privrednog rasta dovodi do stabilnosti cena.** Tako D. Robertson[87] smatra da sama ekspanzija predstavlja faktor koji reguliše inflaciju, posebno sistemom apsorbovanja inflacionih poremećaja između ponude i tražnje. Brz rast, dakle, sprečava proces rasta cena na unutrašnjem planu i njegovo eventualno prerastanje u hiperinflaciju. To je poznata Robertsonova hipoteza koju su spremni da prihvate danas i dmgi brojni ekonomisti.

Druga grupa ekonomista je istakla suprotno gledište. Naime, visoka **stopa privrednog rasta dovodi do rastućih cena, odnosno inflacije.** Po njima većstopa rasta iznad 3% može da dovede do inflacije. Nasuprot tim, suprotnim i zaista ekstremnim stavovima, došlo se i do stanovišta da je privredni rast kompatibilan sa stabilnim cenama, odnosno da ne postoji neposredna uzročna veza između privrednog rasta i nivoa cena.

Pokušajmo to sagledati iz nekoliko podataka za čitav niz industrijski razvijenih zemalja.

Istina, dokazano je, u savremenim uslovima razvoja, u većini zemalja ,,inflacija koja isuviše dugo traje obično postaje eksplozivna" dovodeći pre ili posle do otežavanja rasta, što.znači da se kao savremeni fenomen mora da podvrgne lečenju, odnosno otklanjanju.[88]

Međutim, statistika koja se odnosi i na ceni posleratni period većine zemalja ne ukazuje na postojanje neke cvrste veze izmedu stope inflacije i stope privređnog rasta. To kao da ide u prilog tezi da su drugi ekonomski faktori (struktura razvoja, uvoz, produktivnost, investicije, ponuda i tražnja i dr.), koji prate privredni rast, a ne stopa rasta kao takva, determinante stabilnosti, odnosno nestabilnosti cena.[89]

U dosadašnjoj ekonomskoj „logici ponašanja", pod određenim ekonomskim uslovima privrednog razvoja jedne zemlje, da bi se suzbila inflacija i osigurala stabilnost cena, stopa rasta je morala biti znatno smanjena. Takva ekonomska logika ponašanja redovno je prelazila u „drugi kvalitet". Napuštao se ređovno zahtev za osiguranje stabilnostž cena, uz istovremeno opredeljenje za višu stopu ekonomskog rasta.[90]

---

86 EricLindberg: Ekonomski razvoj.inflacijaistabilnost–međunarodno poređcnje. Inflacija.zbirkačlanaka, Informalor, Zagreb, 1965, str. 165.

87 D. Robertson, N. Kaldor i dr.

88 Dž. Maćešić: Ekonomska stabilnost, uporedna analiza, izd. BIGZ, Beograd, 1973, str. 55.

89 Videti: Holtzman, F. D.: Income Dcterminationin Open Innatjon(Određivanje dohotka u uslovima otvorene inflacije), Review of Economics and Statistics, maj, 1950.

90 N. Kaldor: Economic Growth and the Problem of Inflation, Economica. 1959, str. 216–226.

Ne ulazeći detaljnije u ovo pitanje, smatramo da je najprihvatljivije stanovište« da privredni rast, sam po sebi ne mora da dovede do porasta cena, ali da postoje uslovi pod kojim privredni rast može da utiče na nivo cena. Jedan od najznačajnijih uslova je, svakako, odr.os između obima proizvodnej i iskorišćenošću proizvodnih kapaciteta, odnosno zaposlenosti proizvodnih faktora. U situaciji neiskorišćenih kapaciteta, odnosno nezaposlenih faktora proizvodnje, privredni rast ne mora neophodno dovesti do porasta cena. U tim uslovima, upravo, bi privredni rast trebalo da potpomaže stabilnost, pa čak, teorijski, i pad cena. U situaciji, pak, pune zaposlenosti, dakle odsustva „gepa" između proizvodnje i kapaciteta, privredni rast će, po pravilu, podsticati rast cena ili inflaciju. To ne znači da će u uslovima „pune zaposlenosti" svaka stopa privrednog rasta dovesti do porasta cena. Pošto se privredni rast u osnovi ostvaruje porastom kapaciteta, porastom zaposlenosti i porastom produktivnosti, neće dovesti sam po sebi do porasta cena ni u uslovima pune zaposlenosti.[91]

Visoka stopa privrednog rasta, samo po sebi, ne dovodi do inflacije i dizanje cena. Tu, pre svega, deluju određeni uslovi u kojima se odvija dati privredni rast, a koji je često praćen pojavom strukturne inflacije naročito iz sledećih razloga:

1. Disproporcija u razvoju,
2. Pojava uskih grla proizvodnje,
3. Uvozna ograničenost i visok uvozni sadržaj reprodukuje (s pojavom uvozne inflacije),
4. Preraspodela dohotka,
5. Novi odnos potrošnje i akumulacije,
6. Izmena strukture potrošnje koja prati ekonomski rast i dr.

Predmet delovanja antlinflacionih mera monetarne i fiskalne politike stoga treba da budu ti ekonomski uslovi koji omogućavaju i takav privredni rast, da bi se delovanjem na njih osigurala visoka stopa rasta, uz relativnu i tolerantnu stabilnost cena.

Kako je teško, dakle, prihvatiti tezu o stimulativnom delovanju stope inflacije na stopu rasta, problem njihovog međuodnosa se može postaviti i ovde sa dva stajališta:

1. Svesno pothranjivanje inflacionih kretanja da bi se dao „podsticaj" stopi rasta i formiranju kapitala, jer se potpalo pod uticaj filozofije o stimulativnom delovanju inflacije na rast, čak i otovrenim pribegavanjem deficitnom finansiranju razvoja, i
2. Nenamemo, stihijsko razvijanje ihflacije u pojedinim zemljama, kao rezultat neefikasnosti mera stabilizacione politike, ali s punom svešću o negativnom delovanju inflacije u procesu rasta i na sam ekonomski rast.

Prvi oblik obično se pripisuje zemljama u razvoju, odnosno zemljama na nižem stepenu razvoja koje su pritisnute potrebama ubrzanog rasta, a u nedostatku stvame akumulacije pribegavaju deficitnom (inflacionom) stvaranju akumulacije, dmgi tip se vezuje za razvijene, već industrijalizovane zemlje.

Pođimo sada od prve mogućnosti – **namernog** korišćenja inflacije kao me**toda „podsticanja" stope rasta i zaposlenosti.**

[91] Pojam „pune zaposlenosti" nt: zriači da postotak nezaposlenosti iznosi nula. Mnogi savremeni ekonomisti smatraju (posebno u SAD) daje 57c nezaposlenih tolerantna granica, kada su u pitanju SAD da bi se smatralo da vlada puna zaposlenosl radne snagc. U drugim zemljama taj toleranmi postotak je veći ili manji (npr. Švedska 5.2%, V. Britnija 7–8%). Radi se često o tzv. prirodnoj stopi nezapošienosti.

GLAVA ČETVRTA

INFLACIJA I PLATNI BILANS

1. DELOVANJE INFLACIJE NA PLATNI BILANS

Inflacija u svim privredama ima negativno delovanje na platni bilans. Domaće cene i troškovi nacionalnih privreda su u sistemu otvorenih ekonomija povezani sa svetskim tržištima, tako da se delovanje inflacije automatski prenosi preko cena (uvoza i izvoza) na trgovinski bilans, a negativnim promenama u trgovinskoj dolazi do negativnih efekata i u platnom bilansu. Ukoliko je u platnom bilansu postojala ravnoteža – inflacija će dovesti do pojave deficita, u slučaju da već postoji deficit – inflacija ima tendenciju da taj deficit proširi, dok u siučaju postojanja suficita platnog bilansa inflacija dovodi do smanjenja ili nestanka suficita i, eventualno, prelazak u deficit.

Delovanje inflacije na platni bilans uglavnom se oseća preko delovanja inflacionarne novčane tražnje na izvoz i uvoz. Ukoliko u zemlji postoji veća novčana tražnja praćena većim rastom cena u odnosu na cene u privredama – partnerima inflacijom pogođene ekonomije, dolazi do smanjenja izvoznih viškova, poskupljenja izvoznih roba za inostranog kupca, opadanja izvoznih sposobnosti, povećanja troškova proizvodnje u odnosu na inostranstvo, što u krajnjem slučaju ima negativan odraz na izvoz. Izvoz u inflacijom pogođenoj privredi opada. Opadanje izvoza je veće od promene nacionalnog dohotka, tako da dolazi do pojave delovanja negativnog spoljnotrgovinskog multiplikatora. Dakle ne mora da dođe do apsolutnog pada izvoza, ali je njegov relativan pad redovna pojava (u odnosu na materijalnu proizvodnju, promenu nacionalnog dohotka, stanje rezervi, nivo razvoja privrede i dr.).

Nasuprot ograničavajućem delovanju na izvoz, inflacija dovodi do podsticanja uvoza. Pritisak na uvoz se generiše iz nekoliko negativnih efekata:

1. Domaća novčana tražnja koja u inflaciji nabujala i koja se kreće iznad rasta robnih fondova vrši pritisak na domaćem tržiŠtu dovodeći na njemu do porasta cena,
2. Deo nezadovoljene novčane tražnje vrši pritisak na stranim tržištima dovodeći do pritiska na uvoz,

3. Relativno više domaće cene i troškovi, u odnosu na cene i troškove na inostranom tržištu, dovode do stimulacije uvoza sada jeftinije inostrane robe, dok se izvoz, i uz brojne državne intervencije i stimulacije izvoznicima, ne isplati. Lakše je robu i uslugu realizovati na domaćem tržištu koje zbog novcane efektivne tražnje apsorbuje sve ponuđene robne fondove (i po višim cenama) nego ih realizovati na nesigurnim inostranim tržištim, često i uz gubitke (zbog neadekvatnog, precenjenog deviznog kursa).

Inflacija, uglavnom deluje istovremeno u sva tri pravca. Istina uvođenjem administrativne kontrole uvoza, i uvođenjem devizne kotrole uopšte, može se sprečiti da se višak domace novčane tražnje prebacuje na inostrano tržište, ali će to tada značiti njihovo zadržavanje u domaćoj privredi uz dodatan prltisak na domaće tržište, uz generisanje daljeg inflatorimog rasta cena.

2. DELOVANJE INFLACIJE U USLOVIMA FIKSNOG I FLUKTUIRAJUĆEG KURSA

Negativna delovanja inflacije na izvoz i stimulativna delovanja na uvoz različito se osećaju u privredi koja ima **flksni devizni kurs** i u privredi koja ima **fluktuirajući** devizni kurs.

U privredi koja ima fiksni devizni kurs (danas, u svetu uglavnom postoje brojne varijante fluktuirajućih kurseva), postavlja se pitanje: da li je uz delovanje inflacije došlo i do promene deviznog kursa? I dalje, ukoliko je devizni kurs promenjen (devalvacija), postavlja se pitanje u kom postotku, da li je stopa devalvacije ravna stopi inflacije (čime dolazi do izjednačenja ili alineacije cena na domaćem i svetskom tržištu); da li je **devalvaciona stopa veća od stope inflacije** (anticipirana devalvacija), i da li je **devalvaciona stopa manja od stope inflacije,** kada su efekti promene deviznog kursa nedovoljni?

Istina, postavlja se i pitanje vremena kada se vrši promena deviznog kursa i koliko je vreme zakašnjenja u reagovanju. Ukoliko zemlja, i uz postojanje više stope iriflacije – u odnosu na zemlje glavne spoljnotrgovinske partnere, želi da održava svoj kurs stabilnim moraće da ga štiti intervencijama iz monetarnih rezervi (međutim, ne postoje takve monetarne rezerve koje mogu dugo da izdrže takav pritisak i odliv).

U slučaju postojanja fluktuirajućeg deviznog **kursa,** što je uglavnom danas slučaj kod svih zemalja (bez obzira na varijante i upravljanje fluktuacijama kursa kroz određivanje gomje i donje granice fluktuiranja), postavlja se i ovde pitanje: da li se promena deviznog kursa veća (padanja kursa domaće valute) od porasta cena, konkurentski položaj domaće privrede se popravlja, i suprotno tome, kod manje promene kursa domaćeg novca u odnosu na porast cena.

Inflacija ima i neka „dodatna" negativna delovanja na platni bilans, kao što su preraspodela efekata uvoza i izvoza u privredi na grane i područja jedne zemlje, gubljenje poverenja u domaći novac, izbegavanje domaćeg novca, uz beg u stabilniji inostrani

novac, a sve to skupa dovodi do dodatnog opterećenja platnog bilansa.[92] Izvoz kapitala u druge zemlje, i konverzije u čvrste valute, su dosta prisutni u kapitalističkim zemljama.

U svakom slučaju, inflacija nepovoljno deluje na platno–bilansne odnose. Tako u privredama u kojima postoji hroničan i veliki deficit platnog bilansa (bazna ili fundamentalna **neravnoteža)** ona je primorana provesti **devizna ograničenja** i **deviznu kohtrolu,** čime se vrši izvesna „izolacija" domaće privrede u odnosu na svetsko tržište, dok u drugim uslovima zemlja se može odlučiti za **devalvaciju.**

3. INFLACIJA I DEVIZNI KURS

Kako inflacija deluje na devizni kurs?

Kakav je njihov uzajamni odnos? Može li promena deviznog kursa da deluje na inflatomi proces?

Inflacija kao proces opšteg rasta cena i tokova poslovanja, bez obzira da li se radi o otvorenoj ili prikrivenoj inflaciji, odnosno monetarnoj, troškovnoj, strekterraoj i sl. inflaciji, nepovoljno deluje na devizni kurs domaće valute.

Inflacija zbog nastalog dispariteta domaćih (viših) i cena na inostranim tržištima, dovodi do precenjenog kursa redovno kada u zemlji postoji fiksni devizni kurs, koji se želi održavati u takvim odnosima. Delovanje inflacije na devizni kurs zavisi od sledećih faktora:

1. Dispariteta i dinamike domaćih cena i cena na inostranim tržištima;
2. Kretanja troškova poslovanja u privredi;
3. Monetarne ekspanzije ili restrikcije koje prate inflaciju u zemlji;
4. Inflatornih očekivanja;
5. Psiholoških faktora u pogledu očekivanih promena deviznog kursa (anti cipirana deprecijacija);
6. Kretanja deviznih kurseva na inostranim tržištima;
7. Odluka vlada i mera makorekonomske politike drugih država – kojima štite ili devalviraju vlastite valute;
8. Mogućnosti plasmana domaćeg novca u druge oblike profitonosne i sigume aktive u uslovima inflacije;
9. Poverenja u mere vlade i ekonomske politike u zemlji u odnosu na inflaciju i devizni kurs i dr.

Ukoliko se, u uslovima bržeg rasta domaćih cena u odnosu na kretanje cena na inostranim tržištima, nastoji zadržati fiksni (zvanični) devizni kurs, tada kurs domaće

[92] Inflacija ima različito delovanje na platni bilans svake privrede. Ovo zavisi od nekoliko faktora, među ostalim navešćemo samo najvažnije: granične ili ukupne sklonosti uvozu i izvozu (Koji deo povećanog dohotka će se od svake jedinice dohotka povećali uvoz ili izvoz, odnosno učešće uzvoza i izvoza u ukupnom nacionalnom dohotku), zatim ponašanje inflacije u drugim.zemljama, glavnim trgovinskim partnerima, zemlje pogođene inflacijom.'značaja zemlje u svetskoj trgovini rezervama valuta, mogućnosti ili nemogućnosti brzog obuzdavanja ili kontrole inflacije, uvozni sadržaj proizvodnje, uvozni sadržaj izvoza i dr.

valute postaje vrio brzo precenjen. Precenjeni kurs ograničava domaći izvoz i stimuliše uvoz, što dovodi do brzog pogoršanja platnog bilansa.

Devizni kurs se uglavnom određuje metodom pariteta kupovnih shaga.[93] Ukoliko je kupovna snaga domaćeg novca, konvertovana u devize, na stranom tržištu usled veće inflacije u zemlji, opala, tada devizni kurs postaje nerealan. Prilagđavanje kursa domaćeg novca vrši se devalvacijom ili stalnim prilagođavanjem (puzeća devalvacija).

Odnos stope inflacije, kamate i deviznog kursa određuje ponašanje svih subjekata koji raspolažu domaćim novcerci i dohotkom. Od njihovog odnosa zavisi da li će novac biti usmeren u tekuću potrošnju, štednju kod banaka, kupovinu hartija od vrednosti na finansijskom tržištu (akcija ili obveznica), odnosno biti pretvoren u devize (koje se u uslovima nepoverenja u banke i veće neizvesnosti) tezauriše, odnosno odliva u inostranstvo.

Osnovni faktor u formiranju ovog odnosa tri ključna instrumenta jeste ponašanje inflacije, koja generiše ponašanje kamata (nastojanje da se ostvari realna pozitivna kamatna stopa) i ponašanje deviznog kursa (realni devizni kurs postignut brzim prilagođavanjem).

Svaki privredni i finansijski subjekt nastoji da otkrije i prati uzajamne odnose ova tri parametra, što im služi za poslovno ponašanje i odluke o upotrebi novca i novčanog kapitala.

[93] Videti šire u knjizi „Međunarodni finansijski menadžment" – Novac i flnansijski kaplial u međunarodnoj ekonomiji, izd. ČigojS, Beograd, 1996 Cdr S. Komazec, dr Žarko Ristić, dr J. Kovač).

GLAVA PETA

DEFLACIJA I DEFLACIONA POLITIKA

1. POJAM I PRIRODA DEFLACIJE

Deflacija je bazni poremećaj monetarne ravnoteže u potpunosti suprotan inflaciji. Ona predstavlja takvo setanje u privredi u kojem efikasna novčana tražnja zaostaje za ponudom roba (T<P), što bi se, po pravilu, trebalo odraziti na snižavanje cena.

Tako se ovde, nasuprot inflacionom gepu, razvija deflacioni gep (jaz). Deflacija je istorijski posmatrano retka pojava, daleko ređe od inflacije. Najveća i najteža deflacije u istoriji kapitalizma bila je za vreme velike ekonomske krize 1929–1933. godine.

U sistemu zlatnog važenja, snižavanje i pad tražnje vezani su za odliv zlata (deviza) smanjenje zlatne podloge koja iz toga nastaje dovodi i do sužavanja opticaja, najčešće kroz restrikciju kredita banaka. U principu, deflacija je monetarni aspekt depresije, a nastaje kao jedna faza u konjunkturnom ciklusu, kroz koji se kreće kapitalistička privreda. Deflacija se u 19. veku tretirala kao metod jačanja kupovne snage novca, odnosno revalviranja vrednosti novca. U savremenoj teoriji deflaciju karakteriše proces kontrakcije novčanog volumena, a posmatra se kao proces opadanja efektivne tražnje, uz njeno sve veće vezivanje za ciklična kretanja kapitalističke privrede. Međutim, savremena deflacija obično nije više vezana za pad cena. Cene stalno rastu i u uslovima oštrih restrikcija novčane mase i u uslovima depresione faze ciklusa kapitalističke privrede. To je videli smo, opšta zakonitost u kretanju savremenih privreda.

Deflacione tendencije u socijalizmu ispoljavaju se gotovo redovno u uslovima kada se provodi oštra restriktivna kreditna politika, i to usko povezana s politikom stabilizacije. Ona često dovodi do nezaposlenih kapaciteta, nezaposlene radne snage i pada proizvodnje i nacionalnog dohotka. Oštra deflaciona kreditna politika, stoga, se gotovo redovno izbegava kao kurs ka stabilizaciji privrede. Mnoge kapitalističke zemlje (Japan, Francuska, V. Britanija i dr.) pokušale su u razdoblju od 1974. do 1976. godine provesti politiku stabilizacije privrede, snižavanjem cena i jačanjem kupovne snage novca kroz restriktivnu kreditnu politiku, ali su doživele pad stope ekonomskog rasta, porast nezaposlenosti rada i kapaciteta, uz dalje zadržavanje inflacije na visokom nivou. Deflacija kao sredstvo u borbi protiv inflacije danas ne daje gotovo nikakve rezultate u razvijerlim privredama i odnosima određenih snaga i struktura u njima.

2. UZROCI I FAKTORI DEFLACIJE

Deflacija, kao i inflacija, mada se po spoljnim manifestacijama obliku javlja kao monetarni fenomen, može biti izazvana brojnim i različitim tokovima, a klasifikbvaćemo ih u tri osnovne gmpe:

- monetarni faktori;
- Finansijski, faktori;
- realni faktori reprodukcije;
- politički (neekonomski) faktori.

1) Deflacija izazvana monetarnim faktorima vezana je za smanjenje mase novca u opticaju ili za veliko usporavanje brzine opticaja novca (uz datu novčanu. masu).

Deflacija, nastaia oštrom restriktivnom monetarnom politikom (stezanje kredita), odnosno smanjenjem novčanog opticaja, obično se provodi na nekoliko načina:

a. Restriktivna kreditna politika, preko koje se smanjuju krediti privredi i stanovništvu, uzrokuje smanjenje efektivne novčane tražnje. Padanje efektivne novčane tražnje, uz date robne fondove, dovodi do pada cena i realizacije;
b. Povlačenje kredita od strane centralne banke (primarnog novca) – izaziva višestruko smanjenje monetarne mase u privredi (kroz proces negativnog monetarnog multiplikatora), uz date robne fondove, dolazi do pada tražnje, realizacije i cena;
c. Blokiranje delova monetarnog volumena (novčane mase) i njegovo prelivanje u nelikvidna sredstva (sterilizacija); .
d. Odliv kapitala iz zemije u druge zemlje u kojoj su veći izgledi za proFit, kamatu i sigumost;
e. Tezauracija novca od strane posednika novca, što je često motivisano psihološkim faktorima. Novac se akumuliše ne'da bi bio plasiran u investicije i proizvodne svrhe, već radi štednje za sebe (tezauracija);
f. Deflacija se može provoditi radi revalvacije nacionalne valute.

2) Finansijski uzroci deflacije mogu se javiti u sledećem obliku:

a. Raspisivanje unutrašnjih državnih zajmova za stanovništvo i sektor privrednih subjekata, te sterilizacija prikupljenih sredstava u budžetu (stvaranje budžetskog suFicita lii manjehje prethodnih deFicita). Ali, ovo dovodi do smanjenja novčane kupovne snage, odnosno – uz pretpostavku da je prethodno postojala ravnoteža robnih fondova i pada novčane tražnje;
b. Vraćanje ranijih dugova centralnoj banci, odnosno vraćanje inostranih dugova preko sredstava prikupljerlih unutrašnjim dugom;
c. Naglim povećanjem poreza i odvođenjem novčanih dohodaka u budžet, bez odgovarajućeg povećanja javnih rashoda (Što je vezano za budžetski suficit, ili smanjenje deficita, ukollico je prethodno postojao) i sl.

3) Realni faktori *(uzroci)* deflacije mogu se javiti u sledećem obliku:

a. Porastom robnih fondova, uz smanjenje kupovne snage ili zadržavanje postojeće (manje) kupovne snage, ili rastom novčane tražnje, ali sporije, od rasta robnih fondova. U ovoj situaciji se mogu javiti dva slučaja: prvi, povećanje robnih fondova kroz brz rast produktivnosti rada, i drugi, bolje korišćenje već nastalih kapaciteta;
b. Nagli rast uvoza roba modnosu na izvoz. Porast uvoza deluje deflaciono, s jedne strane, preko povećane ponude roba na đomaćem tržištu, a, s dmge, zbog toga što'se za plaćanje uvoza moraju kupovati devize, te to dovodi do smanjenja domaćeg novčanog opticaja;
c. „Uvezena deflacija" preko povećanog uvoza iz zemalja u kojima vlada niska tražnja i niže cene zbog nižih cena u odnosu na domaće tržište, uvoz se čihi pOvoljnim, pato može biti uzrok preteranom uvozu u odnosu na „uvozni kapacitet domaće privrede";
d. Intervencija iz materijalnih državnih rezervi u ponudi roba na domaćem tržištu;
e. Izmena u strukturi finalne tražnje, ako dođe do pada tražnje na sektoru robe široke potrošnje, tada će se akceleratorski preneti na pad investicija, odnosno, preko procesa multiplikacije investicija doći će do višestrukog pada nacionalnog dohotka i zaposlenosti. To će se ponovo preneti (s jačim efektom) na novi pad tražnje sredstava potrošnje, pa će privreda iz deflacije preći u kriznu fazu ciklusa.

4) Politički uzroci (faktori) deflacije mogu se vezati za namerno provođenje deflacije u svrhu provođenja revalvacije valute, radi smanjenja deficita platnog bilansa, a zatim korišćenje deflacije kao metoda borbe protiv inflacije. Postoji mogućnost političkog pritiska više zemalja na određenu zemlju da prevodi deflacionu politiku zbog , jačanja" vlastitog međunarodnog položaja i konkurentnosti na svetskom tržištu, posebno kada se radi o valuti koja ima određeni međunarodni značaj (npr. dolar, funta, franak, i dr.).

3. POSLEDICE I OBLICI DELOVANJA DEFLACIJE

Deflacija je u finansijskoj teoriji karakteristična po nekoliko elemenata: padu cena, uz odgovarajući rast kupovne snage novca, porastu kamatne stope, padu investicija i realizacije, uz smanjenje stepena korišćenja kapaciteta i zaposlenosti* rada, neizvesnosti u poslovima, pojavi gubitaka. Beg u novac (koji dobija na vrednosti) je česta pojava, kao i proces dezinvesticija (beg iz realnih ulaganja u novac, što dovodi do porasta „sklonosti likvidnosti") privrednih subjekata, stanovništva i banaka.

U deflaciji određenu korist izvlače verovnici, jer se dugovi vraćaju nominalno u istom, ali realno u daleko višem iznosu (zbog stalnog rasta kupovne snage novca). Dužnici takođe iz istih razloga gube, pa se nastoje što pre osloboditi obaveza. Deflaciju zbog navedenih razloga zagovaraju rentijeri i zajmodavci. Deflacija izaziva potpuno suprotne posledice nego inflacija. Zbog sužavanja novčanog opticaja i kreditnog volumena u

privredi, čak i uz nepromenjenu proizvodnju, dolazi do pada tražnje i snižavanja cena. Novac poskupljuje, jer, kamatna stbpa raste. Rentabilnost opada, proizvodnja stagnira ili opada, a često se potpuno prekida. Dolazi do porasta nezaposlenosti, što dalje redukuje tražnju na tržištu.

Brzina novčanog opticaja se usporava, jer novac postaje sve „vredniji", što dovodi do uzdržavanja stanovništva od potrošnje u očekivanju daljeg pada cena. „Sklonost likvidnosti" ili zadržavanju gotovog novca izvanredno se povećava, dolazi do bega iz roba u novac. Svako želi da upravo novac zadrži, da se što pre oslobodi zaliha koje se stalno povećavaju.

Posebne teškoće deflacija donosi državi, jer joj prihodi opadaju, a dugovi i obaveze realno se povećavaju, mada nominalno stanje ostaje isto.

Banke se u toku deflacije uzdržavaju od odobravanja novih kredita, jer i one, kao i stanovništvo, oprezno vode politiku povećane likvidnosti (koja je i njima postala poseban problem zbog opadanja priliva noyca.u banke).

Deflacija gotovo na isti način pogađa proizvođače, banke^ potrošače i sve ostale subjekte u privredi. Jer su u međusobnim odnosima svi oni istovremerfo i dužnici i poverioci. Ako banka ne može naplatiti kredit zbog toga. što je dužnik pacfpod stecaj, onda ni ona ne može podmiriti svoju obavezu prema verovnicima, vefovnici.opet, ne mogu izvršiti svoje obaveze itd. Zato je proces propadanja, obastave proizvodnje, stečaj vrlo čest u deflaciji. „To postaje jedan kumulativan i ubrzavajući proces koji redovno dovodi do krize".[94] Budući da deflacija obično vodi stagnaciji ili padu proizvodnje i zaposlenosti, ona je daleko štetnija od inflacije.

„Korist" od deflacije, kako smo videli, izvlače rentijeri koji su uglavnom samo poverioci, ali ne i dužnici. Korist mogu imati i ulagači na štednju (zbog realnog rasta kupovne snage uloga); naravno, ako ne dođe do insolventnosti i bankrota banaka.

Deflacija kao složen proces i kao specifična „bolest" privrede može dovesti do nesagledivih teških posledica u privredi. Posledice mogu biti direktne, kao:

1. Pad realizacije robe,
2. Porast zaliha,
3. Pad proizvodnje i zaposlenosti,
4. „Povećanje" izvoza i opadanje uvoza (no, ovo nije izraz „zdravog" stanja ekonomije, već njenog zastoja, odnosno mrtvila i pada tražnje privredne aktivnosti),
5. Sniženje cena na domaćem tržištu (Što vodi pojavi gubitaka slabih poslovnih izgleda uzdržavanja od poslova i investicija; prema tome, pad cena ne vodi povećanju realizacije – već daljem gomilanju zaliha),
6. Bankrotstvo bankara i preduzeća, i dr.

Posledice mogu biti i indirektnog karaktera, a pre svega kroz preraspodelu dohotka u privredi, najčešće prema neproizvodnim i rentijerskim slojevima u društvima.

[94] Jedna od najvećih deflacija je nastala u toku velike ekonomske krize 1929–1934. godine, a javila se u tipičnom obliku: veliki pad cena, pad proizvodnje i robnog prometa, pad kurseva akcija, pad zaposlenosti rada i kapaciteta idr.

4. DEFLACIJA I EKONOMSKI RAZVOJ

Deflacija **pogađa stopu rasta** i **zaposlenosti,** a to su danas uglavnom osnovni ciljevi ekonomske politike svake zemlje. Postavlja se pitanje; da li je korisno prisustvo deflacije, odnosno da li je preporučljivo koristiti deflaciju kao sredstvo ekonomske politike i privrednog razvoja.[95]

Padanje stope rasta, nezaposlenost, bankrotstvo, zastoj u realizaciji i druge posledice koje izaziva deflacija, teraju sve zemlje da spreče pojavu deflacije, odnosno – ako do nje dođe – da brzo i efikasno provode oštru antideflacionu politiku.

Mere koje se mogu preduzeti identične su merama antlinflacione politike, samo sa suprotnim delovanjem. To su sledeće mere navedenih osnovnih područja:

1. **Monetarne politike** (povećanje kredita privredi i stanovništvu, smanjenje kamatne i eskontne stope, ekspanzivna politika otvorenog tržišta, smanjenje stope obavezne rezerve i rezerve likvidnosti, oslobađanje ranije ograničenih uslova kreditiranja, destimulacija štednje i tezauracije i dr.)
2. **Finansijske politike** (povećanje javnih rashoda, posebno neproizvodnog karaktera, smanjenje poreza, ukidanje plaćanja poreza unapred, vračanje javnih zajmova stanovništvu i preduzećima, zaduživanje kod emisione banke, stvaranje budžetskog deficita).
3. **Tržišno–političke mere** unutar privrede (kupovina države na tržištu, porast vlastitih dohodaka, stimulisanje investicija i potrošnje i dr.).
4. **Spoljnotrgovinske i devizne politike** (liberalizacija spoljne trgovine, ukidanje deviznih ograničenja i otplata duga inostranstva, podsticanje izvoza i dr.).
5. **Politika cena i dohodaka** (povećanje dohodaka u javnom sektoru, porast dohodaka iznad rasta produktivnosti rada, državni otkup uz garantovane cene, selektivna politika cena).
6. **Strukturna i planska ekonomska politika**[96] (naravno, sve sa suprotnim pravcem delovanja). Zapravo deflacioni proces lakše se otklanja i leči čisto monetarnim merama nego proces inflacije.

Najčešće se zbog toga upotrebljavaju mere monetarno–kreditne politike, dakle ‘ ubrizgavanje novca u privredu i prometne kanale, a ovo treba da dovede do povećanja **efektivne novčane tražnje.** Povećanje efektivne novčane tražnje, dalje, treba da dovede do porasta realizacije (prodaje), smanjenja nagomilanih zaliha, oslobađanja „zamrznutih” sredstava reprodukcije, popravljanja poslovnih izgleda i perspektive, porasta interesa investitora za novim ulaganjima, porasta investicija, porasta korišćenja kapaciteta i zaposlenosti, odnosno do porasta tražnje sredstava široke potrošnje i opreme, te do novih

[95] Engleska je posle prvog svetskog rata (1925.) u svrhu stabilizacije funte sprovela deflaciju, ali je ubrzo, zbog privrednog zastoja i finansijskih teškoća, morala sprovesti devalvaciju. Isto takoje 1947. god. radi otklanjanja deficita platnog bilansa, stabilizacije funte i privrede, ponovo provela deflaciju, ali niti je otklonila deficit platnog bilansa, niti je ostvarila stabilizaciju funte, medutim, u privredi je izazvala snažnu depresiju i veliku nezaposlenost.

[96] Šire izu£avanje navedenih mera, kako u pogledu vrsta, tako i upogledu područja delovanja, efikasnosti, nedostataka i sl. dato je u radu: dr. S. Komazec: **Strategija stabilizacije...** NIP „Štampa”, Šibenik, 1978.

investicija.[97] Privreda se kreće ka uzlaznoj fazi ciklusa. To je put izlaska iz deflacije i depresije. Zbog toga je deflacija samo monetarni izraz krize ili depresije. Finansijsko–političke mere su u deflaciji pokazale manju efikasnost.[98]

Monetarnom infuzijom u privredi preko ekspanzivne monetarne politike u borbi protiv recesije, kao i ostalim komplementamim merama makroekonomske politike, može se relativno brzo i lako i u vrlo kratkom roku obnoviti **agregatna tražnja,** a time i dovesti do uravnoteženja agregatne **ponude i tražnje.** Međutim, stabilnost i ravnoteža **na duži rok** ne mogu se održati bez ekonomskog rasta, a time i povećanja **agregatne ponude.**

Iz navedenog razloga dugoročne mere makroekonomske (posebno monetarne) politike biti koncentrisane na **porast proizvodnje** i ponude robnih fondova.

U manje razvijenim privredama, bez razvijenog finansijskog tržitša, slabo monetizovahim privredama, neelastičnosti faktora razvoja na **monetarne** infuzije, dakle ekscesivan monetarni rast uglavnom se iscrpljuje u povećanju cena. Proizvodnja pri tome obično ostaje rezistentna, često i opadanju.

---

[97] Preduzimanje različitih mera u borbi protiv deflacije, te vraćanje privrede u stanje pre nastanka deflacije, naziva se **reflacija.**

[98] Poznat je u istoriji slučaj „ekonomskog dilelantizma", kada se u vreme Velike ekonomske krize i oštre deflacije, odnosno depresije, pristupilo povećanju poreza. umesto njihovom smanjenju (S AD), aprovodila se istovremeno i dosta restriktivna monetarna politika.

GLAVA ŠESTA

MONETARIZAM I STABILIZACIJA

1. NEOMONETARIZAM I MONETARNA POLITIKA

Neomonetaristička koncepcija liberalnog kapitalizma postala je dominantna osnova savremenih makroekonomskih politika razvijenih privreda. Monetarizam sa poznatim elementima (ponuda novca, realna karnata, realni kurs, tražnja novca i dr.) postaje, nažalost, preovlađujuća paradigma nerazvijenih – sa potpuno različitim i strukturom privrede i društva, ali i tradicijom, kulturom, institucijama i dr.

Međunarodni monetarni fond i svetski kreditori (nosioci ponude svetskog kapitala) preporučuju dužnicima sa visokom infiacijom recepturu stabilizacione politike deflatornog karaktera. Inflacija treba da se **mone^rno** guši i ograničava, kao da je inflacija dominantno monetarni poremećaj privredne ravnoteže (bez delovanja na ublažavanje pritiska troškova, što joj u stvari čini osnovu). Redukovanje budžetskog deficita preko napuštanja subvencionisanja cena, izvoza i kamata, praćeni oštrom restriktivnom politikom – istina, imaju klasične deflatorne efekte (ograničavanje ekspanzije novca, ali dovode do istovremenog **rasta** troškova poslovanja. Traženje ostvarivanja **realne kamate,** realnog **kursa** nacionalnog novca, realnih **dohodaka** i dr. utemeljeno je na makroekonomskoj, politici razvijenih zemalja. Makroekonomska politika stabilizacije ovih zemalja sprovodi se u sasvim drugom ambijentu (razvijeno otvoreno tržište, visoka efikasnost i osetljivost kapitala na promene kamate, otvorena privreda, finansijska disciplina, razvijen bankarski i monetarni sistem, visok raspoloživi dohodak i štednja, elastičnost potrošnje, razvijeni oblici imovine u kojima se drži dohodak privrednih i drugih subjekata, ali i države i dr.), što sve ne postoji u nerazvijenim zemljama.

Politika ograničavanja potrošnje i kontrola monetarne **mase,** sasvim opravdfane u razvijenim privredama, teško su prihvatljive u zemljama u razvoju iz sledećih razloga: (1) Visina i struktura potrošnje su niski i vrlo neelastični (elementarne životne potrebe), (2) Privreda ovih zemalja je **slabo** monetizovana, što, u nedostatku viastite. akumulacije i **odliva kapitala,** ostavlja jedini prostor za dodatno bankarsko finansiranje **razvoja.** Ortodoksna stabilizaciona **politika** koja se sprovodi restrikcijom tražnje i potrošnje, politika „realnih “ faktora proizvodnje i **realne** devalvacije nastoji se brojnim pritiscima

nametnuti zemljama u razvoju. Osnovno pitanje pri ograničavanju potrošnje jeste: koji to oblik potrošnje u formiranju ukupne tražnje treba kontrolisali i ograničavati:

$$Ym = Cm + Im + Gm$$

Da li je moguće i daije ograničavati **ličnu** potrošnju (Cm) i kojih slojeva, **može** li **se to Linearno** činiti u socijalno izrazito raslojenom društvu ili je moguće ograničavati **investicije** (Im) koje su i dalje generator razvoja (mada su u svim **zemljama** u razvoju drastično opale u društvenom proizvodu).

Očito je da se u uspostavljenim odnosima može govoriti **samo u** ogra**ničavanju javne (budžetske) potrošnje,** koja je uglavnom **neproizvodna** i **neracionalna** u ovim zemljama. Kako ne postoje jednakosti investicija i štednje finansijsko tržište je u ponudi siromašno, rast „dodatne" štednje teško se može ostvarivati dodatnom kompresijom ostalih oblika potrošnje, posebno lične i investicione. Pri tome se mora postaviti i pitanje: kako je moguće brzo **strukturno prilagodavanje** ovih privreda bez **novih investicija i dodatne akumulacije.**

„Sve dotie dok se kamate, cene i kursevi mogu eratično kolebati, strukturni odnosi ekonomije – raspodela prihoda na klase, učešće države u društvenom proizvodu, produktivnost rada, intenzitet kapitala i tehnološka sposobnost mogu se menjati samo teško i s mnogo sukoba. Prilagođavanje struktnih realnih odnosa monetarnim tendencijama... u ovakvom slučaju ima karakter šoka. Država zadužene zemlje izgubila je svoj suverenitet privredno–političkog intervenisanja".[99]

„Deflaciona politika stabilizacije (monetarne i fiskalne politike) nastoji **redukovanjem agregatne tražnje** da sprovede odgovarajuće **dezinflacione procese.** Međutim, ukoliko je i postojala inflacija tražnje ona se brzo pretvara u inflaciju troškova. **Monetaristička** i kejnzijanska teorija, otkrivajući rigidnost cena i troškova (neelastičnost naniže) radi sprečavanja većih negativnih efekata recesionog karaktera – pad proizvodnje, dohotka, zaposlenosti, investicija – preporučuju postepen (graduelistički) pristup, a ne šokterapiju."[100]

2. MONETARISTIČKI MODEL STABILIZACIJE

Monetaristički modei stabilizacije uglavnom se osianja na oštru restriktivnu monetarnu politiku, dizanje kamatne stope (realna kamata), što treba da dovede do **smirivanja inflacije** u zemlji i **uravnotežavanja piatnog bilansa.** Mada se restriktivna monetarna politika pokazala efikasnom u razvijenim privredama, neposredni efekti ovakve politike u zemljama u razvoju **osećali** su se **u produbijivanju recesije.** Međutim,

[99] Alltvater. Elmar–Kurt Hlibner: Međunarodna kriza zaduženosti – neuspeh jednog modela razvoja, Marksizam u svetu, br. 12, 1986, str. 18.

[100] Teorija supcrmonetarizma, odnosno teorija „racionalnih ocekivanja" (Sargent, Wallace, Lucas i dr.^smatra dase proces stabilizacije može ostvariti u kratkom periodu bezrecesije, ali u uslovima kadasvi privredni subjekti imaju poverenja u državne mere i stabilizacionu politiku (Videti šire: Dr M. Ćirović: Monetarna ekonomija, Beograd, 1987, str. 227). Dezinflacija se dakle, može sprovoditi sužavanjem monetarnog rasia, što dovodi do obaranja slope inflacije, ali bez snižavanja stopc privrednog rasta.

proces recesije praćen je ubrzanom spiralom troškovne inflacije, zbog ubrzanog klizanja kurseva nacionalne valute, brzog rasta nominalnih primanja zaposlenih i naglog rasta kamatnih stopa. **Troškovni udar** je neminovan, uz pretvaranja inflacije tražnje u inflaciju troškova i uvoznu inflaciju (vrlko skupi uvozni sadržaji domaće proizvodnje i potrošnje).[101]

Ekonomija se, po svaku cenu, nastojala prepustiti zakonima kapitalističkog svetskog tržišta, što je dovelo do naglog uspoina kamatnih stopa, dramatičnog širenja finansijskog sektora. (nasuprot proizvodnog), brzog klizanja kurseva domaćih valuta i „rasprodaje nacionalnog bogatstva". Redukcija novčane mase, uz **nagli rast kamata** morala je dovesti do **obaranja stope rasta i produbljivanja recesije** i **krize,** mada inflacija nije zaustavljena. Naprotiv, inflacija se ubrzava. Porast **kamata** i uvoznih troškova (usied stalnog obaranja deviznog kursa) doveo je do **velike** zaduženosti privrednih subjekata i pravog kolapsa investicija (praćen opštom nelikvidnošću privrede i banaka).

Monetarni stratezi u nerazvijenim zemljama, delom pod uticajem monetarizma, delom pod pritiskom filozofije stabilizacije preporučene od MMF, već godinama, eksperimentišu s „realnim" kamatnim stopama,[102] realnim deviznim icursevima i „politikom privredne Liberalizacije", sve u uslovima hiperinflacije. U situaciji kacla je okruženje za takvu politiku stabilizacije nepovoljno, ali i suprotno u odnosu na razvijene zemlje, takvi „lekovi" uglavnom dovode do produbljivanja krize, porasta nezaposlenosti, neekonomskih raspodeia izvan funkcije rada i razvoja, socijalnih fenzsja, uz produbljivanje struktumih dispariteta (grana, cena, troškova, uvozno – izvoznih imputa i dr.). Monetaristički orijentisana privredna politika mogla je samo da izazove beg kapitala iz mnogih zemalja u razvoju, ogromnih preraspodeia dohotka u ruke finansijske oligarhije, dok je politika „liberalizacije" tržišta i privrede većinu odvela u hiperinflaciju, ogromne budžetske deficite **i** deficite trgovinskog i platnog bilansa (ekstemu zaduženost), uz drastičan pad investicija u dmštvenom proizvodu.[103] Radikalno i upomo sporovedena moneiaristička politika stabilizacije dovela je u većini zemalja koje su je primenjivale do monetarnog 'naosa. [104]Teoretičari ortođoksnog monetarizma takve efekte objašnjavaju nedovoljnom upomošću i izdržljivošću u primeni ovih mera u svim navedenim zemljama. Očito je da se ne uzimaju specifičnosti privreda i društva nerazvijenih zemalja, koje su potpuno različite od danas razvijenih država na pragu postindustrijske ere (informacionog društva). Može li se filozofija restriktivne krizno razvojnih i socijalnih potresa? Restriktivna monetarna politika i visoka kamatna stopa („realna" kamata) u uslovima slabe monetizacije ovih privreda, nedostatka akumulacije za razvoj, visoke kreditne zaduženosti prema bankama u zemlji i u inostranstvu, uz „omču dugova" koja se sve više steže, ali i uz vrlo nizak per capita dohodak, nisku potrošnju i standard, malu ponudu, .ograničene **i** neiskorišćene kapacitete i radne resurse, uz takvu distribuciju dohodaka da je najveći deo dohotka koncentrisan u uskom krugu

---

[101] Bazni koncept mbnetarističkog modela u stabilizaciji sastoji se u tome da se *obaranjem realnih zarada* promene *odnosi s'naga rada i kapilala u korist kapitala iprofita.* što dovodido *poraslaproflid* u raspodeli nacionalnog dohotka; akumulacije kapitala, a toje pretpostavka tehnoIoSkih inovacija i brzih stsuktumih prilagođavanja. pvakva 'terapija i preraspodela, oSito je, teško su ostvarivi u zemljama u razvoju.

[102] *Realna kamatna slopa ravnoteie* (McKinnon, Rsher) koja bi trebalo da bude realno pozitivna trebala bi da se nalazi iznad stope inflacije Neoliberalizam iržiSfa. nedostatak ponude kapitala, potpuna finansijska nemoć privrednih subjekata, odliv kapitala u inostranstvo *(spekulativni i „zvanični" preko kamata i otplata* eksternih dugova), Uod najvećeg broja zemalja u razvoju je pokazao da o nekoj realnoj kamati ne može biti ni reči.

[103] FinatasijsEte špeMoeije naglo bujaju, uz beg kapitala iz proizvodne u finansijsku sferu i preraspodele inflatornog dohotka u ruke finansijskih Ipekulanata, te ogromno osiromašenje najširih slojeva stanovništva.

[104] Veitim menjanjem jednog oblika ulaganja u dragi moguće je ostvariti velike dobitke kojima ne može konkurisati nljedna realna investicija. (Najveći broj zemalja L. Amerike, Izrael, Jugoslavija i dr.).

političke **i** finansijske birokratije, dakle u takvo „okmženje" treba smestiti restriktivnu monetarnu politiku i politiku visoke karnatne stope, odnosno stalni proces devalvacije domaće valute. Restriktivna monetarna politika llnearnog tipa, guši proizvodni sektor, drastično ograničava investicije i ekonomski rast, dok visoka nominalna kamata i kursni devalvacioni efekti dovode do daljih preraspodela sve više inflatomo „stvorenog" dohotka. Odliv kapitala iz proizvodne sfere u finansijsku, dominacija finansijsko–spekulativnih transakcija u odnosu na proizvodne, postaju sve brži procesi. Privreda tone u dugoročnu krizu, ali sada drastičnim pogoršavanjem svih performansi razvoja.[105]

Restriktivna monetarna politika, dosta efikasna u razvijenim privredama kapitalizma, posebno u pogledu uravnotežavanja platnog bilansa i regulisanja investicija, uz smirivanje inflacije tražnje, potpuno je neefiEiasna uli otklaBJanjju *m*–Oacife i platno–bllansne neravnoteže u nerazvijenim privredama iz sledećeih razloga:

1. Visok pritisak obaveza iz spoljnih dugova, što mora unutar privrede voditi orijentaciji na restrikrivnu monetarnu politiku trajnog (dugoročnog karaktera);
2. Odliv deviznih rezervi i supstance kapitala iz privrede (za podmirivanje spoljnih obaveza), Što vodi neelastičnosti monetarne politike unutar nacionalne privrede;
3. Neefikasnost politike kamatne stope, osirn njenog gotovo astromomskog nominalnog mavoa, što redovno dovodi do pretvaranja (evemtmalme) amonetarne inflacije *u* inflaciju troškova;
4. Finansijski haos sa privredi i visok stepen finansijske nediscipline svih subjekata (države, privrede, stanovništva).

Direktni efekat restriktivne monetarne politike u nerazvijenirn privredama je pojačavaimje recesije, porast neMkvidsiosta sektora privrede i banaka, povećanje nezaposlenosti rada i kapaciteta, pad realnih dohodaka zaposlenih (uz drastično socijaino raslojavanje).

Dodatna inflatorna štednja stvorena kompresijom domaće potrošnje – državne, lične, uvozne i neprivrednih investicija ne stvara osmove za aiove anvestkije i ekonomski rast. Sredstva se uglavnom koriste za plaćan je kamata za spoijne dugove. Obaveze iz dugova se podrniruju ne samo na osnovu stvorene akumulacije iz raspodele dohotka, već i preko kompresije potrošnje i odricanja širokih slojeva stanovništva.[106]

Restriktivna monetarna politika i rast kamatne stope u monetarnom sektoru razvijenih zemalja dovode do međunarodnog kretanja kapitala u zemlje s visokom realnom kamatom (ugiavnom u SAD), što dovodi do povećanja tražnje takve valute. Aprecijacija deviznog kursa dovodi do daljeg pojeftinjenja uvozne robe i smanjenja troškova proizvodnje. To je vrlo značajan antlinflatorni impuls koji ne postoji u nerazvijenim privredama. Naprotiv, to postaje dlođatni uđar troškova, monetarno–deviznog karaktera (poskupijenja uvoza robe, opreme, cene kapitala i obaveza iz korišćenog stranog kapitaia – porast obaveza u devalviranoj nacionainoj novčanoj jedinici).

---

[105] *Brazil* prcdstavlja očit primer takvih tokova. „Plan Kruzado" oslonjen na zamrzavanje cena i plata, restriktivnu monetarnu politiku. politiku visoke kamatne stope, stabilan kurs prema doiaru – pored početnih, spcktakulamih rezultata u obaranju hiperinflacije. nije praćen dubljim reformama političkog i ekonomskog sistema. Popuštanjem zamrzavanja otvoren je proces visoke inflacije za koju ni stmŽnjaci MMR ne vide izlaz.

[106] Razvijene države kapitalizjna su preko draslifinog pada cena sirovina i primamih proisvoda „đobile snažan sijtliaflatomi impuls". KesŠriMvsui snooellairmn patM&a preko stvaranjn recesije u memvijeaira priviedcmia i nt svettkom tržištu, uz pojafiani protekcionizam na uvoz iz nerazvijenih privrćđa, obaimli su imput trolkova u vlastitim (razvijenim) ekonomijama, ito je ktmilo oprogu monetarao–troikovne i uvozne inflacije.

3. ORTODOKSNI MONETARIZAM I RESTRIKTIVNA POLITIKA

Monetarna doktrina u savremenoj ekonomiji postala je dominirajući koncept stabilizacione politike. Ponuda novca, smeštena u okvir teorije kapitala paraletao sa razvijenom funkcijom tražnje novca, postale se osnovne determinante u vođenju ukupne makroekonomske politike. Ovaj koncept široko primenjen kod razvijenih privreda sa pozitivnim efektima (koncept je i prilagođen visoko razvijenim privredama) primenjen na nerazvijene zemlje najčešće je đavao negativne efekte (recesija, opšta nelikvidnost privrede i banaka, visoka kamatna stopa, permanentna devalvacija, ograničavanje potrošnje i pad investicija, porast nezaposlenosti i dr.).

Ortodoksni monetarizam u jednoj nerazvijenoj i slabo monetizovanoj privredi sa niskim per capita dohotkom i štednjom, visoko kreditno zavisnom od banaka i inostranstva, bez razvijenog finansijskog tržišta, uz nisku opstu efikasnost, ne može izlaz iz krize i nestabilnosti tražiti na koncepciji novog monetarizma.

Restriktivna monetarna politika uz „konstantnu stopu monetarnog rasta" vezanu za realni rast društvenog proizvoda, u ovim privredama redovno dovodi do opšte nelikvidnosti, velikih deformacijama u monetarnim tokovima, obaranja stope privrednog rasta i visoke nezaposlenosti, uz sve veće socijalno raslojavanje društva. Novac i bankarski kredit pri tome gube svoje osnovne funkcije – delujući kontra–produktivno (generišući snažno finalnu potrošnju, ali ne i investicije). Visoka kamatna stopa, koja je nekoliko puta veća od profitne stope, guši privredni razvoj, obara investicije, pokreće troškovnu inflaciju i vodi ogromnim preraspodelama dohotka iz proizvodnog u finansijski sektor. Takva politika kamate ne može se ugraditi u „funkciju tražnje novca". Prilagođavanje deviznog kursa u uslovima visokog deficita trgovinskog i platnog bilansa vodi permanentnoj devalvaciji i odlivu nacionalnog bogatstva u inostranstvo uz istovremeni odliv (beg) finansijskog spekuiativnog kapitala.

Privatni sektor nije „inherentno stabilan", već više u zoni sive ekonomije i spekulativnih transakcija.

Dakle, ni jedan od elemenata poznate „funkcije tražnje novca" iz monetarne doktrine ne funkcioniše, pri čemu ne postoji ni njihova uzajamna veza, što potpuno blokira procese transformacije jednog u drugi oblik imovine. Tražnja novca i kredita je veoma neelastična (bez obzira na visinu kamate), tako da nekritički prihvaćen i promenjen model monetarizma dovodi do ozbiljnih destruktivnih procesa – koji odvode nacionalnu ekonomiju u zonu permanentne krize i nelikvidnosti privrednog i bankarskog sektora (ali i javnog sektora).

ČETVRTI DEO

MONETARNI AGREGATI I MONETARNA POLITIKA

4

GLAVA PRVA

CENTRALNA BANKA I EMISIJA PRIMARNOG NOVCA

1. EMISIJA PRIMARNOG NOVCA I FORMIRANJE MONETARNE BAZE

Guvemer centralne banke pocinje svoj radni dan brigom ostatisticlinflacrje, aneorazvoju, proizvodnji, zaposlenosti i siromaštvu. Nedovoljno je poznavanje instrumenata, tokova i detovanja moneiarne polliike

1) TOKOVI KREIRANJA PRIMARNOG NOVCA

Centralna banka u svim monetarnim sistemima u svetu i dalje je zadržala ranije stečeno monopolsko pravo da vrši kreiranje primarnog novca (štampanje novčanica i kovanog novca), mada se danas, uz centralnu banku i celokupan bankarski sistem, odnosno sve poslovne banke, javljaju kao banke koje na bazi bankarskih kredita vrše stvarnu emisiju novca. Istina, i dalje se u tome pravi razlika između emisije centralne banke i emisije novca poslovnih banaka, s obzirom na to da centralna banka stvara tzv. primarni novac, a poslovne banke depozitni ili bankarski (sekundarni) novac.

Kojim tokovima ili kanalima se danas može vršiti emisija primarnog novca? Primarna emisija centralne banke se teoriji i praktično može vršiti preko pet osnovnih tokova ili kanala:

1. Monetizacijom vrednosnih papira (menica, obveznica i sličnih vrednosnih papira, izdatih od strane privrednih preduzeća koje se nalaze u cirkulaciji unutar tog sektora), dakle neposredno privrednim subjektima, transaktorima. Monetizacija hartija od vrednosti vrše se preko sistema poslovnih banaka,

2. Kreditima centralne banke poslovnim banaka,
3. Kreditiranjem države (federacije), odnosno „zaduženje države kod centralne banke" (pozajmice države kod centralne banke, odnosno monetiracija obveznica javnog duga države preko „otvorenog tržišta"),
4. Kreditima ostalim direktnim komitentima centralne banke,
5. Kupovinom i prodajom deviznih sredstava (devizne transakcije, operacije deviznim rezervama).

Svaki od navedenih kanala ili tokova emisije ima svoje specinčnosti i dublji odraz na sve osnovne tokove u reprodukciji u celini, posebno u našoj privredi. Ne radi se, dakle, o formamom već o suštinskom razlikovanju tokova emisije primarnog novca, jer oni različito deluju na: 1) Stabilnost privrede, 2) Ovladavanje privrede neposrednom emisijom novca, 3) Prilagođavanje emisije novca stvarnim robno–novčanim transkacijama u privredi, 4) Formiranje optimalne novčane mase, 5) Efikasnost i elastičnost monetarne politike i dr.

Da bi se mogli sagledati tokovi kreiranja primarnog novca u našoj privredi, navešćemo stvarne kanale i njihov značaj u nekoliko poslednjih godina.

Ovde se postavlja osnovno pitanje prvo, da li centralna banka može kontrolisati masu primarnog novca, odnosno da li ga uspešno može prilagođavati potrebama privrednog razvoja: drugo, na koje tokove centralna banka može delovati (kontrolisani tokovi), te koji su tokovi na koje ona nije u stanju delovati (autonomni tokovi)? Prema tome, postavlja se pitanje prirode tih tokova, njihove autonomnosti u odnosu na odluke i mere centralne banke, te mogućnosti ove banke da ih drži pod kontrolom. Sve više se postavlja pitanje: kako ostvariti neposredno spajanje procesa stvaranja vrednosti u privredi i emisiju primarnog novca, ali s dominantnim uticajem stvaralaca vrednosti na sve tokove emisije primarnog novca.

Zbog svega navedenog u nastavku ćemo razmotriti osnovne tokove kreiranja primarnog novca, istaknućemo njihove osnovne karakteristike, osnovna delovanja u privredi, te pozitivne i slabe strane monetarnog i kreditnog sistema.

Bankarske rezerve (obavezna rezerva, žiro računi banaka, depozitni viškovi banaka i ostali dinarski depoziti, ali i devizna obavezna rezerva) ne mogu se smatrati primarnim novcem, već rezervnim ili regulatornim novcem. To se ne može smatrati kao monetarna baza, već kao instrument monetarne politike i regulacije.

Centralna banka plaća nisku kamatu ili je uopšte ne plaća na obavezne rezerve banaka, što se javlja kao oportunitetni trošak, čime se povećavaju kamatne stope na plasmane banaka. Novac za imobilisana sredstva mora da poskupi, čime je teško voditi politiku niske kamatne stope. Iz navedenog se izvlače i poznati odnosi, Mo – masa bankarskih rezervi + novac u opticaju (R + G), Ml – masa depozitnog novca + novac u opticaju (D + G)

U razvijenim kapitalističkim privredama najveći deo emisije primarnog novca formira na bazi kreditiranja države, a samo neznatan deo kreditiranjem komercijalnih banaka. Emisija se vrši, uglavnom, preko „otvorenog tržišta" kupovinom obveznica javnog duga, a ovo je vezano za sve razvijeniji dug i razvijeno finansijsko tržište u ovim privredama.[106]

[106] U razvijenim kapitalističkim privredama kao npr. u SAD, Federalni Rezervni Sistem količinu novca u opticaju reguliše kupovinom i prodajom državnih vrednosnih papira (obveznica javnog duga). Smanjenje novca u opticaju vrši se prodajom vrednosnih papira, a povećanje novca u opticaju njihovom kupovinom. (Videti u tom smislu deo Politika otvorenog tržišta, u kojem je to šire objašnjeno).

To ne znači da centralna banka ne kreditira i ne sme kreditirati poslovne banke, naprotiv, tn ne sme postojati nikakva diskriminacija. Međutim, povezanost između njih se uspostavlja uglavnom preko kupovine lii prodaje vrednosnih papira na tzv. „otvorenom tržištu".

Tokovi kreiranja primarnog novca mogu se prikazati na sledeći način, uključujući i devizne transakcije.

Osnovni tokovi (kanali) kreiranja primarnog novca su plasmani (krediti i drugi plasmani) centralne banke i promena deviznih sredstava kod centralne banke.

Ukoliko se monetarnoj politici, u sklopu ukupne ekonomske politike, želi osigurati veća elastičnost i efikasnost u procesu stabilizacije privrede, neophodno je ukloniti takav impuls globalnoj potrošnji i inflaciji – kakav je kanal deficitnog finansiranja budžeta federacije, pa i drugih oblika finalne potrošnje.

Isto tako, potrebno je naglasiti da fiskalni segment i platno–bilansna komponenta emisije novca danas nemaju neposrednu vezu s ponudom roba i usluga na domaćem tržištu, tako da mehanizam osiguravanja potrebne količine novca u opticaju sve teže ispunjava zahteve monetarne ravnoteže preko sistema robno–novčanih transakcija, koje redovno nailaze na ova ograničenja.

Ovo je posebno važno zbog toga, jer se centralna banka pretvorila u specifičnu investicionu banku, a zadužena je isključivo za kratkoročnu politiku i likvidnost banaka i privrede, odnosno reprodukcije u celini. Teško je u takvim odnosima kreditiranja očekivati veću efikasnost monetarno–kreditne politike i ispunjavanje osnovnih ciljeva i zadataka koji se obično pred nju postavljaju.

Plasmani iz primarne emisije najvećim delom (82%) se odnose na kredite državi, a svega 17% poslovnim bankama, na osnovu čega one dalje vrše multiplikaciju kredita i depozita.

Veliki je problem što poslovne banke drže znatno veća sredstva obavezne rezerve i depozlinih viškova kod centralne banke u odnosu na dobijene kredite. Problem je i u tome što se najveći deo primarnog novca nalazi u obliku gotovog novca koji je ograničavajući faktor multiplikacije poslovnih banaka. Time je poslovno bankarstvo dvostruko ograničeno u vođenju sopstvene monetarno–kreditne politike.

Primarna emisija nastala na osnovu zaduženja države kod centralne banke je iskrivljena. Naime, uključivanjem depozita države u bilans centralne banke s jedne strane i davanjem kredita državi s druge, traži se neto pozicija države kod centralne banke. Međutim, zaboravlja se da uključivanje javnih prihoda (države kod emisione banke znači nihovu demonetizaciju ili poništavanje, čime se veliki deo javnih prihoda izvlači iz bilansa poslovnih banaka i ograničava njihova kreditna sposobnost, odnosno moć multiplikacije.

Naplaćeni prihodi države (depoziti) se iz dohotka prelivaju i poništavaju kod centralne banke, a zatim se koriste krediti kod iste banke. Iz neto pozicije države kod centralne banke proizilazi da je poništavanje novca u poslednjoj godini 116 milijardi ili 58% stanja novčane mase u 2006. godini. Ovim se postiže najmanje pet efekata:

1. Neutralizacija prihoda (novca) budžeta kod centralne banke,
2. Smanjivanje depozita komercijalnih banaka i godine likvidnosti, odnosno kreditne sposobnosti,
3. Veća zavisnost poslovnih banaka od centralne banke,
4. Efekti kamatne stope (prihodi) prelaze u centralnu banku,

5. Manja je efikasnost unutrašnje monetarne politike i stimulativna monetarna emisija

Evropska centralna banka vrši emisiju novca uglavnom operacijama na otvorenom tržištu. Nedeljnim aukcijama zajmova i refmansiranjem hartija od vrednosti predstavlja osnovni kanal kojim se tržište novca snabdeva likvidnim sredstvima. Drugo, postoje i fine operacije kojima se utvrđuje plafon i minimum kratkoročne kamatne stope. Operacije se odvijaju svakodnevno. Treće, „repo", operacije koje se odnose na otkup hartija od vrednosti na određeni dan po utvrđenoj kamati (refinansiranje), kao i maksimalnu i minimalnu kamatnu stopu. ECB imapotpunu kontrolu kratkoročne (dnevne) kamatne stope.

2. KREDITI CENTRALNE BANKE POSLOVNIM BANKAMA

Centralna banka odobrava kredite poslovnim bankama po sledećim kanalima:

1. Reeskont hartija od vrednosti
2. Krediti za likvidnost banaka,
3. Krediti za selektivne namene,
4. Krediti bankama za posebne namene.

Odobravanje kredita poslovnim bankama centralna banka vrši sledeće funkcije:

Prvo, usmeravajuću preko namena kredita bankama i stimulisanja određenih privrednih aktivnosti (izvoz, uvoz, poljoprivreda, proizvodnja);

Drugo, kompenzirajuću funkciju da bi se nadoknadio odliv novca sa računa banaka i očuvala likvidnost bankarskog sistema. Bez ove kompenzirajuće funkcije često bi bili ugroženi tokovi snabdevanja privrede potrebnom masom novca.

Treće, odobravanjem kredita bankama centralna banka reguliše njihov slobodni kreditni potencijal i masu njihovih kreditnih plasmana. Dakle, reguliše se kreditna aktivnost banaka.

Kod reeskonta hartija od vrednosti uglavnom se radi o reeskontu menica, reeskontu blagajničkih zapisa i drugih hartija od vrednosti.

Direktni krediti poslovnim bankama zamenjeni su kupovinom hartija od vrednosti na finansijskom tržištu („politika otvorenog tržišta").

Neizgrađen sistem globalnog regulisanja kreditnog potencijala banaka[107] dovelo je do toga da se osnovni tokovi primarne emisije svode na kredite državi („neto pozicija" države kod centralne banke) i repo operacije između centralnei poslovnih banaka (kupovina i reotkup hartija od vrednosti pod određenim uslovima).[108]

[107] U duhu već prikazanog neoliberalizma u našoj ekonomskoj i monetarnoj politici selektivna kreditna politika je gotovo nestala (mada je nužna). Uglavnom je zadominirao sistem kvantitativnog regulisanja i linearna monetarna politika (politika otvorenog tržišta, devizne rezerve i kredirranje države).

[108] Repo transakcije krajem 2005. iznose 14,5 milijardi.

3. MONETARNO FINANSIRANJE DRŽAVE

Direktno zaduženje države kod emisione banke je vrlo često korišćen kanal za emisiju primarnog novca u modernim privredama. Emisija novca je vezana za stvaranje stalnog budžetskog deficita (veći javni rashodi u odnosu na redovne prihode budžeta), odnosno za stvaranje javnog duga države kod centralne banke. Od 74 zemlje, za koje se vodi zvanična međunarodna statistika, njih 72 imaju deficit. Međutim, postoje razlike u tome da li se država direktno zadužuje kod centralne banke (direktna monetizacija deficita države) ili sredstva pronalazi na finansijskom tržištu, odnosno „otvorenom tržištu". Emisija novca, na bazi porasta javnog duga kod centralne banke, dovodi do direktne nepokrivene emisije novca (emisija „ex nihilo"), što je danas jedan od osnovnih faktora savremene infiacije u većini privreda. Time zaduživanje države (kod nas republike) kod centralne banke ima šire efekte u preraspodeli nacionalnog dohotka, ponašanja potrošnje, investicija i nestabilnosti privrede. Indirektno pokriće budžetskog deficita, preko operacija na otvorenom tržištu, ima druge efekte, ne znači emisiju „ex nihilo", već uglavnom peraspodelu postojeće kupovne snage preko operacija kupovine i prodaje vrednosnih papira na tom specifičnom tržištu. Taj metod danas koriste sve razvijenije zemlje koje imaju razvijeno finansijsko tržište i „open market operacije".

Politika „otvorenog tržišta" se tretira više kao instrument kratkoročnog snabdevanja privrede novcem, odnosno kao kanal primarne emisije, a ne kao instrument finansiranja *realnih* ili finansijskih investicija učesnika na ovom tržištu.

U teoriji postoje stavovi da se država može privremeno zadužiti kod centralne banke, u obliku kratkoročnog, letećeg duga, a on se redovno vraća u roku iz redovnih javnih prihoda.[109] Radi se o tome da se samo premosti nepoklapanje u vremenu stvaranja javnih rashoda i formiranja javnih prihoda. Dodatno kreiranje novca, smatra se, tada ne bi imalo inflaciono delovanje. Međutim, finansijski deficit budžeta države je hronična pojava. Radi se o sistematskom stalnom budžetskom deficitu.

Stalno je prisutan deficit finansijskih sredstava u budžetu federacije, a on, normalno, treba da se pokriva novčanom akumulacijom. Budžetski deficit se kretao prosečno oko 18% u odnosu na budžetske rashode, a u nekim godinama i 40%. U nedostatku „zdravog oblika fmansiranja" budžetskog deficita države se redovno javлja za kredite iz emisije centralne banke.[110] U nekim godinama to iznosi 40% bruto primarne emisije.

Emisijom primarnog novca, što predstavlja konačnu emisiju, postižn se određeni negativni efekti:

---

109 U tom slučaju nije dozvoljena konverzija kratkoročnog ili letećeg duga u dugoročni (konsolidovani) dug, jer se tada radi o dugoročnom ili investieionom finansiranju iz emisije, sa svim negativnim posledicama na stabilizaciju.

110 U uslovima nedovoljno efikasnog finansijskog tržišta, nepoverenje u vrednosne papire (obveznice federacije) od strane stanovništva i ostalih sektora s eventualnim viškom akumulacije, zatim postojanje visoke stope inflacije koja znatno prelazi kamatu na obveznice i sl., svaki pokušaj da se deficit budžeta federacije finansira emisijom državnih obveznica, usmerenih prema sektoru stanovništva (koji uglavnom raspolaže viškom akumuiacije u privredi), nailazi na veliku uzdržanost i ne daje rezultate. U nedostatku inostrane akumulacije izlaz se traži u emisiji obveznica prema poslovnim bankama ili neposrednim angažovanjem sredstava rezerve banaka za ove potrebe, ili pak prema preduzećima u privredi. Srvami izlaz je uravnotežan budžet koji jedino odgovara našem privrednom sistemu.

1. Sužava se prostor za snabdevanje robno–novčanih tokova potrebnom količinom novca, uz direktno povezivanje ovih tokova u privredi s emisijom novca (ovo posebno dolazi do izražaja u sprovođenju određenih kvantitativnih zadataka monetarno–kreditne politike). Upravo povezivanje emisije primarnog novca s robno–novčanim odnosima između preduzeća, predstavlja potreban osnovni koncept novih odnosa u kreiranju primarnog novca.
2. Emisija primarnog novca i novčane mase za finansiranje deficita budžeta onemogućava efikasno provođenje politike regulisanja potrebne količine novca u opticaju.
3. U takvom slučaju radi se o pretvaranju primarne emisije u sistem finansiranja konačne potrošnje (investicija, intervencija u privredi, sanacija i dr., čime se unose disproporcije u tokove društvene reprodukcije, s obzirom na to da dolazi do stvaranja dodatne mase novca izvan stvarnih potreba proizvodnje i prometa (određenih stvaranjem i raspodelom društvenog proizvoda), a ovo, konačno dovodi do stalnog prekoračenja monetafnih okvira reprodukcije.
4. Ovakav sistem stvaranja novca dovodi do preraspodele stvarne akumulacije, dohotka i kupovne snage u privredi (po subjektima, regionima, granama i sl.),
5. Dolazi do čistih inflacionih efekata, uz obezvređivanje novčanih dohodaka iz rada, do pritiska na robne fondove na tržištu, pritiska na cene i nove preraspodele nacionainog dohotka, a da vlasnici dohotka toga često nisu ni svesni.

Deficit budžeta federacije je u nas stalna pojava, šta više, postoji i tendencija proširivanja. Isto tako, stalna je i praksa njegovog pokrića iz emisije kod banke. U poslednjim godinama (2005–2006) deficit je pretvoren u budžetski suficit, bez neto finansiranja budžeta i primarne emisije.

Gotovo polovina primarne emisije centralne banke već godinama unapred je angažovana za pokriće budžetskog deficita. Time prenapregnuti bilansi opšte potrošnje i primarne emisije, koja se preko 80% unapred angažuje za pokriće finalne potrošnje, onemogućava efikasno sprovođenje funkcije regulisanja potrebne količine novca u opticaju, odnosno preduzimanja korektivnih mera monetarno–kreditne politike.

Celi emisioni mehanizam time postaje potpuno neefikasan.

Problem je u tome što se unapred, kada se donosi plan prihoda i rashoda budžeta federacije, ukalkuliše zaduživanje kod centralne banke kao neko „pravo na emisiju novca za svu razliku većih rashoda u odnosu na prihode. Na ovaj način se jedan veći deo primarne emisije, prema zakonu, unapred angažuje za finansiranje opšte potrošnje. Ovaj postupak ograničava efikasnost monetarne politike i onemogućava monetarne vlasti da vode elastičniju kvantitativnu politiku novca, u odnosu na osnovne ciljeve i zadatke koje moraju sprovoditi u sklopu mera opšte ekonomske politike. No, bez obzira što je ovo suprotno sprovođenju stabilizacione monetarne i opšte ekonomske politike, to je ovakav metod fmansiranja nije eliminisan i sistema primarne emisije.

Depoziti javnog sektora su „prebačeni” iz bilansa poslovnih banaka u bilans centralne banke tako da se u odnosima ova dva subjekta traži „neto pozicija” države.

EMISIJA I PONIŠTAVANJE PRIMARNOG NOVCA PREKO FINANSIRANJA BUDŽETA
– u milijardama dinara –

	2003.	2004.	2005.	2006.
Krediti državi	19,1	21,4	15,4	13,4
– dinarski	19,1	21,4	15,2	13,4
– devizni	–	–	0,2	–
Depoziti države kod NBS	32,4	38,9	65,4	156,7
– dinarski	14,3	28,1	46,6	57,2
– devizni	18,1	10,0	18,8	99,5
NETO POZICIJA DRŽAVE KOD N BS	–13,3	–16,6	–50,0	–143,3

Neto pozicija države kod centralne banke pokazuje da je veće povlačenje i poništavanje novca u odnosu na kreirane, tako što su depoziti javnog sektora veći u odnosu na korištene kredite kod centralne banke.

O toj inverziji šire govorimo na drugom mestu u ovom radu.

4. DEVIZNE REZERVE KAO KANAL KREIRANJA PRIMARNOG NOVCA

1) TEORIJSKI I GLOBALNI PRISTUP

Devizne rezerve centralne banke sastoje se iz sledećih sredstava: 1) Monetarno zlato, 2) Specijalna prava vučenja, 3) Efektiva i devize (kratkoročna i dugoročna devizna potraživanja). To predstavlja deviznu aktivu centralne banke.

Devizna pojava obuhvata kredite kod MMF i ostale devizne obaveze (kratkoročne i dugoročne devizne obaveze prema inostranstvu).

Ako se od ukupne devizne aktive oduzme ukupna devizna pasiva dobija se kategorija neto devizne transakcije centralne banke s inostranstvom.

Monetarni efekti deviznih transakcija se ogledaju u sledećem:

1. Oni predstavljaju laeiranje ili povlačenje primarnog novca,
2. Kreiranje primarnog novca povećava se kreditni potencijal poslovnih banaka, koje na osnovu toga vrše multiplikaciju depozita.
3. Povlačenjem primarnog novca dovodi do negativnog procesa muitiplikacije u bankarskom sistemu.

Kupovina i prodaja deviza u bilansu centralne banke odražava se kroz promene potraživanja ili obaveza centralne banke. Veća kupovna deviza od prodaje deviza kod centralne banke znači povećanje deviznih potraživanja i na toj osnovi kreiranje primarnog

novca. Kao prodavci deviza javljaju se poslovne banke, preduzeća i stanovništvo. Prodajom deviza dolaze do domaćeg novca i porasta kreditnog potencijala banaka. Porast potencijala je manji za izdvojenu obaveznu rezervu banaka kod centralne banke. Ova promena kreditnog potencijala postaje osnova za nastanak procesa multiplikacije kredita i depozita u bankarskom sistemu.

Smanjenje obaveza prema inostranstvu, ukoliko centralna banka kupuje devize da bi otplatila dospele obaveze prema inostranstvu, dovodi do kreiranja primarnog novca. Ako, nasuprot tome privredni subjekti, država ili stanovništvo smanjuju svoje obaveze prema inostranstvu (otplatama kredita i sl.) oni su primorani da kupuju devize kod centralne banke za domaći novac. Kupovinom deviza dolazi do povlačenja i poništavanja novca, dok će odliv deviza u inostranstvo smanjiti devizne obaveze prema inostranstvu. Dakle, smanjenje devizne aktive i povećanje devizne pasive centralne banke dovodi do povlačenja primarnog novca.

Za monetarni efekat je važna neto pozicija finansijskih transakcija u inostranstvu, to znači da će porast neto potraživanja, odnosno smanjenje neto inostranih obaveza centralne banke delovati u pravcu kreiranja primarnog novca. I obrnuto.

Da pogledamo stvarne odnose u bilansu naše centralne banke.

To je postao jedan od osnovnih kanala primarne emisije novca. Naravno, na kvantum emisije ili povlačenja novca deluje i kretanje deviznog kursa. Precenjeni kurs domaćeg novca smanjuje emisiju, dok se podcenjeni (devalvirani) kusr javlja kao dodatni faktor emisije domaćeg novca.

DEVIZNE TRANSAKCIJE CENTRALNE BANKE
– u milijardama dinara –

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
DEVIZNE REZERVE					
Monetarno zlato	6,4	7,5	8,5	15,5	17,2
Specijalna prava vraćanja	0,1	–	–	2,2	2,0
Efektiva i devize	129,3	186,2	238,3	403,1	679,6
DEVIZNA POTRAŽIVANJA OD INOSTRANSTVA	135,8	193,7	244,8	420,8	698,8
DEVIZNE OBAVEZE PREMA INOSTRANSTVU					
Krediti kod MMF	33,4	49,8	55,7	63,0	47,8
Ostale obaveze	18,9	18,6	18,7	25,7	24,0
UKUPNE DEVIZNE OBAVEZE	52,3	68,4	74,4	88,7	71,8
NETO EFEKAT NA EMISIJU	+83,5	+125,3	+ 170,4	+323,1	+627,0

2) TOKOVI FORMIRANJA I „PLASMAN" DEVIZNIH REZERVI I EMISIJA NOVCA BANKARSKOG SISTEMA

Devizne rezerve danas se uglavnom sastoje od: 1) Specijalnih prava vučenja, 2) Konvertabilnih deviznih sredstava i 3) Kratkoročnih hartija od vrednosti koje glase na devize.

Devizne rezerve se mogu formirati:

1. Izvozom robe i usluga,
2. Inostranim kreditima,
3. Donacijama,
4. Doznakama iz inostranstva,
5. Deviznom štednjom,
6. Konverzijom domaćeg novca sektora stanovništva u inostrana sredstva (devize).

Devizne rezerve služe za finansiranje deficita platnog bilansa (potreban uvoz), odbranu deviznog kursa u uslovima fiuktuirajućeg deviznog kursa i servisiranje dospelih obaveza po inostranim dugovima (održavanje likvidnosti u međunarodnim plaćanjima).

Visina i kvalitet deviznih rezervi (sigurnost, poreklo, kvalitet, struktura, stabilnost, plasman) osiguravaju sledeće:

1. Jačanje poverenja u nacionalnu valutu i ekonomiju,
2. Stabilniju monetarnu politiku, ako se emisija oslanja na devizna sredstva kao „pokriće" za emisiju domaćeg novca,
3. Povoljnije uslove za uzimanje inostranih kredita,
4. Povoljniju međunarodnu i političku poziciju i sigurnost, odnosno poverenje,
5. Prvu liniju odbrane od platno–bilansnih šokova i udara sa svetskog finansijskog tržišta.

Iz aspekta emisije novca na osnovu deviznih rezervi bitna su dva momenta:

1. Poreklo i struktura deviznih rezervi,
2. Plasman, angažovanje i raspoloživost rezervi.

Videli smo prethodno izvore formiranja deviznih rezervi.

Uglavnom se polazi od načelnog stava da porast deviznih rezervi dovodi do porasta emisije domaćeg novca preko otkupa deviza od strane centralne banke. Ovo se odnosi na prodaju deviza centralnoj banci ostvarenih izvozom (preduzeća, stanovništvo, država, banke), odnosno prodajom deviza, sektora stanovništva (doznake, smanjenje devizne štednje). Međutim, porast deviznih rezervi preko korištenja inostranih kredita različito se odražava kada kredite koriste poslovne banke, preduzeća, država ili centralna banka. Ako ove kredite koriste navedeni sektori van centralne banke tada njihovom prodajom centramoj banci vrši se emisija domaćeg novca. Ako, kredite koristi centralna banka za „popunu" deviznih rezervi tada nema dodatne emisije novca. Ako se odnosi i na donacije za popunu deviznih rezervi centralne banke, ali ne i drugih sektora.

U devizne rezerve se uključuju (kod nas) i devizne obavezne rezerve banaka kod centralne banke, mada je to metodološki neispravno, kao i sredstava od prodaje preduzeća i banaka inostranstvu.

Ovakve devizne rezerve stavljaju se u odnos sa emisijom novca centralne banke kao nekakvo „pokriće" ili osnovni kanal emisije. Čak se vezuje i visina novčane mase i deviznih rezervi, pri čemu se izračunava određeni koeficijent.

DEVIZNE REZERVE, PRIMARNI NOVAC I NOVČANA MASA
–u % –

	2001.	2002.	2003.	2004.	2.005.	2006.
Odnos deviznih rezervi i dinarskog primarnog novca (Mo)	190,9	194,7	277,0	319,5	447,8	764,5
Odnos deviznih rezervi i novčane mase (M,)	135,7	142,1	180,9	221,1	303,7	469,6

Da bi se otkrila navedena „povezanost" potrebno je videti strukturu deviznih rezervi i njihova povezanost sa novčanom masom i primarnom emisijom.

STRUKTURA DEVIZNIH REZERVI
– u miliona dolara –

	2004.	2005.	2006.
DEVIZNE REZERVE NBS	4.244,7	5.842J	11.887,5
Zlato	148,8	214,9	241,8
Specijalna prava vučega	0,1	30,2	8,8
Efektiva i depoziti u inostranstvu	1.926,0	3.014,5	4.930,5
Hartije od vrednosti	2.169,9	2.583,2	6.706,4
DFVIZNE REZERVE POSLOVNIH BANAKA	901,8	698,0	748,5
UKUPNE DEVIZNE REZERVE	5.146,5	6.540,8	12.626,0

Dakle, zlato (mada je demonetizovano), specijama prava vučenja, hartije od vrednosti i efektiva oročena u inostranstvu – nemaju direktne veze sa primarnom emisijom i novčanom masom u zemlji. Bitni su tokovi formiranja deviznih rezervi, a ne njihova visina.

IZVORI RASTA DEVIZNIH REZERVI NARODNE BANKE SRBIJE
– u milionima dolara –

TOKOVI PORASTA – PRILIVA		TOKOVI SMANJENJA – ODLIVA	
Menjački poslovi	2.288,7	Prodaja deviza na međuban. deviznom tržištu	1.988,6
Obavezna rezerva na devizne depozite i kredite	902,5	Isplata stare devizne štednje za privr. preporod Srbije	289,8
Obavezna rezerva za novu deviznu štednju	179,4		
Inostrani krediti državi i donacije	249,8		
Prihodi od privatizacije	377,6		
Devizai prilivporast	3.998,0	Devizai odlivsmanjsnje	2.278,4
Neto porast deviznih rezervi	1.709,6		
STANJE DEVIZNIH REZERVI	5.842,8		

Devizne rezerve nisu u celini povezane s tokovima emisije primarnog novca i novačne mase. Menjački poslovi su osnovni kanal priliva, na čemu se radi o emisiji gotovog novca, dok prodaja deviza centralne banke na Međubankarskom deviznom tržištu znači povlačenje depozita privrednih subjekata (uglavnom uvoznika). Time se menja struktura novčane mase – raste gotov novac u rukama stanovništva, a povlači se depozitni od privrede. Obavezna rezerva na devizne depozite i kredite banaka i rezerva za novu deviznu štednju nemaju neposredne veze sa emisijom ili povlačenja primarnog novca ili novčane mase. To su autonomni i zatvoreni tokovi (blokiranja). Što se ne

odnosi i na inokredite državi i donacije (koji konverzijom u domaći novac postaju izvor rasta novčane mase). Prihodi od privatizacije (devizni priliv) samo u slučaju konverzije (prodaje) imaju veze s emisijom novca. Samo, ovde prodaja imovine služi kao osnov emisije novca, a ne akumulacije. Stoga ovom izvoru nije mesto u deviznim rezervama.

3) PRIMARNA EMISIJA NOVCA I SELEKTIVNI PROGRAM – STRUKTURNO I RAZVOJNO DELOVANJE MONETARNE POLITIKE

Emisija primarnog novca se, u načelu, može vršiti na dva osnovna kanala regulisanja: kvantitativnom i kvalitativnom. Teško je danas poći od samo jednog oblika emisije novca, jer svođenje emisije novca, bilo na jedan ili na drugi tok, dovelo bi do neelastičnosti monetarne politike i njene manje efikasnosti. Zbog toga se obično pristupa korišćenju oba toka emisije primarnog novca.

Emisija primarnog novca preko monetizacije sasvim određenih poslova (selektivna kreditna politika), realizuje se putem sistema poslovnih banaka (kreditiranje korisnika kredita), s tim da mogu izvršiti refinansiranje tih plasmana u određenom procentu kod centralne banke (reeskontai poslovi).

Osnovni elementi koji određuju ovaj tok emisije novca su:

1. Šira ili uža skala namena i vrsta poslova koji se refinansiraju kod centralne banke;
2. Visina reeskontne stope;
3. Visina kamatne stope na ove oblike kredita;
4. Rokovi reeskonta.

Preko određivanja tih elemenata, centralna banka vodi politiku usmeravanja dela primarne emisije, ali značajno deluje i na ukupnupolitiku usmeravanja kredita poslovnih banaka u te namene.

Broj namena, koje su ulazile u selektivni program, kretao se, na primer, u godini 1970–1980 od 27 do 33, dok se stopa reeskonta kretala između 30 i 100%.

Osnovne namene i poslovi koji su ulazili u reeskont su: izvoz, poljoprivreda, izvoz opreme i brodova, uvoz iz određenih zemalja i dr.

Selektivni krediti predstavljaju poseban oblik monetizacije određenih poslova od zajedničkog interesa, a, istovremeno, deluju razvojno, strukturno i konjunkturno. Ovde se radi, pre svega, o kreditiranju izvozno–uvoznog kompleksa, poljoprivredne proizvodnje, prometa poljoprivrednih proizvoda i dr. od strane centralne banke, ali preko poslovnih banaka. Od ukupnih selektivnih kredita u 1996. godini, na izvoz otpada 22%, na poljoprivredu 70%, a uvoz 8,0%. Od ukupne primarne emisije, na sve selektivne namene u 1996. godini otpada 23%.[111]

U našoj novijoj monetarnoj teorijskoj misli postoji teza (doduše, ne tako razvijena) da bi trebalo izvršiti prebacivanje s centralne banke neposredno na poslovne banke emisiju novca za selektivne namene. One bi, prema ovom stavu, vršile racionalnije usmeravanje svih sredstava, s većim osećajem za njihov strukturni razmeštaj.

[111] "Nažalost u poslednjim godinama centralna banka prihvata koncepciju linerane i neselektivne monetarne regulacije, tako da nestaje kategorija selektivnih kredita, što je nedopustivo za jednu privredu u razvoju, koja mora voditi selektivnu razvojnu politiku.

Uz dileme koje se pri tome javljaju, postavlja se i pitanje: zbog čega ovaj sistem kreditiranja (posebno izvoznih poslova) ne prebaciti direktno na preduzeća u privredi, ili, pak, namenski preko banaka u sektor izvoznika, i to niskokamatno. Jer, takva ulaganja je moguće tretirati kao kapitalna ulaganja s dužim rokom, uz adekvatno jačanje izvoznog sektora privrede. Tom se emisijom novca neposredno podstiče stvaranje akumulacije u ovom sektoru (s brojnim, pa i multiplikativnim efektima).[112]

Time se mogu ostvariti značajni efekti u sektorskom rasporedu novca (uz sada adekvatnije podešenu fiskalnu politiku, bez koje nema, niti može biti, efikasne monetarne politike), kao i regionalnom rasporedu novca i kredita.

Ostvareni izvoz nije samo jedna, trenutna operacija. U sve složenijim međunarodnim ekonomskim odnosima, postojanje trgovinskih i carinskih otvorenih ili prikrivenih barijera, potrebno je sve više istražiti, osvajati, pratiti i zadržavati vrio nestabilna inostrana tržišta. Deo emisije novcabi se mogao prebaciti s kreditiranja finalne potrošnje na stimulisanje izvoza, a indirektno preko porasta carina (uglavnom s'ektora stanovništva i neesencijalnog uvoza) i poreza na uvoz, mogao bi se osigurati dodatni iznos sredstava za pokriće rashoda saveznog budžeta, kao i za intervenciju u pravcu stimulacije izvoza preko dodatne akumulacije – u drugoj fazi razvoja (što je razvijen sistem u drugim razvijenim zemljama).

U neizgrađenim mehanizmima poslovnog povezivanja unutar privrede (povezivanja sredstava i razvojnih planova), kao i odsustva povezanosti sredstava banaka, ukidanje kredita za selektivne namene kod centralne banke i njihovo prenošenje na poslovne banke ne bi dalo očekivane efekte. Javila bi se velika praznina u fmansiranju i kreditiranju ovih poslova, ali s brojnim negativnim efektima na sektoru izvoza. Banke za ove namene jednostavno nemaju sredstava. To su i krediti koji se obično daju pod povoljnijim uslovima (niža kamata, duži rokovi i dr.).

Finansiranje izvoznih oslova (i sektora) privrede ima sve pretpostavke za beskamatno direktno i automatsko kreditiranje iz primarne emisije. To pretpostavlja i razvijen sistem indirektnog finansiranja deficita platnog bilansa kroz nacionalni monetarni sistem, mada i dalje zadržavamo nekonvertibilni novac.

Dosadašnji sistem kreditiranja preko centralne banke i poslovnih banaka nije osiguravao takav generalni zaokret.[113] To se vidi i iz podataka da je iznos izvoznih kredita prema izvršenom izvozu u periodu 1970–1978. godine održavan na visini i od svega 23–41%.[114] U periodu 1990–2000. taj iznos je još niži, da bi u novoj fazi gotovo nestao. Monetarno regulisanje se sasvim neopravdano, prebacuje u linerani sistem otvorenog tržišta i promene deviznih rezervi.

Prema tome, stopa monetizacije tih poslova (refmansiranje kod centralne banke) je vrlo niska, rokovi su kratki u odnosu na vrste poslova, kamatna stopa (mada znatno niža u odnosu na druge oblike kredita banaka) je i dalje visoka, te zbog visine kredita opterećuje ostvareni dohodak tih sektora.

Ukoliko se želi dati snažniji podsticaj izvozu u uravnotežavanju platnog bilansa, neophodno je dalje razviti nove instrumente fmansiranja ovih poslova, jer bez njih izvozna privreda (s visokim cenama i troškovima, niskom vlastitom akumulacijom, nepovoljnim

[112] Izvršne izmene i popravljanja nekih elemenata kod ovih kredita, kao što je povećanje reeskonta za izvoz opreme sa 80% na 95% produženje roka vraćanja kredita s dve na tri godine, te održavanje niske kamatne stope na 1% , doveli su do određenog porasta izvoza, međutim, to još nisu stvame duboke promene u tretmanu ovih poslova u našoj ekonomiji. (Videti detaljnije o selektivnoj kreditnoj politici u delu: Instrumenti monetarno–kreditne politike – Selektivna kreditna politika).

[113] Bez obzira što je kamatna stopa na ove plasmane bila relativno niska (iznosila je kod kredita bankama i Fondu za izvoz 2,3%, selektivnih kredita 2,2%, a na ukupne plasmane iz primame emisije 1,9%.

[114] Izvor: Narodna banka Jugoslavije, Godišnji izveštaj 1977, str. 43. Sire o navedenom problemu videti u radu: dr S. Komazec: Sistem uravnotežavanja eksterne ekonomije, Jugoslovensko bankarstvo, br. 12, 1978.

odnosom na svetskom tržištu, gubicima zbog precenjenog kursa u izvoznim poslovima u odnosu na domaće tržište) nema mogućnosti da se brže razvija.

5. NOVČANA MASA I MONETARNI AGREGATI

1) PRIMARNA EMISIJA I MONETARNA POLITIKA

Primarna emisija u bankarskom sistemu predsavlja inicijalni monetarni tok kojim centralna banka i monetarna politika nastoje osigurati izvršavanje postavljenih kvanitativnih zadataka (visina i ponašanje novčane mase, likvidnost privrede i bankarskog sistema i likvidnosti u međunarodnim plaćanjima i dr.), ali i kvalitativnih – preko selektivnog programa (vrsta poslova, oblik monetizacije, namenska sredstva, beneficirani uslovi i sl.).

Primarna emisija centralne banke postaje sve aktuelnija. Ovo, pre svega, zbog dva razloga: prvo, sve veći značaj deficitnog finansiranja iz emisije i, drugo, nužnost dubljih izmena u ovom sistemu kreiranja novca odnosno potreba podređivanja celokupnog mehanizma stvaranja i poništavanja novca u privredi (sektorima u kojima se stvara nova vrednost, odnosno robno–novčane transakcije).

Naš monetarni sistem još nije usklađen s novim proizvodnim odnosom posebno područje kredita i povezivanje sistema emisije i politike novca s realnim proizvodno–prometnim transakcijama. Inicijalni impulsi dodatnog kreiranja primarnog novca najvećim delom ne potiču od proizvodno–prometnih procesa reprodukcije preduzeća u privredi, već od sfere finalne potrošnje. Na toj osnovi već do sada je ugrožen i osnovni koncept stvaranja i poništavanja novca, pa i uloga Narodne banke u tome.

Transformisanje emisije novca u funkciju razvoja privrede je početak rešavanja mnogih problema, nagomilanih u sferi reprodukcije i ekonomiji u celini.

Analiza emisije primarnog novca teorijski se može postaviti na nekoliko funkcionalnih ravni:

1. Delovanje i značaj primarne emisije u regulisanju optimalne novčane mase i likvidnosti privrede i sl., preko određenih i manje ili više razvijenih, privredi podešenih kanala emisije primarnog novca.
2. Delovanje primame emisije na generisanje finalne potrošnje preko više ili manje, razvijenog sistema deficitnog finansiranja i njegovi efekti u privredi.
3. Uloga i delovanje primarne emisije na ponašanje kredita u privredi i kredita poslovnih banaka, odnosno delovanje monetarnog regulisanja u celini, naročito preko selektivnih namena na strukturni razvoj privrede.

Regulisanje optimalne količine novca u opticaju je i dalje jedan od osnovnih zadataka centralne banke i monetarno–kreditne politike, uz ostale ciljeve o kojima smo već govorili. U nas dosta dugo traje zadržavanje starih odnosa u politici emisije novca,

što je u stvari posledica spore transformacije monterno–kreditne sfere, uz neznatan uticaj neposredno privrede na sistem emisije novca i korišćenje primarne emisije.

Politika novca i izmene u sistemu finansiranja reprodukcije, kao i ostvarivanje dominantnog uticaja privrede na formiranje i raspodelu dohotka, finansijsko i poslovno povezivanje unutar privrede, procesi prelivanja dohotka, a posebno porast stepena samofinansiranja reprodukcije – ne samo da su paralelni s izmenom sistema emisije novca, već je to jedinstven proces. Ostvarivanje jednog, a ne i drugog procesa, brzo bi „poništilo" pozitivne efekte tih promena, čime bi se ponovo počelo „iz početka". Jedan od prvih značajnih koraka u izmeni tih odnosa u fmansiranju reprodukcije i tokova dohotka je novi sistem emisije primarnog novca. Radi se o nužnosti brže transformacije tokova primarne emisije i finansiranja fmalne potrošnje u korist monetizacije robno–novčanih transakcija u reprodukcionim procesima sektora privrede.

Do sada se emisija primarnog novca najčešće posmatrala s jednog aspekta: kako odvojiti kreditiranje finalne potrošnje od primarne emisije.

Neophodno je, pored navedenog sagledati i niže navedene segmente primarne emisije. Bez toga je nemoguće dati bilo kakvu seriozniju analizu nove uloge i značaja primarne emisije u reprodukcionom procesu. Da bi se povećala efikasnost monetarne politike i ostvarili osnovni ciljevi koji su joj u okviru opšte ekonomske politike dati, potrebno je utvrditi:

1. Kako se primarna emisija uklapa u sistem raspodele nacionalnog dohotka i sistem ukupnog finansiranja (alimentiranja sredstava) fmalne potrošnje;
2. Kako deluje primarna emisija na formiranje novčane mase, odnosno likvidnost reprodukcije sektora privrede;
3. Da li je moguće potpuno odvojiti primarnu emisiju novca od ponašanja fina, a ne potrošnje i javnog duga, odnosno kako ih neposredno vezati za ponašanje reprodukcije (akumulaciju) sektora preduzeća. Pored ovih, nameće se drugo pitanje: da li dalje prihvatiti deficitno finansiranje u njegovom najgorem obliku (direktno genereisanje finalne potrošnje, i to ugiavnom neproizvodne potrošnje, u situaciji kada je ona i inače predimenzionirana), ili emisiji novca ostaviti područje koje stvarno treba da pokriva, s eventualnim podržavanjem određenih selektivnih poslova kojim se podstiču određene strukture promene u privrednom razvoju;
4. Kakav je to mehanizam transmisije primarnog novca, „podešen" sektoru privrede u situaciji kada npr. od primarne emisije, krajem 2004. godine, na monetizaciju privrednih tokova (refmansiranje) otpada svega 17% i na konačnu potrošnju i dugoročne plasmane 83%. Može li se u takvim odnosima i strukruri primame emisije uopšte govoriti o adekvatnom formiranju novačne mase i likvidnosti reprodukcionih procesa u sektoru privrede?
5. Koliko je stvarni uticaj centralne banke na globalnu kreditnu politiku i usmeravanje kreditnog potencijala poslovnih banaka, kada sredstva primame emisije u njihovoj strukturi učestvuju u neznatnoj visini.

Prema stanju ovih sredstava krajem godine, primarna emisija centralne banke poslovnim bankama učestvuje u ukupnom kreditnom potencijalu poslovnih banaka u 2004. godini sa svega 0,8% u kratkoročnim sredstvima banaka sa 3,6%, i u kratkoročnim kreditima banaka oko 2%.

U pogledu delovanja primame emisije na sprovođenje operativne kreditne politike banaka, može nam poslužiti sledeći pogled:

Uz potpuno isključenje iz primarne emisije kreditiranja finalne potrošnje (budžetske i investicione).[115] Narodna banka stvarno treba stvarno treba da postane emisiona banka koja će u ovoj fazi svoju aktivnost usmeriti na regulisanje količine novca u prometu, preko sledećih tokova:

1. Monetizacije robno–novčanih odnosa unutar sektora privrede, na bazi monetizacije robnih dokumenata, pre svega menice kao platnog i kreditnog instrumenta;
2. Odobravanja poslovnim banaka kredita za izvoz, ili neposredno bankama izvoznih preduzeća privrede, odnosno organizacijama sektora izvoza;
3. Odobravanja na kreditnoj osnovi svih oblika kredita iz primarne emisije, kojima se vodi selektivna politika izvoza, uvoza, proizvodnje, poljoprivredi, robnih rezervi i dr.

Odnos centralne banke i poslovnih banaka, odnosno podsticajna politika ove banke u odnosu na kreditnu politiku poslovnih banaka, bolje se oseća kada se sagleda učešće kredita centralne banke poslovnim bankama u ukupnim kreditima (dinarskim) koje su ove banke odobrile svojim komitentima.

Primarna emisija u kreditima poslovnih banaka učestvuje sa sve manjim učešćem (0,8%), a u kratkoročnim 1,6%. Ako se od dinarskih kredita centralne banke oduzmu depozite koje poslovne banke drže kod centralne banke (obavezne rezerve, depoziti, žiro račun), tada gotovo ne postoji podrška centralne banke kroz primarnu emisiju kreditnog potencijala banaka. Naravno, potpuno je različit efekat ovih troškova kod pojedinih poslovnih banaka.

U monetarnoj politici i monetarnom regulisanju primarni novac je vrlo značajan agregat. Primamim novcem se nastoji držati pod kontrolom emisija poslovnih banaka. Njegova emisija i povlačenje upućuje i na orijentaciju i karakter monetarne politike koju vodi centralna banka.

Međutim, sam koncept primamog novca traži redefiniciju i drugačiji pristup u monetarnoj teoriji. Primami novac se sastoji, videli smo, iz sledećih oblika:

PRIMARNI NOVAC, STRUKTURA I FORMIRANJE
– u milijardama dinara, krajem perioda –

	2004.	2005.	2006.
A. Bankarske dinarske rezerve kod NBS	31,8	40,6	65,5
Obavezna rezerva	20,9	26,0	34,3
Žiro računi i gotovina banaka	5,8	9,8	8,7
Depozitni viškovi banaka	5,1	4,8	22,5
B. Gotov novac u opticaju	45,1	53.6	68,5
I– DINARSKI PRIMARNI NOVAC (A+B)	76.9	94,2	143,4
Li–DEVTZNIDEPOZITI BANAKA	66,8	147,3	253,6
Obavezna devizna rezerva	18,5	147,1	253,0
Drugi devizni depoziti banaka	47,7	0,2	0,6
PRIMARNI NOVAC (I+Li)	149,6	249,1	396.9

[115] Samo federacija za finansiranje budžetskog deficita od ukupne primarne emisije centralne banke koristila je oko 40% u 1996. godini i 80% u 2004. godini. Može li se efikasno sprovoditi monetarna politika, te emisijom novca podržavati proizvodnja i promet privrede, kada se najpre ex ante pokrivaju potrebe budžeta federacije, druge investicione potrebe (neproizvodne i sanacione potrebe), a ostatak (rezidualna stavka), ostaje za kreditiranje preko posiovnih banaka, proizvodnih i prometnih procesa sektora privrede. Injekcije novca u takvim odnosima i dalje služe da bi se ovaj organizam samo održavao u životu, da bi se mogao izvlačiti višak rada za brojne oblike nadgradnje.

Ne vidimo ni jedan argument u prilog stavu da su obavezna rezerva i žiro računi banaka kod centralne banke (na kojima se nalaze depoziti kod banaka iz dohodaka kroz raspodelu) primarni novac. To se odnosi i na ostale dinarske depozite, ali i devizne depozite banaka. Tu kategoriju može da zadrži samo gotov novac u opticaju (u celini, i kod banaka i pošte) kao i krediti centralne banke, dati bankama i dmgim sektorima, odnosno promena deviznih rezervi centralne banke. Ostalo su stvar konvencije i nekritičnog pristupa monetarnoj politici i monetarnom regulisanju. To se posebno zapaža i kod neto pozicije pojedinih sektora kod centralne banke, ali i kod izračunavanja monetarnog i kreditnog multiplikatora.

Emisija novca centralne banke i poslovnih banaka najčešće se tretira iz aspekta osiguranja potreba za tekućim novcem za plaćanja, odnosno kao transakcioni novac. Dmgim rečima, tretira se iz aspekta formiranja potrebne količine novca u opticaju (održavanje tekuće likvidnosti privrede i dmgih sektora). Ona dubinska veza između tekućeg novca i dohotka (štednje), koja se formira preko novčanih tokova formiranja i raspodele nacionalnog dohotka, ovde se i ne nazire, a posebno „pretvaranje tekućeg novca u kapital", neophodno za finansiranje investicija i razvoja. Da li postoji takva veza i da li je moguće svesno koristiti bez opasnosti od inflatornog udara, odnosno velikog debalansa u podbilansima banaka i preduzeća (tekući i investicioni podbilansi)?

Emisija novca centralne banke u duhu monetarne politike i ciljeva koji su zacrtani, uglavnom je usmerena na „optimalno snabdevanje privrede tekućim novcem, likvidnim sredstvima".[116] Tako je emisija primarnog novca u našoj privredi uposlednjoj fazi razvoja je vrlo nefunkcionalna iz aspekta kreativaca privrednog teatra:[117]

Da li je ovo primarni novac? To je u stvari gotov novac u opticaju (i to ne u celini). Obavezna rezerva banaka, ali i žiro računi banaka i depozitni viškovi banaka ne mogu se smatrati primarnim novcem, odnosno monetarnom bazom.

Osim gotovog novca ni jedan oblik u strukturi „primarnog novca" ne spada u tu kategoriju, posebno dinarska i devizna rezerva i žiro računi poslovnih banaka (gde se nalaze svi oblici slobodnih depozita i korištenih kredita banaka). To, u osnovi mogu biti krediti centralne banke poslovnim bankama (stanje krajem nekog perioda, odnosno neto pozicija kao rezultat nove emisije i povlačenja kredita).

Da li primarna emisija može (makar i indirektno) preko svojih osnovnih kanala i kvaliteta sredstava da utiče na podsticanje privredne aktivnosti i ekonomski rast. Da pogledamo osnovne oblike primarnog novca.

Primarni novac se emituje preko nekoliko osnovnih kanala (tokova), što se vidi iz prethodnog pregleda. Nas ovde interesuje primarna emisija i njena povezanost sa procesom stvaranja novca u privredi i po sektorima. Krediti bankama za reeskont hartija od vrednosti su klasičan sistem kratkoročne emisije, dok se to ne može reći za kredite za likvidnost, koji pokrivaju često i dugoročne plasmane banaka, čuvajući imtime likvidnost. Indirektno, primarna emisija time „popunjava" štednju, jer su kratkoročnim izvorima banke pokrivale investicije svojih komitenata. Kod plasmana u harfije od vrednosti jasno je da su menice kratkoročan instrument plaćanja i osnova za kratkoročne depozite. To

[116] Često se ističe od strane centralne banke da je osnovni zadatak monetarne politike u određenim periodima očuvanje stabilnosti domaćeg novca (borba protiv inflacije) i stabilnosti deviznog kursa. Da li su to pravi strateški ciljevi savremene monetarne politike? Podsetimo se samo najnovije odluke Evropske centralne banke u pogledu budžetskog deficita, kamatne stope, stope inflacije i visine dozvoljenog javnog duga u društvenom proizvodu (60%). Dozvoljava se elastičnije tumačenje i ponašanje pošto su dve glavne države EU (Francuska i Nemačka) po svim parametrima iznad dozvoljeliih. To znači da su to ograničavajući faktori rasta, pošto je ekonomski rast vrlo usporen, a nezaposlenost izuzetno visoka.

[117] Izvor: NBJ, Statistički bilten, decembar 2006.

već nije slučaj kod obveznica javnog duga države koje treba da se kupuju i prodaju na „otvorenom tržištu" na osnovu formirane štednje[118]. Kod kredita državi je jasna pozicija – krediti države preko centralne banke iznad depozita države kod ove banke (neto pozicija države) pokazuje emisiju novcakoja „nadoknađuje" štednju, odnosno dohodak iz raspodele (porezi, doprinosi, takse).

Međutim, ovde se menja „kvalitet" sredstava, naime depoziti države kod centralne banke su iz dohotka, odnosno štednje, sterilišu se (demonetizuju) u bilansu centralne banke, dok joj se ta sredstva „nadoknađuju" primarnim i to dosta skupim novcem (eskontna stopa iznosi 9%, a nedavno je iznosila 18% i 24% na godišnjem nivou).[119] Prema tome, ovde je mesto štođnji i đohotku, a ne emisiji novca centralne banke. Plaćajući poreze i doprinose svi sektori imaju đefinitivan odliv dohotka u budžete, čime se dohodak poništava, a nasuprot tome povećava kreditna zaduženost javnog sektora kod banaka.

Tu dihotomiju novca, dohotka i emisije novca centralne banke jasno uočavamo kod neto pozicije javnog sektora (države) kod centralne banke.

Dinarski primarni novac najveći uticaj na štednju može ostvariti preko gotovog novca u opticaju (prelivanje u štednju stanovništva kod banaka), što zavisi od odnosa kamate i stope inflacije (gubitka kupovne moći novca), a zatim indirektno preko obavezne rezerve banaka i restrikcije ili širenja mase novca na raspolaganju bankama (povećanje ili smanjenje stope obavezne rezerve). Devizni oblici primarnog novca nemaju takav uticaj, osim da se devizna sredstva banaka drže delom (u c.ilju sigumosti) kod centralne banke (devizna obaveza rezerva).

NETO POZICIJE DRŽAVE KOD BANKARSKOG SEKTORA[120]
– iznosi u milionima, stanje krajem perioda –

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
NETO POZICIJA KOD NARODNE BANKE SRBIJE					
Krediti državi	20,7	23,1	21,4	14,9	16,5
– dinarski krediti	20,7	23,1	21,4	14,7	16,5
– devizni krediti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depoziti države kod NBS	11,2	42,5	37,8	65,5	132,5
– dinarski krediti	11,2	42,5	28,0	46,7	29,1
– devizni krediti	5,0	8,6	9,8		103,4
Neto pozicija kod NBS (D>K)	–6.2	+19,9	+ 144	+44,6	+ 116,1
NETO POZICIJA KOD KOMERCIJALNIH BANAKA					
Krediti državi	4,5	8,1	8,9	12,0	23,5
– dinarski krediti	2,8	5,2	8,8	7,0	6,9
– devizni krediti	1,7	2,9	0,1	5,0	16,6
Depoziti države kod komercijalnih banaka	25,7	27,1	14,1	21,6	26,0
– dinarski depoziti	15,9	17,9'	10,7	14,2	21,5
– devizni depoziti	9,7	9,2	3,4	5,4	
Neto pozicjja države – višak sredstava rnai kreditmia poslovnim bankama	+21.2	+18.3	+6.9	+7.6	+2,4
Neto pozicija države u bankarskom sistemu	+15.!	+37.6	+23.3	+58.2	+ 118,4

Depoziti države su znatno veći od korišćenih kredita u 2006. godini kod centralne banke, ali i kod poslovnih banaka. Ukupan „višak" depozita u bankarskom sektoru u odnosu

118 Statistički bilten NBS, br. 12, 2006.

119 Videti kretanje i strukturu kamatnih stopa u nekoliko poslednjih godina, ali i odnos kamatnih stopa međusobno i prema stopi inflacije (Statistički bilten NBS, decembar 2006).

120 Izvor: Statistički bilten NBS, br. 12, 2006.

na korišćene kredite iznosi preko 163 milijarde dinara. Problem je u tome što se najveći deo ovog viška depozita kod centralne banke odnosi na devizne depozite (99,5 milijardi), dok se kod dinarskih javlja višak depozita od 43,8 milijardi dinara. Kod komereijalnih banaka situacija je identična: dinarski depoziti su znatno iznad dinarskih kredita države kod komercijalnih banaka.[121] Ova sredstva formirana iz javnih sredstava imaju karakter štednje, nalaze se na žiro računima kao neutrošena sredstva države u kratkorocnim depozitima banaka, treba ih izvući iz bliansa centralne banke i ponovo vratiti u bilans poslovnih banaka. Stvama štednja dmgih sektora (država, fondovi, banke) zamagljena je na ovaj način, čime su i bilansi banaka i javnog sektora nerealni i vrlo napregnuti.

Primarni novac kao simbol kratkoročne politike centralne banke nije homogen agregat. Naime, gotov novac kao najlikvidniji oblik finansijskih ulaganja, potiče iz dohotka, odnosno štednje (lični dohoci, devizna sredstva, prodaje imovine, penzije, invalidnine i sl.), samo im centralna banka omogućava lakšu ili težu konverziju (npr. depozitnog u gotov novac ili deviza u gotov domaći novac – po određenom kursu). Devizna sredstva su tipičan oblik štednje (akumulacije bogatstva), mada se tako ne tretira, ali i jedan od najvažnijih oblika plasmana novčanih dinarskih sredstava. Dinarski primarni novac tretira i sredstva na žiro računima banaka kao svoj deo, mada se veliki deo ovih sredstava formira i od neutrošenih dugoročnih (štednih) sredstava, konvertovanih deviza u dinarska sredstva, čak i konverzije donacija, doznaka, stranih kredita i sl. u dinarski oblik. Da li je to štednja ili tekući novac? Obavezna rezerva, kako se sada obračunava, zahvata veliki deo dugoročnih depozita (koji predstavljaju štednju), čak i deviznih sredstava (obavezna devizna rezerva). Na ovom području je ostalo mnogo metodoloških i koncepcijskih nedorečenosti, posebno u pogledu mogućnosti vođenja adekvatne monetarne politike.

Problem postaje vrlo jasan kada se pogleda i druga strana bilansa centralne banke, naime plasmani iz primarne emisije. Od 18 milijardi plasmana državi je dato na raspolaganje 15 milijarde (83%), krediti bankama 2,6 milijrade (15%) i krediti drugim sektorima 0,3 milijardi. Problem je tim veći kada se ima u vidu da su poslovne banke obaveznom rezervom izgubile oko 26 milijardi dinara (a dobile 3 milijarde kod centralne banke).[122]

Da li je, dakle, moguće odvojiti primarni novac od štednje? Da li je moguć konvencionalan, već klasičan pristup, kratkoročnim i dugoročnim depozitima u bilansima banaka i u politici laeditiranja. Kako to da štednja do godine dana ima kratkoročni, a štednja preko godinu dana dugoročan karakter? Naravno, drugi je kvalitet štednje a vrsta i oročene štednje (bez obzira na rok, mada je za oba oblika štednje izvor dohodak).

Može li se primarna emisija novca ovako razložena kako smo to učinili, vezati za ponašanje i strukturu investiranja i dinamiziranje proizvodnje i ekonomskog rasta? Naravno da postoje brojne veze ne samo preko neto pozicije pojedinih sektora kod banaka, već i jasno razgraničenje (koncepciji) tekućeg novca za plaćanja i novca koji vuče poreklo iz dohotka, odnosno raspodele.

2) EMISIONA DOBIT I INFLATORNO FINANSIRANJE

Infiatomo fmansiranje smanjuje teret javnog duga na dva načina: 1) Emisionom dobiti i 2) Infiatomim porezom. Emisiona dobit ostvaruje centralna banka preko emisije

[121] "Izvor: Statistički bilten NBS, 12/2005, tab. 19, 20.

[122] O negativnim efektima kamate na depozite i kamate na izdvojenu obaveznu rezervu ovde nećemo šire govoriti, mada ugrožavaju rentabilnost i efikasnost banaka i politiku kamatnih stopa.

kredita (naplaćena kamata, reeskont). Troškovi emisije su minimalni, a „prihodi" preko kredita vrlo visoki. Jedan deo emisione dobiti (prihoda) odlazi naplaćanje kamata na obaveznu rezervu banaka, dok dmgi deo odlazi u prihode budžeta.

Emisiona dobit je viša kod država koje su uvele visoku stopu obavezne rezerve banaka (Španija, Italija, SCG i sl.) – stvarajući veću zavisnost poslovnih banaka od sredstava centralne banke, a time i veću tražnju za primarnim novcem.

Emisiona dobit se uglavnom posmatra u odnosu na društveni pr'oizvod, mada je ispravnije upoređivati u odnosu na bruto naplaćene kamate banaka, ali i kao učešće u ukupnim budžetskim prihodima (federalni budžet).

Emisiona dobit kod razvijenih privreda je zbog niske eskontne stope i manje zavisnosti banaka od centralne banke, dosta niska, dok je kod nerazvijenijih i inflatomih privreda (u kojima je i eskontna stopa visoka, često i iznad stope infiacije), emisiona dobit je dosta izražena, mada je funkcija centralne banke neprofitna.

Inflatorni porez je u osnovi gubitak koji snose vlasnici finansijske imovine kroz rast cena (inflacija). Država, videli smo, finansira svoje rashode na tri načina: 1) Poreskim prihodima, 2) Emisijom hartija od vrednosti na finansijska tržišta, odnosno uzimanjem kredita kod centralne banke i 3) Štampanjem novca.

Kreiranjem novog novca preko primame emisije „bez pokrića" obično dovodi do inflacije. Emisija novca za pokriće fiskalnih efekata u stvari predstavlja monetizaciju budžetskog deficita (manjak redovnih prihoda u odnosu na rashode). Izbegavanjem povećanja poreskih prihoda kroz dodatnu emisiju dolazi do rasta cena.[123] Inflacija predstavlja u stvari inflatorno oporezivanje novčanih dohodaka svih subjekata. Realna vrednost novčanih dohodaka opada s rastom inflacije. Kada je stopa irrflacije nulta tada države ne ubire prihode od inflacije. Rastom inflacije raste i inflatomi porez, dok stanovništvo, banke i dr. drže sve manje novca (zbog obezvređenja). Finansiranje deficita zaduživanjem države može delovati više inflatomo od nove emisije novca, jer zaduživanje sadrži i plaćanje kamate na dug. Rast duga i kamate u društvenom proizvodu predstavlja objektivnu granicu javnog duga.

Ukoliko javni dug stalno raste u društvenom proizvodu država će u jednoj fazi morati da poveća poreze, odnosno dozvoli rast inflacije, ali i da se zadužuje u inostranstvu, da bi pokrila dospele obaveze po dugu. Inflatornom finansiranju se pribegava kao krajnjem sredstvu kada se porezi ne mogu povećati, a rashodi smanjiti, pri čemu postoji i platnobilansna barijera. Kriza duga često dovodi do preusmeravanja sa finansiranja budžetskog deficita spoljnim zaduživanjem ka monetarnom finansiranju budžeta.

Inflatorni porez deluje na nominalnu aktivu u kojoj se vodi državni dug. Kada cene rastu, vrednost duga erodira, dok vlasnici obveznica imaju kapitalni gubitak. Radi se o redukciji realne vrednosti duga u inflaciji. Emisiona dobit i inflatomi porez su usko povezani. Naime, povećana emisija dovodi do porasta ponude novca i inflacije, a ova kroz inflatomo smanjenje tereta duga (inflatomi porez) do smanjenja realne vrednosti obveznica duga.[124] Ovaj mehanizam deluje samo kada se radi o neočekivanoj inflaciji. Ako vlasnici duga očekuju inflaciju tražiće da novom (nominalnom) kamatom pokriju i troškovi erozije duga. Nominalna kamata raste sa inflacijom, mada realna kamata ostaje ista. To je u stvari indeksiranje vrednosti obveznica u uslovima inflacije. Negativna

---

[123] Monetarno finansiranje deficita budžeta nastaje kada centralna banka deo javnog duga pokriva bilo direktno kod ministarstva finansija, ili indirektno na otvorenom novčanom tržištu.

[124] Burda i Viploš: Makroekonomija, str. 214.

realna kamata znači da valsnici obveznica plaćaju da bi svoj novac dali na zajam državi kupovinom obveznica.

Rastuća upotreba emisione dobiti (senjoraž) dovodi i do sve bržeg rasta ponude novca, preko monetarnog multiplikatora, ali i do inflacije. Emisiona dobit je jedan od načina finansiranja budžetskog deficita.

Nominalni rast primamog novca (AMo) obezbeđuje vladi realne resurse u visini

$$\frac{\Delta M_o}{p}$$

Dakle, imamo sledeću relaciju:

$$\Delta B + \frac{\Delta M_o}{p} = G - T + vB$$

Emisiona dobit je je jeftin izvor fmansiranja budžeta.

Veliki broj hiperinflacija u svetu posledica je pokušaja vlada da izbegnu budžetsko ograničenje. Hiperinfiacije se najčešće zaustavljaju tako što vlade zatvore. svoje deficite, odnosno kada centralna banka prestane da ih fmansira.[125]

3) NETO DOMAĆA AKTIVA CENTRALNE BANKE I EFEKTI MONETARNE POLITIKE

Projekcija monetarne politike i analiza efekata kreiranja novca centralne banke sve više polazi od kategorije neto domaće aktive.

Neto domaća aktiva se može definisati na dva načina: prvo, sa aktivne strane bilansa centralne banke ona obuhvata potraživanja centralne banke prema domaćim bankama i državi i ostalu neto aktivu, dakle imamo:

$$N_{da} = K_k + N_o$$

Sa pasivne strane neto domaća pasiva predstavlja primarni novac i devizne obaveze prema bankama (umanjene za neto potraživanje u devizama prema inostranim komitentima).

Neto domaća aktiva centralne banke služi kao instmment za ostvarivanje osnovnih zadataka monetarne politike, a to znači praćenje neto domaće aktive banaka i novčane mase u utvrđenim okvirima. Pošto obuhvata osno.vne monetarne agregate i kredite koje centralna banka drži pod kontrolom, kao i ostale novčane tokove to se neto domaća aktiva centralne banke najčešće koristi kao instrument kontrole osnovnih efekata monetarne politike centralne banke. To se može videti i iz sledećeg pregleda:

[125] Multiplikator investicija, multiplikator poreza i javnih rashoda, odnosno budžeta, kao i multiplikator zaposlenosti i spoljnotrgovinski multiplikator šire su obrađeni u knjizi dr Slobodan Komazec: Stretegija stabilzacije ekonomskog sistema..., str. 145–180, odnosno Makroekonomija, izd. Institut za menadžment, Beograd, 1992, str. 451–489.

BILANS CENTRALNE BANKE
– u milijardama dinara –

Pozicija aktive i pasive	2004.	2005.	2006–
A K T I V A			
1. DOMAČl KREDITI	–31,9	–26,4	–30,7
Krediti poslovnim bankama	4,6	2,6	0,5
– Dinarski krediti	3,0	0,4	0,5
– Devizni krediti	1,6	2,2	0,0
Krediti drugim sektorima	0,2	0,2	1,0
Neto potraživanja od države	–11,4	–44,8	–116,0
– Krediti državi – dinarski	21,4	14,7	14,9
– Depoziti države kod NBS	32,8	59,5	131,6
– Dinarski depoziti	23,0	40,7	29,2
– Devizni depoziti	9,8	18,8	102,4
2. DEVIZNA POTRAŽIVANJA OD INOSTRANSTVA			
Devizne rezerve	244,8	420,8	714,2
– Monetarno zlato	8,5	15,5	14,5
– Specijalna prava vučenja	0,1	2 2	0,5
– Efektiva i devize	236,3	403,1	699,2
P A S I V A			
1. PRIMARNINOVAC	82,3	100,5	143,3
A Dinarski primarni novac	76,9	94,2	133,9
– Gotov novac u opticaju	45,1	53,6	68,4
– Bankarske dinarske rezerve	31,8	40,6	65,5
B. Ostali dinarski depoziti	5,4	6,3	9,4
2. DEVIZNIPRIMARNINOVAC			
Devizni depoziti bankama	66,2	147,3	253,6
– Devizna obavezna rezerva	18,5	147,1	253,6
– Drugi devizni depoziti	97,7	0,2	0,0
PRIMARNI NOVAC UKUPAN (i+2)	149,5	249,1	396,9

Porast neto domaće aktive u godini rezultat je povećanja kredita centralne banke poslovnim bankama, ostale neto aktive i deviznih kredita. Istovremeno je došlo i do smanjenja javnog duga države i kredita državi.

Preko pasive bilansa centralne banke vidi se kreiranje (odnosno povlačenje) novca, te osnovni oblici novčanih obaveza.

Centralna banka tačno zna sa kojim se tokovima stvara novac, kao i osnovni nosioci novca u monetarnom sisternu. Iz našeg primera se vidi da je emisija primamog novca, posebno gotov novac i depozit banaka glavni izvor novčane emisije, a da su kontraefekte stvarali neto devizna pasiva i devizne obaveze prema bankama.

GLAVA DRUGA

POSLOVNO BANKARSTVO I KREIRANJE DEPOZITNOG NOVCA

1. NOVČANA MASA, LIKVIDNOST PRIVREDE I DRUGIH SEKTORA

1) MONETARNI AGREGATI I INDIKATORI MONETARNE POLITIKE

Ažurni i kvaliicini monetarni indikatori su osnova uspešne monetarne politike i kontrole njenih efekata

Monetarni agregati su u stvari monetarni indikatori koji služe za određivanje kvaliteta i funkcija novcauprivredi, ali i za vođenje monetarne politike i politike likvidnosti privrede i drugih sektora.

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 usluge; 2) Spekulativni, kada se novac drži u cilju spekulacije na finansijskom tržištu (očekivani pad ili rast kamata, odnosno cena hartija od vrednosti); 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, raznih očekivanja i dr.)

Monetarna analiza i ekonomska poktika najčešće koriste agregat novčana masa (M,).

Pored novčane mase često se koristi i agregat monetarna baza lii primarni novac (Mo). Ovaj agregat se još naziva i novac centralne banke. U ovaj monetarni agregat ulaze sledeća sredstva:

PRIMARNI NOVAC

1. Dinarski primarni novac (Mo)
   Gotov novac u opticaju
   Žiro računi banaka
   Blagajna
   Depozitni novac
   Federacije
   Obaveza rezerva banaka
   Rezervni fondovi
2. Devizne obaveze prema bankama
3. Blagajnički zapisi centralne banke.

Monetarni agregat novčana masa (M^) najbolje odgovara defmiciji novca kao transakcinog (likvidnog) sredstva, te se koristi kao indikator ponude novca. U novčanu masu ulaze sledeća sredstva:

NOVČANA MASA *(M_{ℓ})*

1. Gotov novac u opticaju
2. Depozitni novac – sredstva na tekućim i žiro računima, – izdvojena i osigurana sredstva za investicije – sredstva za zajedničku potrošnju – sredstva za stambenu izgradnju – ostala novčana sredstva. Pored novčane mase često se koristi i agregat M_2 i M_3.

Prema metodologiji naše centralne banke monetarni agregati se daju na sledeći način:

MONETARNI AGREGATI U MONETARNOJ POLITICI[126]
– u milijardama dinara –

GODINA	Novčana masa M3						
	Novčana masa M2						
	Novčana masa Ml			Dinarski oročeni depoziti	Svega M2	Devizni depoziti	Svega M3
	Gotov novac	Depozitni novac	Svega Mf				
2000.	10,9	16,1	27,1	5,9	33,0	32,3	65,3
2001.	25,3	32,9	58,2	9,8	68,1	57,3	125,4
2002.	43,7	50,1	93,8	17,1	110,9	80,6	191,5
2003.	42,9	62,2	105,2	19,6	124,9	119,9	. 244,8
2004.	45,2	66,1	111,2	35,4	146,5	176,5	323,1
2005.	53,6	91,2	144,9	97,7	192,6	265,9	458,5
2006.	68,4	131,6	200,0	83,0	283,0	355,5	638,5

Izvor: Statistički bilten NBS, decembar 2006.

MONETARNI VOLUMEN – UKUPNI DEPOZITI (M_4) kao znatno širi monetarni agregat, prema metodologiji Narodne banke, pored agregata M_3 obuhvata još i dugoročne dinarske i devizne depozite i druga sredstva oročena preko godinu dana, dugorčne obaveze banaka prema domaćim komitentima u devizama, dugoročna udružena sredstva, oročene depozite, dugoročne obaveze po hartijama od vrednosti i dugoročne obaveze banaka po oročenim sredstvima za stambeno–komunalnu izgradnju.

[126] Bilten NBS, br. 12, 2006. tabela 4. Novačana masa M2 je agregat koji se dobije kada se na M, dodaju dinarski oročeni depoziti. M3 se dobija kada se na M2 dodaju devizni depoziti.

U nekim razvijenim privredama tržišnog tipa koristi se i agregat MGNETARNI POTENCIJAL (M.), koji pored M_4 obuhvata i instrumente tržišta novca u posedu privatnog sektora (bankarske menice, blagajnički zapisi, depoziti lokalnih organa vlasti), certifikate o poreskim depozitima i nacionalne instrumente štednje (isključujući certifikate, SAVE i ostale dugoročne depozite).

Osnovni monetarni agregati u monetarnoj analizi i politici mogu se dati i u sledećem obliku:

OSNOVNI MONETARNI AGREGATI[127]
– u milijardama dinara –

	2000.	2005.	2006.
NOVČANA MASA (M,)	27,0	144,8	200,0
Gotov novac n opticaju	10,9	53,6	68,4
Depozitni novac	16,1	91,2	131,6
NOVČANA MASA (M.)	32,8	192,6	283,0
NOVČANA MASA (M)	65,3	458,5	638,5
DINARSKI PRJMARNI NOVAC	18,7	94,2	143,4
DINARSKE OBAVEZNE REZERVE	7,8	40,6	65,5
BANKARSKI PLASMANI	243,2	414,3	567,6
Kratkoročni plasmani	83,8	182,8	215,8
Dugoročni plasmani	159,4	231,5	351,8

Očito je da su novčana masa i dinarski plasmani banaka osnovni agregati preko kojih se najbolje ocenjuje osnovna orijentacija monetarne polirike i njena prilagođenost realnim kretanjima u privredi.

"Prema novoj metodologiji u novčanu masu ulaze sledeće kategorije novčanih sredstava:

a. Gotov novac u opticaju (papirni i kovani novac van banaka i pošta), odnosno G;
b. Depoziti po viđenju (D);

$$M_1 = G + D$$

U depozite po viđenju spadaju; novčana sredstva na žiro i tekućim računima, izdvojena sredstva za investicije, sredstva za zajedničku potrošnju, sredstva za stambenu izgradnju i ostala likvidna sredstva.

Prema tome, sva likvidna sredstva ulaze u sastav novčane mase. Time je prihvaćen kriterijum likvidnosti pojedinih oblika novčanih sredstava.[128] Kako uz likvidna sredstva (novčanu masu) postoje i nelikvidna, prema navedenoj metodologiji, kada se novčanoj masi dodaju nelikvidna sredstva, dobija se novi agregat koji se naziva monetarni volumen. Dakle, monetarni volumen je veći od novčane mase za visinu nelikvidnih ili ograničenih depozita.[129]

Prema novoj metodologiji naše centralne banke osnovni monetarni agregati sa Mj, M2 i M3.[130]

[127] Bilten, NBS, br. 4, 2006. i br. 9, 2006.

[128] Pored kriterijuma likvidnosti postoji još kriterijum sredstava prometa i plaćanja (znatno uži od prethodnog) i kriterijum aktivnosti sredstava. Kriterijum aktivnosti je teorijski najispravniji, ali ga je gotovo nemoguće u praksi sprovesti, jer nije moguće izvršiti egzaktnu separaciju novčanih sredstava na aktivne, poluaktivne, neaktivne i dr.

[129] Najveći deo kvazi novca odnosi se na štednju stanovništva i ostale obaveze po viđenju.

[130] Izvor: Statistički bilten Narodne banke Srbije, br. 12, 2006, tab. 4, str. 28.

Prema tome monetarni volnmen obuhvata sva tri prethodna agregata, dok monetarni potencijal u sebe uključuje monetarni volumen (Mv) i nelikvidna sredstva (M3).

2. NOVČANA MASA – OSNOVNI MONETARNI AGREGAT

Novčana masa kao osnovni deo sredstava i istovremeno najvažniji deo novčanih sredstava u formiranju likvidnosti reprodukcije u 2006. godini učestvnje u formiranju monetarne mase M2 na oko 76% i oko 31% monetarne mase M3, ostalo su dmgi oblici novčanih sredstava.

Novčana masa se tretira kao primarna likvidnost, kvazi novac kao sekundarna, a ograničeni depozit kao tercijarna likvidnost privrede.

Podela ukupnih novčanih sredstava u privredi na novčanu masu i sredstva izvan novčane mase sadrži dosta sličnosti s Marksovom podelom novčanih sredstava na novac u opticaju i novac kao „blago".

Oblik nelikvidnih depozita danas igra izvesnu ulogu „blaga" – iz njih stalno otiču i u njih se stalno ulivaju određeni delovi novčane mase, tako da stvamo služe kao rezervoari priticanja i oticanja delova novčane mase u promet i iz prometa.

Novčana masa treba da predstavija skup dovoljno aktivnih novčanih sredstava preko kojih će promena novčane mase u dovoljnom stepenu pokazivati promene u visini ukupne kupovne snage na tržištu.

„Krajnji cilj" je u tome da se pronađe ona koncepcija novčane mase koja će najadekvatnije (u svakom slučaju adekvatnije nego monetarni volumen koji u sebi sadrži i potpuno neaktivna novčana sredstva) da održava ukupnu kupovnu snagu zajedno sa svim implikacijama koje ukupna kupovna snaga ima na kretanje reprodukcije, cena i spoljne trgovine.[131]

Novčana masa kao najvažniji monetarni agregat, zbog navedenih razloga, praćena je i analizirana od strane bankarskog sistema kao celine, posebno od strane centralne banke, budući da je jedna od njenih osnovnih mnkcija – da osigura „optimalnu količinu novčanih sredstava u privredi" – koju najbolje reprezenfuje novčana masa (Mj) i od koje neće doći do monetarnih poremećaja (neravnoteže).

U našoj monetarnoj teoriji sve se više postavlja zahtev da se u novčanu masu ukfjuče i dmgi oblici novca, stvoreni u procesu reprodukcije privrede (menica, ček, drugi vrednosni papiri kojima se vrše tekuća plaćanja), odnosno da se novčana masa ne veže samo za novac koji stvaraju banke. „Državna teorije novca", koja inače danas dominira, ne priznaje druge oblike novca osim onih koji stvaraju banke. Da bi novčana masa mogla biti agregat za ocenu adekvatnosti monetarne politike, kao i njen instrument,

[131] Dr S. Komazec: *Teorija optimalne n.ovčane mase i monetarna politika,* Jugoslovensko bankarstvo, br. 10, 1977, str. 3–17.

mora uključivati i druge oblike sredstava plaćanja emitova na u privrednim procesima. Ovde se, pre svega, misli na menice i čekove, kojima se stvara dodatna kupovna snaga na tržištu, pa i drugi oblici komercijalnog novca, koji cirkulišu i služe za piaćanje između privrednih subjekata.

Time je supstituisan „stvarni" bankarski novac, uz ubrzanje procesaplaćanja, ali bez upotrebe depozitnog novca banaka. Prema dmgim shvatanjima, trebaio bi na neki način u novčanu masu uključiti i međusobna dugovanja i potraživanja u privredi, kao i dmge oblike novca koje stvara sama privreda i koji se danas nalaze izvan monetarnih agregata centralne banke, mada se njima vrši realizacija velikog dela društvenog proizvoda. Moderni novčani sistemi stvaraju sve novije oblike novčanih supstituta koji zamenjuju bankarski novac u mnkciji prometa i plaćanja, kao i likvidnosti privrede i drugih sektora.

Gotov novac u opticaju u našoj privredi učestvuje u bruto domaćem proizvodu daleko niže u odnosu na razvijene privrede. Privredni sektor nije dovoljno snabdeven depozitnim novcem (M_1 M_2, i M_3)

GLAVA TREĆA

MONETARNI MEHANIZAM I PROCESI EMISIJE NOVČANE MASE

Monetarni mehanizam u savremenoj privredi mora sve više da se povezuje sa finansijskom strukturom, posebno novčana masa zbog brojnih novčanih prelivanja ipretvaranja jednogudrugi oblik novca.

1. AUTONOMNA EMISIJA NOVCA POSLOVNIH BANAKA I FORMIRANJE TRAŽNJE NOVCA PO SEKTORIMA

Krediti centralne banke poslovnim bankama razlikuju se od ostalih oblika emisije, jer se u svim dragim oblicima primame emisije radi o konačnoj emisiji nOvca u privredi, dok se kod kredita poslovnim bankama radi o povećanju njihovog kreditnog potencijala i osposobljavanja banaka za njihovu vlastitu emisiju novca i kredita.

Sistem poslovnih banaka je u mogućnosti da kreira (stvara) novac na bazi primamog novca centralne banke, ali znatno iznad toga, dakle multiplikovano. U uslovima decentralizovanog bankarskog sistema emisija novca centralne banke redovno je manja od emisije novca bankarskog sistema kao celine.

$$M_{cb} < M_{bx}$$

odnosno

$$M_1 = m \cdot M_o$$

kako smo to prethodno već šire obradili.

Teorijsko objašnjenje procesa kreiranja i poništavanja novca od strane poslovnih banaka poznato je pod nazivom monetarno–kreditna multiplikacija.

Sistem emisije i povlačenja (poništavanja) novčane mase, u sklopu celokupnog monetarnog regulisanja, postaje posebno interesantno područje, ne samo monetarne teorije, već i posebno monetarno politike. Opravdano se, stoga, postavlja pitanje: kojim kanalima (tokovima) se vrši novo kreiranje novčane mase, a kojim kanalima njeno poništavanje u okolnostima funkcionisanja savremenog bankarskog i kreditnog sistema (finansijskog sistema u celini).

Mehanizam emisije i povlačenja novčane mase u savremenom monetarnom sistemu odvija se po delovanju bankarskih i vanbankarskih segmenata finansijskog sistema. U ulozi primamih (originamih) faktora javljaju se faktori vezani za bankarski i kreditni sistem, dok su vanbankarski faktori sekundarnog (izvedenog) karaktera, vezani uglavnom za proces prelivanja novca unutar privrednih sektora ili subjekata'. Bankarski sistem kroz kreditnu aktivnost neposredno vrši emisiju novca i deluje na proces stvaranja i poništavanja novčane mase, dok vanbankarski faktori nemaju tu sposobnost, već kroz proces oslobađanja ili ograničavanja korišćenja novčanih sredstava deluju na povećanje ili smanjenje novčane mase.

Time bi se ubrizgavanje novca vršilo neposrednije u prometne kanale privrednog sektora, bez emisije u finalnu potrošnju, ali sa mnogo dmgih pozitivnih multiplikativnih efekata preko uticaja na nacionalnu ekonomiju.

Centralna banka je, dakle, u stanju da reguliše kreiranje primamog novca, kao i uslove kredita poslovnog bankarstva, to znači da je u situaciji da preko kvantuma primarnog novca reguliše i visinu novčane mase u privredi. Ovo se može izraziti preko odnosa primamog novca (novčane baze), novčane mase, i to na sledeći način:

$$M_1 = m \cdot M_o$$

pri čemu je M_1 – novčana masa; M_0 – primami novac i m – multiplikator novca.

Novčana masa (likvidnost) se fomlira preko mase primarnog novca centralne banke (monetarna baza) uvećanog za masu depozitnog novca u kmgu poslovnih banaka kroz proces monetarne i kreditne multiplikacije.[132]

Teorijski posmatrano, mehanizam foimiranja novčane mase (kao i njenog poništavanja) može se razmatrati preko postojanja dva sistema:

1. Mehanizam formiranja novčane mase od strane bankarskog sistema kao celine, što se obično naziva makromultiplikacijom novca.
2. Mehanizam emisije novca od strane samo centralne banke, odnosno samo poslovnih banaka (ili pojedinače banke, što se smatra mikromultiplikacijom).

Ukoliko se pod novčanom masom podrazumeva masa likvidnih novčanih obaveza banaka prema vanbankarskim transaktorima (u obliku depozitnog novca i gotovog novca), jasno je da samo banke imaju monopolsko pravo emisije novca preko svoje kreditne i druge aktivnosti. Zbog toga se informacije o emisiji novčane mase nalaze u bilansima bankarskog sistema. Mada bankarski sistem ima monopolsko pravo emisije novca, to ne znači da samo bankarski tokovi emisije deluju u formiranju novčane mase.

[132] Problem monetarno–kreditae multiplikacije, fakture i visinu multiplikatora obradili smo u ovom radu na drugom mestu.

Na foraliranje novčane mase u privredi, pored kreditne aktivnosti banaka, deluje i određeno prelivanje novca iz likvidnih u nelikvidne (ograničene) oblike.[133] Formiranje ovih novčanih sredstava nije rezuitat aktivnosti banaka (osim štednih uloga), već uglavnom, raznih oblika ograničavanja trošenja novčanih sredstava u finansijskom sistemu (amortizacija, rezervni fondovi, garantni polozi i sl.). U monetarnoj teoriji se postavijalo pitanje: da li pod emisiju novca treba „obuhvatiti" samo monetarni efekat kreditne i ostale aktivnosti banaka ili pod emisijom novca treba podrazumevati monetarni efekat kako bankarskih tako i vanbankarskih faktora... Da li pod emisijom novca podrazumevati bruto porast novčane mase (bez korekcije prelivanja) lii pod emisijom smatrati samo neto emisiju novca, koji mora u sebe da uključi i sistem kreiranja i sistem prelivanja novca u razne nelikvidne novčane oblike, i obrnuto. Zbog toga treba razlikovati emisiju novca, pod kojom se podrazumeva bruto emisija novca od strane bankarskog sistema, bez prelivanja u ograničene depozite, od novčane mase koja je rezultat celokupnih tokova i emisija i povlačenja, odnosno prelivanja novca u privredi. To je, dakle, neto efekat emisije. Novčana masa je stoga monetarni agregat, koji označava stvamu količinu likvidnog novca u privredi, sposobnu za plaćanje. To je indikator snabdevenosti i privrede tekućim novcem.

Postoje dva različita oblika efekata promena u tokovima fomiranja novčane mase:

- kvantitativni efekti promena u tokovima novčane mase,
- kvalitativni efekti promena u strukturi već formirane novčane mase.

Kvantitativni efekti foimiranja i poništavanja novčane mase odnose se na nekoliko osnovnih kanala formiranja novčane mase, u koju možemo izdvojiti sledeće:

1. Promene bankarskih kredita (AK);
2. Promene deviznih rezervi, vezano za stanje u platnom bilansu (ADr) i
3. Promene u strukturi monetarnog volumena, odnosno prelivanje novčane mase u ograničene i nelikvidne depozite i obrnuto, prelivanje ovih depozita u novčanu masu (ANd).

Svi navedeni kanali održavaju dinamičnu komponentu u stvaranju novčane mase.

Kvalitativni efekti promena u strakturi postojeće novčane mase odnose se na stalni tok pretvaranja depozitnog u gotov novac, i obmuto, gotovog novca u depozitni novac. Ovaj kanal više odražava sektorske efekte novca (posebno stalne tokove prelivanja između sektora stanovništva i sektora privrednih subjekata).

Osnovni kanali kroz koje se vrše formiranje i povlačenje novca u našem finansijskom sistemu su sledeći: 1) Porast ili smanjenje bankarskih kredita, 2) Promene deviznih rezervi i 3) Promene, odnosno prelivanje novčane mase u druge oblike nelikvidnih sredstava i obmuto.

Porast bankarskih kredita[134] i povećanje deviznih rezervi deluje na povećanje novčane mase, dok porast ograničenih depozita deluje u suprotnom pravcu. Smanjenje bankarskih kredita i smanjenje deviznih sredstava deluje na smanjenje novčane mase, a smanjenje ograničenih i nelikvidnih depozita (kroz njihovo prelivanje u likvidne depozite) deluje na porast novčane mase.

---

[133] To je odraz nekreditivne aktivnosti banaka, egzogenog karaktera, pošto se radi o finansijskim prelivanjima unutar privrede. Tokovi prelivanja vezani su za sistem raspodele i trošenja dohodaka.

[134] Dr *M.* Ćirović: *Mehanizam emisije kredita i novca* (skripta), Skoplje, 1963, str. 44.

Postoje s'talni tokovi odobravanja i tokovi povlačenja bankarskih kredita u svakoj privredi. Ukoliko su tokovi odobravanja i korišćenja veći od tokova povlačenja, dolazi do porasta mase novca u privredi, i obmuto, ukoliko su u određenom periodu tokovi povlačenja kredita veći od novog korišćenja, dolazi do smanjenja novčane mase, jasno, sve pod prepostavkom da su ostali faktori ostali nepromenjeni.

Prva dva toka, uzeta zajedno, predstavljaju bruto kreiranje novčanih sredstava od strane bankarskog sistema (emisija novca od strane banaka), dok treći tok predstavlja monetarni efekat delovanja vanbankarskih faktora na formiranje novčane mase (egzogeni faktori).

Prema tome, neposredna kreditna aktivnost banaka preko emisije bankarskih kredita i prelivanje likvidnih novčanih sredstava u nelikvidne ili nemonetarne depozite, i obmuto, predstavlja osnovni izvor promena novčane mase. Dmgim rečima, kreditna aktivnost banaka i prelivanje sredstava iz „blaga" (neaktivnih ili ograničenih sredstava) u novčani opticaj, i obmuto, predstavljaju osnovne izvore promena novčane mase.

Mada devizne transakcije banaka i prelivanje novca u nelikvidne depozite predstavljaju kanale koji u velikoj meri zavise od ponašanja subjekata izvan bankarskog sistema (raspodela dohotka, blokiranje sredstava merama ekonomske politike, ponašanje potrošnje, investicije, amortizacija, izvoz, uvoz i dr.), osnovni kanali u tokovima kreiranja novčane mase ostaju krediti banaka, koji uglavnom determinišu kretanje novčane mase i likvidnost reprodukcije.

OSNOVNI TOKOVI FORMIRANJA NOVČANE MASE[135]
– godišnje promene –

Osnovni tokovi formiranja novčan mase u privredi	1999.	2000.	2004.
Krediti banaka komitentima (B)	3.808	8.288	47.500
Vrednosni papiri (HOV)	2.533	–1.620	–111
Ostali plasmani (O)	11	–	–
Bruto emisija (E)	6.352	6.668	47.389
Prelivanje u nemonetarne depozite (Nd)	–147	–1.718	–8.543
Devizne transakcije (Dr)	–974	1.730	38.846
Novčana masa [E – (Nd ± Dr]	5.525	6.610	400

*Podaci za 2004. krajem augusta

Bruto emisija novca obuhvata dakle, sledeće kanale: E = B + Hov + 0. Ukoliko se od navedenog iznosa oduzme porast nemonetarnih depozita i efekti smanjenja deviznih rezervi, formira se novčana masa (M_1).[136]

[135] Izvor: Narodna banka Jugoslavije: *Godišnji izveštaj 1976–1979. i Bilten NBJ,* br. 3, 1978. i br. 8–9, 2000. i Statistički bilten NBS, br. 3, 2005.

[136] Velike razlike u masi *bankarskih kredita i novčanoj masi* u monetarnoj teoriji podstiču stav u pogledu alternativne *kontrole funkcije* i optimalne snabdevenosti privrede novcem – da li je to *bankarski kredit* ili *novčana masa* (M). Bankarski kredit je u tom pogledu adekvatniji agregat.

2. BANKARSKI KREDIT KAO INSTRUMENT EMISIJE I POVLAČENJA NOVČANE MASE

Promena kredita banaka komitentima osnovni su kanal emisije i povlačenja novčane mase u našoj privredi, uostalom, kao i u dmgim zemljama. Krediti su osnovni kanal stvaranja novčane mase, ne zato što su to najveće promene, već što je ovo upravo kanal preko koga bankarski sistem svesnom aktivnošću može da deluje na formiranje novčane mase. Regulišući tokove emisije kredita, bankarski sistem je u stanju da reguliše i potrebnu masu novca u opticaju. To je monetarni tok koji stoji pod kontrolom kreditno–monetarne politike.

Veliki deo kredita indirektno pokriva prelivena sredstva u nemonetarne (ograničene) depozite, što ograničava porast novčane mase. Pod bankarskim kreditima podrazumevaju se kratkoročni krediti koje banke odobravaju na bazi bankarskih sredstava, dok krediti dati iz društvenih ili sličnih fondova, formirani preraspodelom nacionalnog dohotka kroz razne fiskalne instramente, ne mogu biti osnova za stvaranje novca. Ovde se radi samo o preraspodeli i „razmeštaju" već stvorene akumulacije – naravno, upravo preko bankarskog mehanizma (kreditima banaka).

Primetili smo da su osnovni tokovi formiranja novčane mase i kreiranja novca bankarski kredlti i ograničavanja mogućnosti korišćenja tekućeg (transakcionog) novca, odnosno prelivanja novca u ograničene i nelikvidne depozite.[137]

BANKARSKI KREDITI POSLOVNIH BANAKA
– u milijardama dinara –

Sektori	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Sektor preduzeća	208,2	136,4	141,6	195,4	282,9	311,6
Stanovništvu	5,0	16,0	28,4	64,3	124,8	177,6
Državi	3,3	2,2	–	–		3,8
Ostalim fin. organizacijama	17,4	0,6	3,7	–	–	–
Lokalnoj upravi	1,6	0,6	1,4	1,3	2,8	0,3
Neprofitnim organizacijama	9,0	2,4	1,6	1,1	3,8	3,1
UKUPNO	244,5	158,2	176,1	263.2	414,3	512.6
Učešće privrednih preduzeća	85,1	86,2	80,4	74,2	68,3	60,8
Učešće sektora stanovništva (%)	2,4	1,0	16,2	24,4	30,1	35,0

Postavlja se pitanje kojim kanalima se vrši emisija bankarskih sredstava radi napajanja privrede „potrebnom količinom novca?" Banke odobravaju kratkoročne i dugoročne kredite siedećim korisnicima (sektorima):

- privrednim preduzećima,
- ostalim organizacijama (neprofitnim organizacijama),

[137] Politika otvorenog tržišta „open market policy", *kupovina i prodaja vrednosnih papira* od strane bankarskog sistema, koja u kapitalistički razvijenimprivredama predstavlja veoma značajan, a često i osnovni kanal stvaranja i poništavanja novčane mase, u nas je slabo razvijena zbog toga što ne postoji razvijeno tržište vrednosnih papira, posebno tržište *obveznica javnog duga* države i ostalih upisnika.

- državnim institucijama i fondovima,
- stanovništvu.

Osnovni kanal „stvaranja" novca u privredi jeste odobravanje kredita banaka sektoru privrede. To je sektor na koji se odnosi između 61% i 90%> ukupnih bankarskih kredita.[138]

U vezi s navedenim kanalima emisije novca, treba istaći sledeće: Teorijski, banke mogu najadekvatnije da snabdevaju privredu potrebnom količinom novca, ukoliko se emisija novca vrši po kanalu kratkoročnog kreditiranja sektora privrede (robni promet i zalihe, odnosno međufazni promet). To je istovremeno i najsigumija osnova da će bankarski sistem emitovati i održati „optimalnu novčanu masu", potrebnu za normalno odvijanje procesa dmštvene reprodukcije. Kreditiranje iz kratkoročnih bankarskih sredstava ostalih sektora fmalnog karaktera ima oblik inflacionog ili deficitnog finansiranja i negativno se odražava na stabilnost privrede. (Za sve iznose kada su krediti veći od depozita pojeidnih sektora kod banaka). Stoga se sagledava i neto pozicija pojedinih sektora kod banaka i centralne banke.

Centralna banka može direktno kreditirati budžet iz primarne emisije na dva načina.

1. Direktno odobravanje kredita zapokriće budžetskog deficita (ali i korišćenjem letećeg duga za premoštavanje neravnomemog priticanja sredstava u budžet),
2. Otkupom obveznica javnog duga na otvorenom tržišru(monetizacija javnog duga).

Najveći broj pojava visoke inflacije vezan je za direktno finansiranje budžetskog deficita ili monetizaciju javnog duga. Praktično, centralna banka, koja je u rukama države, finansira javne rashode, jer je budžetski deficit u osnovi višak javnih rashoda u odnosu na javne rashode (G>T).

Centralna banka može indirektno finansirati državu – preko emisione dobiti i inflatornog oporezivanja, o čemu smo prethodno raspravljali.

Ki'eiranje primamog novca ne izaziva troškove – naiogom banci se stvara novac ili aktiviranjem štamparije (gotov novac). Centralna banka i pored toga naplaćuje kamatu (eskontna stopa). Ovaj prihod se naziva emisiona dobit ili senjoraž. Finansijska dobit je glavni izvor profita centralne banke, kada ima i rashode (npr. kamate za sredstva obavezne rezerve ili plaćanje kamate na kupovinu obveznica javnog duga na otvorenom tržištu).

Najveći deo emisione dobiti centralna banka uglavnom ustupa državi (budžet). Dakle, emisiona dobit nastaje kada centralna banka koristi emisiju novca. Nasuprot tome, inflacioni porez obezvređuje primami novac a ukoliko javni dug nije indeksiran, tada rast inflacije obezvređuje realnu vrednost duga i obavezu države po dugu. Jedino kada nominaina kamata prati stopu inflacije nema erozije vrednosti duga. Tada se inflatomi porez svodi na emisionu dobit.

---

[138] U *emisiji novca* i *formiranju novčane masepo* važećoj metodologiji uzimaju se *ukupni krediti banaka* (kratkoročni, investicioni i devizni). Ovde se opravdano postavlja pitanje: da li je taj metod adekvatan, posebno kada su u pitanju *investicioni krediti* i *devizni krediti* banaka. Naime, *devizni krediti* su već jednom preko deviznih transakcija delovali na formiranje novčane mase, dok es investicioni krediti uglavnom daju *na osnovu štednje,* formiranje kod banaka iz raspodele nacionalnog dohotka po sektorima. (Videti šire o tome u delu u kojem se obrađuje problem: *Monetarni aspekti društvene reprodukcije – Uloga novca i kredita u reproduckiji).* Izvor: Statistički bilten NBS, br. 12. decembar 2000.

3. NEMONETARNI DEPOZITI KAO KANAL STVARANJA I POVLAČENJA NOVČANE MASE

Promene nemonetarnih (ograničenih) depozita[139] su drugi osnovni faktori stvaranja i poništavanja novčane mase. Porast ograničenih depozita dovodi do smanjenja novčane mase. Smanjenje ograničenih depozita znači njihovo prelivanje u likvidna sredstva, odnosno novčanu masu. Istina u određenom periodu odvijaju se stalni procesi prelivanja novca u ograničene depozite i odliva ovih depozita u likvidne depozite. Ukoliko su tokovi prelivanja iz likvidnih depozita u ograničene veći od suprotnih tokova – ovaj faktor će dovesti do smanjenja novčane mase u privredi.

Visoki porast ograničenih (oročenih) depozita, kompenzuje u znatnoj meri emisiju novca od s'trane banaka, čime deluje na ublažavanje porasta novčane mase. Prelivanja u nemonetarne depozite (Nd) zahvatilo i neutralizovao je često više od 64% bankarskih kredita. (oko 20% u 2004. godinu). U ostalim godinama je gotovo identična situacija. Zato se postavlja pitanje: da li bi u privrednom sistemu trebalo ići na smanjivanje ili potpnno ukidanje ograničavanja sredstava, jer blokiranje i deblokiranje ovih depozita značajno otežava efikasno sprovođenje monetarno–kreditne politlke. S druge strane, u privrednom sistemu svi nebankarski transaktori treba slobodno da raspolažu svojim sredstvima. Stoga bi u našem finansijskom sistemu trebalo ići na smanjivanje ili ukidanje nemonetarnih depozita, dok bi se politika ograničavanja trošenja, posebno administrativni oblici, mogli samo izuzetno primeniti.

Prelivanje likvidnih sredstava (M1) u nelikvidna smanjuje novčanu masu, ali ne menja agregat M2 pošto se samo menja njegova struktura.

Isto tako, prelivnje nelikvidnih (oročenih) sredstava u likvidna povećava novčanu masu (M1, ali ne menja masu M2, samo se menja njena struktura.

[139] Ograničeni depoziti u osnovi nastaju na tri načina: 1) Oročavanjem sredstava kod banaka, 2) Administrativnim ograničavanjem trošenja određenih novčanih sredstava u privredi; 3) Deviznim depozitima. Povlačenje novca u navedene depozite uglavnom se odnosi na porast depozita koji ne ulaze u novčanu masu (dinarski i devizni depozit), ograničeni depoziti (dinarski i devizni), ulaganja u fondove banaka i sl.

4. DEVIZNE REZERVE I DEVIZNO TRŽIŠTE – EFEKTI INTERVENCIJA NA DEVIZNOM TRŽIŠTU NA EMISIJU I POVLAČENJE NOVČANE MASE

Ovo predstavlja svojevrstan, mada klasičan, instmment emisije novca. Porast deviznih rezervi primorava centrainu banku i poslovne banke da u promet ubacuju određenu količinu domaćeg novca. Time porast deviznih rezervi dovodi do porasta količine novca u opticaju i novčane mase, ali i obmuto smanjenje deviznih rezervi (odliv) dovodi do smanjena novca u opticaju (kupovina deviza i odliv plaćanjima u inostranstvu).

Kako ovaj proces deluje? Kada se devize prodaju centralnoj banci ova banka povećava devizne rezerve, a za kupljene devize pušta u opticaj dodatnu masu domaćeg novca. Suprotno se događa pri kupovini deviza od centralne banke ili poslovnih banaka. Tada dolazi do povlačenja novca iz opticaja i smanjenja novčane mase.

Promene deviznih rezervi u bilansu centralne banke znače promene primarnog novca, ali na osnovu toga nastaje inicijalna promena kreditnog potencijala banaka i proces stvaranja „izvedenih" depozita u procesu multiplikacije kredita i depozita u okvim bankarskog sistema kao celine. Ovaj kanal predstavlja, u izvesnom smislu, autonomni tok priliva i odliva domaćeg novca u privredu, koji centralna banka u principu ne može „odbiti". Istovremeno to je i ograničavajući faktor u sprovođenju kreditne politike ex ante i formiranju optimalne novčane mase u privredi, posebno zbog značajnih godišnjih oscilacija i neravnomemog rasporeda delovanja u toku godine. Oscilacije monetarnih rezervi, njihov vremenski raspored u formiranju, kao i po subjektima formiranja, predstavljaju posebno složeno područje za vođenje politike optimalne novčane mase i monetarne politike u celini. Čak pri istim promenama suficita ili deficita platnog bilansa ili deficita platnog bilansa i deviznih rezervi mogu nastati različiti monetarni efekti na novčanu masu, u zavisnosti od toga da li su nosioci promena:

1. Centralna banka,
2. Poslovne banke, ili
3. Nebankarski transaktori.

Povećanje deviznih sredstava centralne banke dovešće do kreiranja primarnog novca, i kasnije, depozita poslovnih banaka, odnosno višestmkog rasta novčane mase (kroz proces multiplikacije).

Porast deviznih rezervi, ostvaren aktivnošću poslovnih banaka, s jedne strane, ograničava kreditni potencijal iz domaćeg novca (kada se nabavljaju devizna sredstva, a s dmge, naknadnom monetizacijom (prodajom) deviza kod emisione banke, popunjava ga i stvara početak procesa multiplikacije depozita.

Ako nebankarski transaktori povećavaju svoja devizna sredstva, onda će u prvoj fazi doći do porasta deviznih sredstava poslovnih banaka, a zatim prodajom deviza centralnoj banci – do stvaranja novčane mase. Efekti su identični kao i kod promena deviznih sredstava u sektoru poslovnih banaka.

Ovaj mehanizam, zbog navedenog, ne deluje automatski, dok se delovanje na novčanu masu odražava, više ili manje, u zavisnosti od toga koji je od navedenih

transaktora nosilac promena deviznih sredstava, kao i od „odgođenih" vremenskih efekata promena deviznih sredstava.

Promena deviznih rezervi je, dakle, autonoman faktor promena novčane mase i gotovo nezavisan u odnosu na monetarnu politiku, a rezultat je samostalnih odluka privrednih subjekata i poslovnih banaka u odnosima s inostranstvom.

Promene novčane mase, preko promena deviznih rezervi, trebala bi biti „neutralizovana" na dugim tokovima monetarne kreacije. To znači da bankarski krediti trebaju delovati u suprotnom pravcu u odnosu na delovanje deviznih transakcija na promene novčane mase. U slučaju rasta deviznih rezervi i laeiranja novca na toj osnovi, trebalo bi pristupiti adekvatnom snižavanju volumena bankarskih kredita – da bi novčana masa bila usaglašena s domaćim robno–novčanim transakcijama. U slučaju smanjenja deviznih rezervi i povlačenja novca na toj osnovi – trebaio bi kompenzaciono delovati na rast novčane mase preko porasta bankarskih kredita, da bi se novčana masa približila optimalnoj na bazi unutrašnjih privrednih transakcija prilagođavanja novčane mase bmto domaćem proizvodu.

Međutim, zbog više institucionalnih i autonomnih faktora, tekuća monetarno–kreditna politika je obično rezistentna na ovakvo njeno više čisto teorijski postavljeno delovanje. Projekcije i mere monetarne politike postavljaju se i donose na početku svake godine, kada se daje celokupan sklop namena, poslova i aktivnosti koje će se kreditirati, što privrednim subjektima daje „pravo" na kredit, bez obzira na ostale determinante monetarnog rasta. Time i kretanje bankarskih kredita dobija autonoman tok, odnosno njihovo se kretanje odvija nezavisno od ostalih faktora koji utiču na formiranje novčane mase. Stoga često formiranje novčane mase, na bazi deviznih operacija i bankarskih kredita, deluje u istom pravcu (npr. u nas u 2005. godini) stvarajući pri tome probleme kontrole monetarnog rasta i vođenja efikasne monetarne politike.[95] Vrio je teško kompenzaciono delovati preko smanjenja ili povećanja bankarskih kredita na ukupno kretanje novčane mase, izazvano promenama deviznih rezervi.

Principi vođenja monetarne politike koji važe za sređen finansijski sistem i jedinstvenu valutu u tom sistemu, ne mogu važiti za privredu i državu u kojoj uz nacionainu valutu u opticaju kao plateženo sredstvo cirkuliše i strani novac (devize, npr. evro kod nas). To je u stvari paralelna valuta i paralelan monetarni sistem. Monetarna politika se ne može autonomno voditi, dok je centralna banka veoma ograničena u vođenju efikasne monetarne politike. Količina novca u opticaju zavisi isključivo od deviznih transakcija sa inostranstvom. Tako je u našem monetarnom sistemu EVRO, mada nezvanično, paralelna valuta. Zbog toga bi defmicija novčane mase morala da se koriguje, tako da uključi i gotovinsku masu stranog novca. Dakle, imamo M^ = Gn + Dn + Gdn, a to znači gotov novac u opticaju, depozitni novac (Dn) i gotov devizni novac (Gdn). To znači da bi i primarni dinarski novac (monetarna baza) morao biti manji za navedeni iznos deviznih sredstava, jer dinarska novčana masa predstavlja samo deo ukupnih prometnih i platežnih sredstava u monetarnom sistemu i ukupnoj tražnji novca. Nažalost, veomaje teško odrediti i pratiti masu stranog gotovog novca u opticaju. Taj problem se rešava na indirektan način – zabranom plaćanja u devizama u zemlji i obaveznom konverzijom u domaći novac (dinare).

5. KUPOVLNA I PRODAJA HARTIJA OD VREDNOSTI – POLITIKA „OTVORENOG TRŽIŠTA”

Kupovina ili prodaja hartija od vrednosti predstavlja poseban tok formiranja novčane mase. Emisija vrednosnih papira od strane javnog sektora i njihova kupovina od strane sektora stanovništva, dovodi do smanjenja gotovog novca (odnosno smanjenja štednje ovog sektora) i njihovog pretvaranja u depozitni novac, a ovo menja strukturu novčane masepo oblicima novca, kao i strukturu novčanih sredstava po stepenu njihove likvidnosti. Ukoliko emisiju vrednosnih papira vrši centralna banka, a kao kupci se javljaju sektor poslovnih banaka, sektor privrednih subjekata i sektor stanovništva, dolazi do povlačenja dela novčane mase (uz izmenu strukture sredstava tih sektora). I obrnuto, ukoliko centralna banka knpuje emitovane vrednosne papire, doiazi do dodatnog ubacivanja novca i porasta novčane mase.[140]

Efekti politike „otvorenog tržišta” kao složenijeg instmmenta monetarne politike u delovanju na investicije uglavnom se osećaju na indirektan način i sa značajnim odloženim deiovanjem. Rizik neizvesnosti konačnih efekata je dosta izražen. Za stimulativnu monetarnu politiku na ovom području ovaj instmmenat je dosta nepovoljan (ali je za snabdevanje privrede tekućim novcem dovoljno eiastičan i prihvatljiv). Politika orvorenog tržišta održavanjem kursa državnih hartija od vrednosti, preko kupovine i prodaje ovih hartija od vrednosti (obveznica) na kreditnom tržištu reguliše masu novca i kredita, a preko toga i indirektno ponašanje investicija.

Na nerazvijenom finansijskom tržištu i nerazvijenoj strukturi vrednosnih papira i operacija na „otvorenom tržištu”, u našem bankarsko–kreditnom sistemu sve do nedavno ovaj kanal stvaranja i poništavanja novčane mase nije razvijen, odnosno bio je zanemarljivo mali.

U našem monetarnom sistemu u poslednjim godinama sve više se razvijaju blagjnički zapisi kao instrumenti za regulisanje količine novca u opticaju i likvidnosti poslovnih banaka. Time je značaj ovog instmmenata postao sve veći (uz instmment obavezne rezerve i monetizaciju vrednosnih papira). Emisija blagajničkih zapisa postaje sve značajniji kanal formiranja novčane mase.

U razvijenim privredama (SAD, EU) osnovni kanal monetarnog regulisanja svedeni su na tri osnova:

1. Politika otvorenog tržišta,
2. Kamatna (eskontna) stopa,
3. Obavezne rezerve banaka (obavezna rezerva i rezerva likvidnosti).

Osnovni kanal je „politika otvorenog tržišta”. Ova politika ima nekoliko prednosti u odnosu na druge instrumente:

a. Velika elastičnost,
b. Mogućnosti većih ili manjih intervencija,
c. Fini je instmment bez monetarnih šokova,

[140] Videti šire funkcionisanje instrumenta „politika otvorenog tržišta” u delu u kojem šire izučavamo instrumente monetarne politike.

d. U slučaju greške mogućnosti otklanjanja i neutralisanja negativnih efekata su velike.

6. STRUKTURA I SEKTORSKI RASPORED NOVČANE MASE – STRUKTURNO DEJSTVO MONETARNE POLITIKE –

Da li je stvarno kreiranje novčane mase, više ili manje, usklađeno s optimalnom novčanom masom, a to znači da li postoji optimalno snabdevanje reprodukcije „potrebnom količinom novca" po svojoj prirodi je i samo vrlo neodređena kategorija. Osim već poznatog teorijskog stava da je to ona količina prometnih sredstava „koja osigurava nesmetani tok procesa dmštvene reprodukcije", jasnijih i preciznijih foimulacija za sada nema. Modema novčana privreda i savremeni novčani sistemi sve više traže analizu strukture, raspored i dinamično ponašanje u formiranju i delovanju novčane mase.

Struktura novčane mase po sektorima značajna je uprojekciji monetarne politike i u monetarnom planiranju. Naime, monetarno planiranje, koje primenjuje centralna banka, zasniva se na računima novčanih tokova (a ovi su, zapravo, razrađeni oblik transakcija, po institucionalnim sektorima). Tražnja novca (potrebna količina novca) se određuje prema promenama i strukruri novčane mase po sektorima, a ne prema novčanoj masi kao homogenom agregatu u celini.[141]

Novčana masa se u globalu može nalaziti na optimalnom nivou, pa da, ipak, zbog neravnomemog rasporeda novca, dođe do viškova novca na jednim i oskudice novca na dmgim sektorima. Praćenje i analiza novčane mase, kao izraza primame likvidnosti privrede, a u svrhu sagledavanja delovanja i „podešenosti" monetarnog faktora privrednim kretanjima, zahteva da se uz analizu apsolutne visine i promena novčane mase vrši praćenje i analiza:

1. Oblika novčanih sredstava koja ulaze u sastav novčane mase,
2. Novčane mase po korisnicima i sektorima privrede, po kanalima formiranja novčane mase (o čemu je već bilo reči).

Novčana masa se prema oblicima novčanih sredstava može dekomponovati na dva osnovna oblika: 1) Gotov novac, 2) Depozitni novac.

Prema oblicima novčanih sredstava koja ulaze u sastav novčane mase praćenje se redovno vrši upravo sa stanovišta učešća gotovog novca i depozitnog novca. Pogledajmo to na jednom pregledu:

[141] Monetarna politika, najčešće, ne raspolaže adekvatnim instramentima kojijma bi mogla delovati na *sektorski raspored novčane mase.* Ona se redovno nalazi u položaju da osigurava optimalnu novčanu masu koja je istovremeno pod delovanjem niza *egzogenih spoljnih faktora,* koji su izvan domašaja njene kontrole.

STRUKTURA NOVČANE MASE PO OBLICIMA NOVČANIH SREDSTAVA
– u milionima dinara, stanje krajem godine –

	Novčana masa (M1)	Gotov novac	Depozitni novac	Struktura		Odnos Gn i Dn
				Gn	Dn	
2000.	29,8	10,9	18,9	36,6	63,4	57,8
2001.	58,2	25,3	32,9	43,4	56,6	76,6
2002.	93,8	43,8	50,0	46,6	53,4	87,3
2003.	105,2	42,9	62,3	40,8	59,2	69,1
2004.	111,8	45,2	66,6	40,7	59,3	62,1
2005.	144,8	53,6	91,2	37,5	63,5	68,7
2006.	200,0	68,4	131,6	33,2	66,8	50,5

Gotov novac u opticaju sa visokim učešćem u strukturi novčane mase (likvidnih sredstava) postaje poseban problem u sistemu monetarne regulacije, ali i kontroli novčanih tokova i i'unkcije potrošnje (tražnje i likvidnosti subjekata). Dugi niz godina se samo konstatuje činjenica da je učešće gotovog novca u novčanoj masi predimenzionirano i da bi ga trebalo svesti na znatno niži nivo, približno učešću gotovog novca u M_1 razvijenih tržišnih privreda (4–9%) i nerazvijenih (15–22%).

U svim privredama se zapaža opadanje odnosa gotovog novca prema nacionalnom dohotku. Odnos gotovog novca prema dohotku u našoj privredi je znatno veći, dok je odnos depozitnog novca manji. Odnos novčane mase prema nacionalnom dohotku u našoj privredi je znatno veći u odnosu na većinu dmgih zemalja.

Struktura novčane mase prema oblicima novca[142] svakako je interesantna sa stanovišta analize formiranja strukture tražnje robe za široku potrošnju, reprodukcione potrošnje, organizacije platnog prometa i sl.

Različito učešće gotovog novca i depozitnog novca od bitnog je značaja u ponašanju:

1. Strukture i visine tražnje robe široke potrošnje (veće učešće gotovog novca), ili tražnje robe reprodukcione potrošnje (veće učešće depozitnog novca);
2. Veće ili manje mogućnosti kontrole novčanih tokova od strane centralne banke i bankarskog sistema u celini (različito je kod gotovog i depozitnog novca);
3. Veće ili manje efikasnosti stabilizacione monetarne politike privredi;
4. Delovanja na dalji proces stvaranja novca i novčane mase izvan centralne banke – kroz proces multiplikacije kredita i depozita (poznato je da depozitni novac podstiče i predstavlja osnovu procesa multiplikacije u bankarskom sistemu, dok se formiranje gotovog novca javlja kao ograničavajući faktor ovog procesa);
5. Ovakva struktura novčane mase uglavnom je indikator sektorskog rasporeda novčane mase (u sektom organizacije iz privrede i sektom stanovništva), a time veće ili manje likvidnosti reprodukcije u celini, te adekvatnosti monetarne politike u pogledu njenog stuktumog delovanja.

Strukrura novčane mase po sektorima u privredi je sledeća:

[142] Gotov novac u opticaju i teškoće (gotovo nemogućnost) njegovog kontrolisanja u sistemu cirkulacije, zahtevaju od *monetarne analize* detaljno izučavanje monetarne *strukture* u svakoj privredi.

STRUKTURA NOVČANE MASE PO SEKTORIMA[143]
– u % –

Godina	Pređuzeća u privredi	Država	Ostali	Sektor stanovništva
2000.	37,3	8,6	11,3	42,8
2001.	34,4	7,5	6,0	52,1
2002.	34,9	5,6	4,5	55,0
2003.	39,8	7,1	3,5	49,6
2004.	41,9	5,5	3,3	49,3
2005.	44,8	4,0	4,9	46,3
2006.	40,8	4,7	9,6	44,9

Monetarna struktura (Mt) je u potpunosti poremećena. Sektor preduzeća učestvuje u novčanoj masi sa svega 25–44%., dok sektor stanovništva učestvuje sa 42–*60%.* Država i vanprivredna učestvuju sa 17%. To znači da se na sektore preraspodele odnosi oko 73–75%> novčane mase. Gde je usmerena tražnja tog novca?

Pošto su preduzeća koristila kratkoročne kredite kod banaka (2005.) u visini od 470 milijardi, a zadržavaju svega 68 milijardi (44%) kao novčanu masu, očito je da se novac odlio u dmge sektore sistemom plaćanja i javio kao tražnja novca tih sektora, odnosno prelio se u nemonetarne depozite. Monetarna politika u takvim tokovima može samo podsticati nekontrolisanu raspodelu i finansiranje sektora konačne (a ne reprodukcione) potrošnje (preduzeća).

7. MONETARNI MEHANIZAM I NJEGOV ODNOS SA FINANSIJSKOM STRUKTUROM

Raspored novčane mase po sektorima pokazuje tendenciju veoma niskog učešća preduzeća iz privrede, i njihovo stalno opadanje a, s dmge strane, visoko učešće sektora stanovništva, čimeje, očito, predimenzionisano.[144] Ovo je jedna od neuralgičnih tačaka finansijskog i bankarskog sistema i indikator slabog finansijskog položaja privrednih preduzeća.

Ovakvi tokovi su, sasvim razumljivo, u finansijskoj teoriji i praksi doživeli oštm kritiku.

Na optimalnu sektorsku novčane mase deluju brojni faktori, čak i oni koji su izvan uticaja monetarno–kreditne potlike. Na primer:

1. Sistem raspodele dohotka na sektore. Jer, visoko zahvatanje ovih sredstava vodi osiromašenju ovog vitalnog sektora privrede;

[143] "Narodna banka Jugoslavije, *Bilten,* br. 8, 1999 i br. 1–2, 2001. i *Statistički bUten Narodne banke Srbije,* br. 12, 2005 i 2006.

[144] Novčana sredstva u sektoru privrede godišnje se obmu gotovo 53 puta, dok na sektoru ostalih organizacija to iznosi oko mesec dana (devet puta godišnje); društveno–političkih zajednica 7,4 puta, društvenih fondova 6 puta i u sektoru stnanovništva 7,7 puta. Dato kao ukupna izdvajanja prema prosečnoj novčanoj masi pojedimh sektora.

2. Visina zahvatanja sredstava kroz optplate i kamate privrede, što smanjuje količinu novca ovog sektora;
3. Poreski i drugi oblici zahvatanja iz privrede, te vremenski raspored njihovog uplaćivanja;
4. Instrumenti i mehanizam s više ili manje razvijenih vrednosnim papirima;
5. Odnos akumulacije i investicija ovog osnovnog sektoraprivrede, ponašanja ličnih dohodaka i produktivnosti rada u ovom sektom;
6. Prelivanja u ograničene depozite, posebno u devizne depozite i dr.

Sve su to faktori od čijeg delovanja i uzajamnih odnosa zavisi sektorski raspored novčane mase, a ona je, očito, izvan neposrednog delovanja monetarne politike.

Formiranje i promena novčane mase po pojedinim sektorima posledica je, pre svega, promena tražnje novca od strane tih sektora, odnosno držalaca novca unutar tih sektora. Njihove odluke da drže veću masu novčanih sredstava za transakcione i dmge svrhe izazivaju povećanje tražnje novca tih sektora, odnosno porast novčane mase. Pod pretpostavkom date (optimalne, regulisane) ukupne novčane mase, porast tražnje novca od strane jednog sektora dovešće do smanjenja tražnje novca od strane dmgog sektora. Međutim, ovaj teorijski slučaj, obično, u stvamim odnosima ne postoji. Naime, u našoj privredi, zbog negativne realne kamatne stope, tražnja novca svih sektora je veća od ponude, odnosno porast tražnje novca jednog sektora praćen je isto takvim porastom tražnje dmgog i ostalih sektora.

Promenom tražnje novca pojedinih sektora obično se ne može objasniti ponašanje sektorske strukture novčane mase, što znači da postoji i drugi egzogeni i endogeni faktor. S dmge strane, pojedini sektori imaju veću „specifičnu težinu" u formiranju sektorske tražnje. „Dok se novčana masa kod aktivne gmpe sektora menja u skladu s promenom njihove tražnje novca, kod rezidualne gmpe sektora se novčana masa menja bezu obzira na promene njihove tražnje novca, kao rezultat promene novčane mase kod aktivnih sektora.[145]

Teorijski je dokazano i praktično testirano da su aktivni sektori nebankarski sektori, dok je sektor preduzeća aktivan sektor u formiranju depozita i kredita, ali „pasivan" u sistemu odliva i zahvatanja tih sredstava. Sistemom raspodele nacionalnog dohotka, putem novčanih tokova, novac se odliva iz ovog u dmge sektore (isplate ličnih dohodaka, kupovina robe, plaćanje usluga dmgim sektorima, plaćanje poreza, doprinosa i sl.). Priliv novca u ovaj sektor se vrši na osnovu prodaje robe i usluga, kreditnim sistemom i sl. Kupovinom robe od rezidualnog sektora dolazi do priliva novca u ovaj sektor. Međutim, aktivni sektori deluju na novčane tokove, podešavajući kupovinu robe i usluga od ovog sektora prema svojoj tražnji novca. To se neposredno odražava na tokove priliva novca u ovaj sektor, što određuje tokove priliva i odliva novca iz aktivnih u rezidualne sektore i stavlja ga u pasivan položaj. Time se i promene tražnje novca na ostalim sektorima odražavaju na promene tražnje novca sektoru privrednih preduzeća.

Dmgi kompleks faktora koji deluje na povećanje ili smanjenje količine novca u pojedinim sektorima je promena bankarskih kredita. Međutim, zbog visoke tražnje kredita,[146] koji znatno premašuje ponudu, ovaj mehanizam nije u stanju da efikasno funkcioniše kao apsorbator viška tražnje od pojedinih sektora (dosta je neelastičan), jer smanjenje novčane mase iz aktivnih sektora sprovodi se obično indirektno, kroz

[145] Dr D. Dimitrijević, *Struktura novčane mase po držaocima,* Bilten Narodne banke Jugoslavije, br. 2, april 1974, str. 17.

[146] *Tražnja kredita,* ukupno i pojedinih sektora, nije moguće kvantifikovati, međutim, *ponudu novca* je moguće precizno pratiti i kontrolisati. Time je ponuda novca, kada je tražnja premašuje u graničnom slučaju, jednaka *zadovoljenoj tražnji kredita.*

smanjenje kredita sektoru koji je osnovni nosilac kredita banaka – preduzeća u privredi. Takvi finansijski tokovi dovode do toga da sektorska stmkmra novčane mase i sektorski raspored bankarskih kredita obično pokazuje divergentna kretanja. Naime, subjekti iz sektora privrede uzimaju kredita kod banaka radi plaćanja, a zatim novac napušta ovaj sektor gotovo automatski, prelivajući se u dmge sektore (koji kasnije odlučujuće deluju na promene sektorske novčane mase i novčane tokove – preko svoje funkcije tražnje novca). To znači da sektorski raspored novčane mase ne zavisi od sektorskog rasporeda bankarskih kredita.

BANKARSKI KREDITI UKUPNI U SEKTORU PRTVREDE I NOVČANA MASA U PRIVREDNOM SEKTORU
– iznos u miljardama dinara –

PLASMANI BANAKA	2004.	2005.	2006.
Kratkoročni plasmani banaka	125,8	183,5	209,6
(u tome privrednom sektoru)	104,6	156,3	168,4
Učešće privrednog sektora	83,1%	85,2%	80,3%
Dugoročni plasmani	137,5	230,3	302,7
(u tome privreda)	77,0	109,8	142,8
Učešće privrednog sektora	56,0%	47,7%	47,2%
UKUPNI BANKARSKI PLASMANI	263,3	413,8	512,3
(u tome privredni sektor)	181,6	266,1	311,2
Učešća privrednog sektora u ukupnim plasmanima	69,0%	64,3%	60,7%
Novčana masa u sektoru privrednih preduzeća (mlrd)	46,8	65,1	71,1
Odnos Ml prema kratkoročnim kreditima u privredi	44,7	41,6	42,2
Odnos Ml prema ukupnim plasmanima banaka	42,2	35,0	30,9

Izvor: Bilten NBS, br. 12, 2006.

Iz navedenih statističkih odnosa može se zaključiti da bi se veći porast novčane mase od optimalne (koja je rezultat promene tražnje novca u sektorima) trebao više osetiti na rezidualnom sektoru nego u ukupnoj novčanoj masi.

Suprotno navedenom, u slučaju manjeg porasta novčane mase od optimalne, odnosno od većeg smanjenja u odnosu na potrebno sniženje, masa novca u rezidualnom sektoru, u prvom slučaju, treba da se poveća, uz niži procenat u odnosu na procenat rasta novčane mase u ostalim sektorima, a u dmgom slučaju (smanjenja) trebali bi se smanjiti u većem procenru od procenta smanjenja globalne novčane mase.

Prema tome, novčana masa u sektoru privrede raste brže i od porasta novčane mase, kada ova u globalu pokazuje rast, a sporije od porasta tražnje novca.[147]

Postoji i treći pristup analizi strukture novčane mase, i to po nameni tražnje sredstava. Masa novca se može separisati nat ri oblika:

1. Novac za tekuća plaćanja (žiro–račun),
2. Novčana sredstva za investicije,
3. Novčana sredstva za ličnu i opštu potrošnju.

Istina, naša zvanična statistika ne vodi sistematski stmkmru novčane mase po trećem kriterijumu, međutim, ona je značajna upravo sa aspekta emisije novca u pomenute procese, s jedne, i ponašanje svih oblika finalne potrošnje, s druge strane.

[147] Dr D. Dimitrijević, op. cit, str. 15–17.

8. EMISIONI MEHANIZAM I MONETARNI TOKOVI

Monetarno upravijanje – usmeravanje i kontrola monetarnih točkova posiali su nezaobilazno područje monetarne ekonomije.

Priroda i delovanje novca u savremenoj privredi, kao i transmisaoni mehanizam (mehanizam prenošenja delovanja) novca u savremenoj monetarnoj teoriji i politici postaju predmet svih širih i dubljih istraživanja, posebno kod sve razvijenijih surogata savremenog novca. U monetarnoj teoriji postoje i danas različita objašnjenja optimalne („potrebne") količine novca, mada svi autori polaze od istih polaznih osnova („potreba proi2?/odnje i prometa"). Optimalna novčana masa je i dalje ostala centralno pitanje i problem monetarne teorije i politike. Jer, ne samo da je „rastući ili dodajni deo količine novca u rastućoj privredi (AM), već je i celokupna novčana masa (M + AM) u određenom periodu postala problem, kako za teoriju tako i za politiku".[148]

Proces emisije i poništavanja novca, odnosno celokupan emisioni mehanizam obično sam za sebe nije u stanju da pmži odgovor na pitanja formiranja „optimalne novčane mase" u privredi, a upravo je to osnovno pitanje koje treba da reguliše emisioni mehanizam. Snabdevanje privrede potrebnom količinom novca danas je ostao jedan od najsloženijih zadataka monetarne i ekonomske politike uopšte.[149]

Danas ne postoji mehanizam automatskog regulisanja „potrebne količine novca", a spoznaja o delovanju različitih faktora u tom procesu nameće i dmgo pitanje: da li je iz mnoštva faktora moguće izvući neke objektivne kriterijume kojima bi se ex ante utvrđivala optimalna novčana masa? U situaciji u kojoj ne postoji neki mehanizam za automatsko uspostavljanje potrebne novčane mase, svaka zemlja nastoji da se, bar ex post, stara o strukturi novca, količini primarnog novca, delovanju na faktore koji određuju brzinu opticaja i sl. Ovo tim pre što se u savremenom bankarskom sistemu ne pojavijuje samo centralna banka kao emisiona ustanova, već i sve poslovne banke, dakle, celokupni bankarski sistem. Ona preko emisije bankarskog kredita, posebno potencirane procesom multiplikacije, istovremeno višestmko kreira novac (kredit je osnova savremenog novca).

Nije, dakle, problem regulisanja novca koji emituje centralna banka, problem se javlja, pre svega, u većoj ili manjoj mogućnosti regulisanja kredita sistema poslovnih banaka i procesa multiplikacije, ali i sistema prelivanja jednih u druge novčane oblike, tražnji novca i dr. Takvi procesi otežavaju i gotovo onemogućavaju vođenje adekvatne monetarno–kreditne politike i snabdevanje privrede „optimalnom količinom novca". Šta je optimalna novčana masa? Optimalnom novčanom masom, prema savremenoj monetarnoj teoriji, smatra se ona količina novca u prometu koja je dovoljna da se omogući nesmetan ukupan tok društvene reprodukcije, uz održavanje potrebne stabilnosti tržišta

[148] Dr N. Miljanić: *Novac i kredit u procesu drušrvene reprodukcije,* Informator, Zagreb, 1964, str. 16. (ovde se uglavnom polazi od stava da je „rastući" deo novčane mase problem za monetarnu teoriju i politiku).

[149] Monetarno–kreditna politika u kvantitativnom smislu redovno definiše kao svoj osnovni zadatak *„osiguravanje potrebne količine novca za nesmetano odvijanje procesa društvene reprodukcije"*

i cena. To je, dakle, ona masa novca koja predstavlja optimum u snabdevanju privrede prometnim sredstvima. „U razmatranju optimalne novčane mase često se polazi od toga da prilikom projektovanja monetarne politike za određeni vremenski period mora da se obezbedi ona količina novca koja.će pri datoj prosečnoj brzini novčanog opticaja biti dovoljna da obezbedi realizaciju materijalne proizvodnje, ali koja neće biti suviše velika da ne bi izazvala inflatorne implikacije."[150] S druge strane, polazi se od toga da „optimalna novčana masa odgovara tražnji novca kao prometnog i platežnog sredstva, odnosno novca za obavljanje finansijskih transakcija u vezi s proizvodnjom, potrošnjom, investicijama i raspodelom. Ovako definisana novčana masa ne bi u sebe uključivala tražnju novca kao dela imovine, odnosno i takve finansijske transakcije, koje nisu u neposrednoj vezi s proizvodnjom i prometom".[151] Novčana masa se, dakle, nalazi na „normalnom" nivou, kada se u privredi ne oseća ni „višak" ni „manjak" novčanih sredstava. To su najpovoljniji monetarni uslovi za tokove društvene reprodukcije. Osiguranje najpovoljnijih monetarnih uslova (optimalne novčane mase) za normalno odvijanje svih faza reprodukcije jeste i osnovni zadatak bankarskog i kreditnog sistema. Osiguranje optimalnih monetarnih uslova reprodukcije treba apriori da otkloni monetarni faktor kao uzrok inflacionih ili deflacionih poremećaja. Istina, videli smo, postoje i brojni nemonetarni faktori poremećaja reprodukcije, no ovde ih ne uzimamo u obzir.

Makroekonomski optimalna novčana masa može se prikazati na sledeći način:

$$M_o \cdot V = T_p$$

ili

$$M_o = \frac{T_p}{V}$$

pri čemu je Mo – optimalna novčana masa; V – brzina opticaja novčane mase i Tp – platežno sposobna novčana tražnja.

Statistički posmatrano, stvarna novčana masa (Ms) objektivno se može naći u tri različita položaja u odnosu na optimalnu novčanu masu (Mo):

1. Stvarna novčana masa se poklapa s optimalnim nivoom novčane mase (Ms = Mo),
2. Stvamo formirana novčana masa veća od optimalne novčane mase (Ms > Mo),
3. Stvamo formirananovčana masa manja je od optimalne novčane mase (Ms <Mo).

Međutim, od znatno većeg značaja je dinamično ponašanje ova dva oblika novčane mase. Naime, u realnim odnosima u privredi obično se vrši analiza promena stvarne i promena optimalne novčane mase. Prema tome, sada se postavlja novi dinamični odnos:

$$\Delta M_o \cdot V = \Delta T_p$$

što se realnije postavlja i kroz sledeći odnos, uz uključivanje promena brzine novčanog opticaja (a ne prosečnog nivoa, od čega se obično u teoriji polazi):

[150] Dr M. Ćirović: *Novac i kredit,* I sv., Ekonomski fakultet, Beograd.
[151] Dr M. Golijanin: *Politika i instrumenti regulisanja novca i kredita u Jugoslaviji,* Beograd, 1974.

$$\Delta M_o \cdot \Delta V = \Delta T_p$$

Problem utvrđivanja optimalne novčane mase i njeno izračunavanje time je znatno složenije a, s druge strane, mogućnosti odstupanja stvarnog nivoa promena novčane mase od njenog optimalnog nivoa je uobičajena i gotovo „normalna pojava", što je u vođenju monetarne politike od posebnog značaja. Kada bi se promene i formirani nivo stvame novčane mase uvek poklapao s optimalnim, bio bi moguć proces automatske emisije i poništavanja novca, što znači da monetarna politika ne bi bila potrebna. Stvaranje novca u privredi značilo bi uvek društveno optimalno stvaranje novca, a emisija novca svodila bi se na čisto tehnički posao. Masa novca bila bi neutralna, a monetarna politika bi bila pasivna. Međutim, razvijeni oblici kreditnog novca i raznih oblika „izvedenog" novca, proces transformacije novca u drage novčane oblike, proces priliva i odliva novca u zemlju i iz zemlje u inostranstvo, velika varijablinost redovno dovodi do odstupanja stvarne od optimalne novčane mase (Mo>ili <Ms). Automatizam emisije novca je gotovo nezamisliv, što se pred bankarski i kreditni sistem stavlja vrlo složen i odgovaran zadatak: ostvarivanje stalnog procesa približavanja stvarne novcane mase, kroz monetarnu politiku, njenom optimalnom nivou. To je postao i osnovni cilj svake monetarno–kreditne politike: osiguravanje optimalne novčane mase za nesmetano odvijanje tokova proširene društvene reprodukcije. Ovaj zadatak se, najvećim delom, usmerava na eliminaciju permanentne tendencije – da se formira suviše velika tražnja novca od strane gotovo svih transaktora u privredi, kada se stvarna novčana masa redovno kreće i formira iznad optimalnog nivoa.

Kao mera veće ili manje uspešnosti monetarne politike optimalna novčana masa zahteva da se precizno odredi, uz već poznatu defmiciju, šta bi ona stvamo trebalo da predstavlja. Međutim, određivanje instmmenata i elemenata optimalne novčane mase je daleko složeniji zadatak, posebno kada se posmatra u određenim sukcesivnim intervalima vremena (dinamički).

Obično se kao merlio „normalnog" kretanja novčane mase uzima godišnji rast bruto domaćeg proizvoda, a polazi od stava da ako su stope jednake ili približne – monetarna politika deluje stabilizaciono; ako novčana masa brže raste od stope rasta društvenog proizvoda – monetarna politika je ekspanzivno orijentisana; ako novčana masa raste po stopi koja je niža od stope rasta društvenog proizvoda sprovodi se restriktivna monetarna politika.

Na osnovu uporednog kretanja novčane mase i rasta bruto domaćeg proizvoda, ne uzimajući u obzir navedene faktore strukture novčane mase i dr. teško je izvlačiti zaključke o većoj ili manjoj podešenosti monetarne politike objektivnim potrebama proizvodnje i prometa.[152]

Savremena monetarna teorija u određivanju optimalne novčane mase obično polazi od Marksovog zakona novčanog opticaja:

[152] Upravo zbog navedenih razloga neadekvatan je i vrlo simplifikovan pristup u određivanju optimalne novčane mase u srazmeri s *porastom društvenog proizvoda,* ili nekog drugog agregata, koji bi trebalo da *reprezentuje obim robno–novčanih transakcija.* U tom slučaju, hteh to ili ne, sve se svodi na *primitivnu varijantu kvantitativne teorije novca,* bez obzirau kom se pravcu ovaj kauzalni odnos odvijao. Drugim rečima, ukoliko se želi da *cene ostanu stabilne* u određenom periodu, *„treba samo osigurati da kohčina novca raste po istoj stopi po kojoj raste i realni društveni proizvod".* To je neosporno, put u deflatornu monetarnu politiku. Postoji i „normalni tolerantni rast cena koji monetarna politika treba da pokrije, izradu, rast društvenog proizvoda.

$$M_o = \frac{\sum R_c}{B_o}$$

ili

$$M_o = \frac{\text{No min a ln i bruto proizvod}}{\text{Brzina opticaja novca}}$$

odnosno u dinamičkom iznosu i u proširenom obliku:

$$\Delta M_o = \frac{\Delta N_t}{V}$$

pn čemu je:

ΔMo – promena optimalne novčane mase;

ΔNt – obim novčanih transakcija (plaćanja) u datom vremenskom periodu i na datom nivou cena (bmto domaći proizvod), V – brzina opticaja novčane mase.

Intervencijama monetarnog sistema iznad optimalne zone novčanih sredstava, formira se izvestan višak novca u privredi. Suprotno tome, ispod optimalne zone novčanih sredstava – javlja se manjak novca u privredi, s već poznatim efektima. „Raspon između gomje i donje granice zone monetarnog optimuma prilično je širok u ekonomski razvijenim zemljama, dok je u manje razvijenim zemljama zona monetarnog optimuma uža."[153]

9. DINAMIKA NOVČANE MASE U PROCESU FORMIRANJA OPTIMALNE MASE NOVCA

Optimalna novčana masa postaje, u izvesnom smislu, egzogena varijabla monetarne politike, posebno kada se uključi u ovaj agregat i vremenska komponenta, naime zakašnjavanje u delovanju novčane mase uprivredi. Optimalna novčana masa, ako imamo u vidu ovaj momenat, može se računati samo kroz proces stalnog prilagođavanja. Naime, ovo je moguće računati na osnovi tri prolazne pretpostavke:

1. Početni odnosi novčane mase i realni agregati privrede su uravnoteženi – optimalna novčana masa jednaka je stvarnoj;
2. Početni odnos pre promene novčane mase neuravnotežen je, s deflacionim karakteristikama (manjak novca u privredi);

[153] A. Hansen: *Monetarv Theory and Fiscal Policy,* New York, 1949.

3. Početni odnos pre promene novčane raase neuravnotežen je, s infiacionim karakteristikama (početni višak novčane mase u privredi).

Samo u prvom slučaju moguće je u tekućem periodu voditi uravnoteženu politiku rasta novčane mase i robno–novčanih transakcija

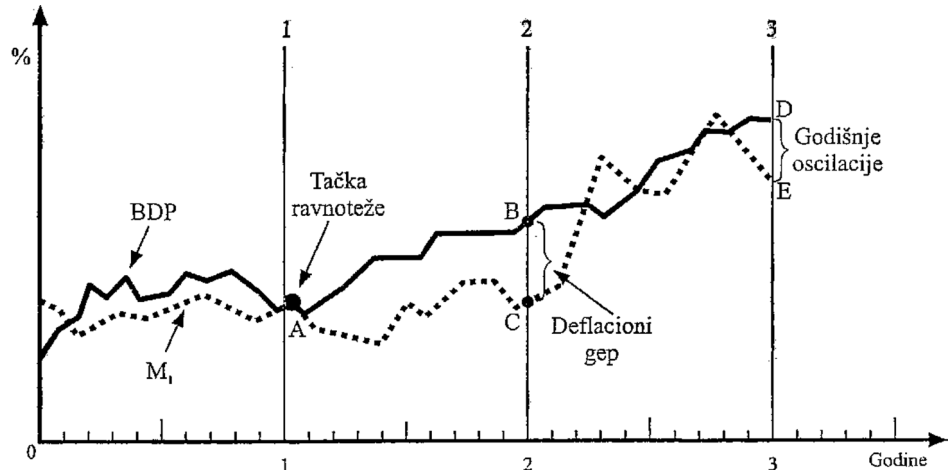
$$\Delta M_o = \frac{\Delta T_p}{\Delta V}$$

U dmga dva slučaja, inače karakteristična je za savremenu privredu, redov'no š'e" radi o početnoj neravnoteži koja se nastoji otkloniti u tekućem periodu „dodatnim" intervencijama monetarnog sistema. Time se postavlja i pitanje odvajanja teorijskog modela optimalne novčane mase i operativnog modela optimalne novčane mase.

Optimalna novčana masa ne može se vezati ne za jednu godinu ili dve, već za jedan duži vremenski interval, za ciklične oscilacije privrede i kompenzirajuću ulogu monetarne politike u tome. Monetarna teorija sve više uvažava navedene momente, mada više prećutno i vezano za dmge probleme novca i kredita.[154]

Optimalna novčana masa tekućeg perioda može da bude u tome periodu i neoptimalna, ali u dužem periodu, obuhvatajući u sebe prethodnu fazu ili zadnju fazu razvoja, može da pokaže stvarno optimaian nivo.

DINAMIKANOVČANE MASE I DRUŠTVENOG PROIZVODA
– mesečne stope promena –



Usklađenost „napajanja" privrede masom novca i kredita i robno–novčanih transakcija (BDP) prati se u mesečnoj dinamici, ali i na godišnjem nivou (na kraju godine i kao godišnji prosek), kao i u toku nekoliko uzastopnih godina (privredni ciklus). Tako se iz slike jasno vidi da je u toku prve i drage godine vođena restriktivna monetarna politika (AM^ADBP), ali je krajem prve godine (tačka A) bila uravnoteženost. U dragoj godini u svim mesecima je rast novčane mase ispod rasta draštvenog proizvoda, kao i na kraju godine (B–C). U sledećoj godini vođena je politika „adaptacije", tako da se i

[154] Probleme „optimalne novčane mase" i uticaj monetarne krize na njeno formiranje videti u radu: dr S. Komazec: *Teorija optimalne novčane mase i monetarna politika,* Jugoslovensko bankarstvo, br. 10, 1977, str. 3–18.

u nekoliko meseci vodila ekspanzivno monetarna politika da bi se nadoknadio manjak novca i kredita početkom godine.

Isto se ponovilo nekoliko meseci krajem treće godine, ali je na kraju godine došlo do nove restrikcije novčane mase.

Dakle monetarna politika je proces stalnog adaptiranja privrednim procesima i oceni centralne banke o stanju u privredi.

Forrniranje optimalne novčane mase može biti posledica orijentacija u dva pravca:

1. Otklanjanja početne monetarne i realne neravnoteže, čime tekući period (obično je to godina dana) samo kompenzuje prethodnu neravnotežu, eime je u tekućem periodu neravnoteža posledica prethodne neravnoteže suprotnog karaktera.
2. Anticipira buduće kretanje i odnose u monetarnoj i realnoj sferi reprodukcije, uvažavajući pri tome i odiožena delovanja monetarnih agregata.

Dosadašnja monetarna politika je, uglavnom bila orijentisana u prvom pravcu, jer je bio blaži i pmžao veći broj indikatora za odgovarajuću kompenzacionu politiku. Monetarna teorija je, naprotiv, veću pažnju poklonila dmgom slučaju, izučavajući sve dublje i sve šire „odložena" delovanja novčanog faktora u privredi, bez kojeg danas nije moguće izučavati optimalnu novčanu masu.[155]

Danas se to ističe kao zahtev za permanentnom i stablinom stopom monetarnog rasta u dužem vremenskom periodu.

Sinteza ove dve krajnosti trebalo bi biti monetarno planiranje novčane mase i kupovine snage. Ono je, na žalost, obično izostajalo, a ako je i postojalo to je većim delom rezultat dmgih neekonomskih varijabla, a manje objektivne naučne analize.

Savremeni privredni sistemi sve više traže sistem instmmenata i mehanizama kojima će se ex ante regulisati optimalna novčana masa, kao neki oblik planske kategorije (ovo posebno dolazi do izražajau našem ekonomskom sistemu).

10. OPTIMALNA NOVČANA MASA I NJENE DETERMINANTE

Optimalna novčana masa je vrlo promenljiva endogena varijabla, a pod delovanjem je autonomnog ponašanja više različitih faktora i subjekata, kako monetarnog, tako i realnog sektora privrede. Tako promene na strani ponude novca, a posebno promene tražnje novca zavise o brojnim faktorima, kao: promenama sklonosti potrošnji, štednji i investicijama, raznim promenama oblika novca unutar strukture novčane mase, generalnoj orijentaciji u monetarnoj politici, ponašanju budžetske politike i deviznog bilansa i dr. monetarno–kreditna politika treba da prati i promene novčanih sredstava po

[155] Posledica navedenog je redovno enormno odstupanje ostvarenog od programiranog rasta novčane mase u većini zemalja, a posebno u našoj privredi.

sektorima, po stepenu likviditeta, inteme i eksterne varijabile optimalne količine novca i dr., što je čini više ili manje efikasnom.[156]

Optimalna novčana masa mora biti dovoljno efikasan i elastičan monetarni agregat, kako po strukturi i visini, tako i u vremenskoj dimenziji. Stoga se kao prvi problem javlja pitanje njenog operativnog izračunavanja i praćenja. Zbog toga se redovno u dosadašnjim teorijskim raspravama pristupalo množenju optimalne novčane mase i prosečne brzine opticaja, da bi se dobila platežno sposobna optimalna novčana tražnja (novac u svom tekućem i najlikvidnijem obliku je ovde reprezentant tražnje), što ne mora da bude samo vezano za novac u tom obliku. No, to ostavimo za istraživanje na dmgom području. Dakle, polazi se od poznatog odnosa:

$$M_o \cdot V = T_n$$

pri čemu je Tn – platežno sposobna novčana tražnja, a ostali elementi su već poznati iz dosadašnjih izlaganja. Iz navedenih odnosa se vidi da se polazi od toga da je dovoljno pravilno obuhvatiti sumu robnih cena i utvrditi brzinu novčanog opticaja, da bi se dobila dva osnovna elementa u određivanju optimalne novčane mase.

Dinamika novčane mase u vođenju operativne monetarne politike prati se u kraćim vremenskim intervalima (mesečno, tromesečno) da bi se blagovremeno reagovalo na privredne i monetarne tokove. Mesečna dinamika monetarne mase i društvenog proizvoda (proizvodnje, potrošnje) pokazuje njihovu usklađenost (stope rasta), ali i sezonske oscilacije.[157] Prednosti ovakvog kratkoročnog usklađivanja su sledeće:

1. Veća efikasnost monetarne politike,
2. Brže usklađivanje monetarnih i realnih tokova,
3. Brže reagovanje monetarne politike na neočekivane tokove,
4. Bolja i blagovremena kontrola monetarnih tokova,
5. Efikasnija kontrola bankarskog sistema,
6. Mogućnosti ex ante blagovremenog podešavanja monetarne politike,
7. Veća mogućnost sezonskog podešavanja monetarne politike i dr.

Vezivanje godišnjeg rasta novčane mase i rasta drušrvenog proizvoda, bilo na kraju godine, bilo kao prosečno stanje novčane mase, stavlja ovu koncepciju u inferioran položaj i u poziciju da naknadno ili ex post reaguje, korigujući već nastale disproporcije u razvoju i kretanju novčane mase. Poznato „fino podešavanje" novčane mase je onemogućeno, a zbog zakašnjavanja u delovanju novca u privredi (na proizvodnju, potrošnju, cene, zaposlenost i dr.) efekti monetarne politike su veoma neizvesni.

Zbog toga se uz kratkoročnu monetarnu politiku stalnog prilagođavanja (veće elastičnosti) vodi i dugoročna monetarna politika strateškog karaktera, kojau osnovi i opredeljuje to da'li se radi o restriktivnoj ili ekspanzivnoj monetarnoj politici.[158]

---

156 Svi subjekti u privrednom sistemu svojim odlukama u pogledu trošenja dohotka i raspolaganja novcem utiču na visinu ukupne količine novca, „te je nemoguće samo u okviru monetarnog sektora tražiti determinante ukupne količine novca, već prvenstveno za svaki sektor posebno". (Dr Milan Golijanin: *Monetarni sistem i monetarno–kreditna politika Jugoslavije,* Poduzeće–banka, Zagreb, 1979, str. 362.

157 U uslovima depozitaog i papirnog novca (prestanka delovanja mehanizma blaga, kao i priliva i odliva novca u inostranstvo), a s druge strane, razvojem brojnih oblika novca, očito je da potrebna količina novca, za razliku od klasične teorije, dobija drugo kvalitativno značenje.

158 Zakašnjavanje u delovanju monetarnih agregata na realne tokove privrede (vremenska nefleksibilnost monetarne i fiskaine politike),

Mada, uprošćeno gledano, opšti obrazac ima svoju konzistentnost i predstavlja logičnu celinu, on ne može biti dovljna osnova za savremenu monetarnu politiku i određivanje optimalne količine novca.[159]

Prema tome, ostaje još dosta dilema. Prvo, šta uzeti kao agregat količine novca, s obzirom na vrlo diferenciranu strukturu sredstava u pogledu aktivnosti (vrlo aktivna, manje aktivna i potpuno neaktivna sredsrva), kao i s obzirom na strukfuru po sektorima. Drugo, šta je to suma robnih cena danas, kada društveni proizvod nije najbolji reprezentant robno–novčanih transakcija. Treće, pogrešno je poći od pretpostavke konstantne brzine opticaja novca, od čega se obično polazi u sprovođenju monetarne politike u nedostatku sigurnih i potrebnih indikatora o varijabilnosti ove brzine. Ovo se posebno odnosi na brzinu opticaja novca po sektorima.

Monetarno–kreditna politika uglavnom je usmerena u pravcu približavanja i eventualno poklapanja optimalne i stvarne novčane mase i stope rasta društvenog proizvoda po tekućim cenama. Sve dok se u modemoj privredi ne zna da li su i koliko cene rezultata većeg rasta novčane mase od optimalne, a koliko rezultat delovanja dmgih realnih faktora i odnosa u reprodukciji, teško je prihvatiti svaki rast cena kao opravdan, koji treba „pokrivati" novom emisijom novčane mase. S dmge strane, teško je prihvatiti i samo realni rast društvenog proizvoda. Postoji mogućnost da se u projekciji rasta novčane mase u toku godine uračuna planirani rast cena kao optimalan (koji je obično niži od ostvarenog), koji bi uz stopu realnog rasta dmštvenog proizvoda bio merilo rasta novčane mase. Ovome treba dodati i česru potrebu monetarne politike – da mora otklanjati prethodnu monetarnu neravnotežu, pa je ovaj osnovni njen zadatak još složeniji.

[159] Monetarna analiza i politika u praćenju kretanja novčane mase često ne uzimaju u obzir *prosečnu novčanu masu,* već ovu masu na *kraju određenih sukcesivnih perioda.*

GLAVA ČETVRTA

BRZINA OPTICAJA NOVCA I MONETARNA POLITIKA

1. BRZINA OPTICAJA NOVCA – PRIRODA I KARAKTER

Uloga novca u odvijanju privredne aktivnosti jedne zemlje i njegov utjecaj na kretanje cena, dohodak, likvidnost reprodukcije i zaposlenost danas je, videli smo, postao osnovni predmet izučavanja monetarne teorije. U njenoj dugoj istoriji postojao je veliki broj suprotnih stavova o ulozi novca u privredi. S jedne strane, postoji stav da je količina novca bez značaja za privredna kretanja (naročito ona koja su se formirala u okviru kejnzijanske monetarne teorije), dok drugi smatraju da je količina novca jedan od osnovnih faktora privrednog razvoja i stabilnosti (naročito stavovi savremene „reformulisane" kvantitativne teorije novca). Između njih postoje brojne varijante koje novcu daju veći ili manji značaj. Opšte prihvaćen stav savremene monetarne teorije je da količina novca predstavlja jedan od značajnih faktora privrednih kretanja, posebno u uslovima kreditnog novca i svih surogata pravog novca. Ovo potvrđuje i činjenica da se u okviru monetarne teorije sve veća pažnja pridaje izučavanju i istraživanju mehanizma prenošenja monetarnog delovanja na proces reprodukcije, s ciljem da se nađe odgovor na pitanje: kako i kojom brzinom deluju pojedini instrumenti monetarne politike na osnovne privredne makroagregate, kao što su: nacionalni dohodak, cene, zaposlenost, uvozno–izvozni kompleks, platni bilans, likvidnost reprodukcije i dr. To znači da monetarna teorija u određivanju optimalne novčape mase i politici „aktivnog novca" polazi od njene dinamičke iraterpretedje. Naime, masa novca u privredi je vrlo promenljiva i dinamična veličina, što zavisi od nekoliko faktora:

1. Mase novca u privredi koja oscilira s oscilacijom privredne aktivnosti, uz stalnu tendenciju povećanja (u uslovima proširene reprodukcije),
2. Brzine opticaja novca u privredi,
3. Ponašanja privredne aktivnosati (društvenog proizvoda).

Savremena monetarna teorija u određivanju optimalne novčane mase obično polazi od poznatog Marksovog zakona novčanog opticaja Mo = (formula), gde je Mo potrebna količina novca ERc – suma robnih cena i V – brzina opticaja novca. Pri tome se sve više istražuje delovanje svakog faktora u okviru ovako međusobno povezanih agregata. U ovim istraživanjima, naročito oživljavanjem monetarističkog pravca u monetarnoj teoriji (neokvantitativna teorija novca), sve više se istražuje značaj promena količine novca i njegove strukture na privredna kretanja. Zato brzi–na opticaja novca dobija sve veći značaj, sve je interesantnija za savremenu teoriju i operativno istraživanje. I to zbog toga jer je količinu novca (M) iz navedene formule moguće lakše regulisati aktivnošću bankarskog sistema preko ponude nov–ca, dok je tražnju novca i brzinu opticaja vrlo teško regulisati. Ovo i zbog toga jer je postalo toliko očigledno da je sve manje moguće u monetarnoj pplitici polaziti od pretpostavke stabilne brzine opticaja novca, kao što to čini kvantitativna teorija

novca u skoro svim svojim varijantama, počev od teorije D. Humea (primitivne varijante) do razrađenijih oblika zasnovanih na formulaciji i jednačini I. Fishera. Prema ovoj formulaciji, cene roba zavise od ukupne količine novca i brzine op–ticaja. MV+MiV|=PT. Međutim, iako je Fisher u svoju jednačinu ukijučio brzinu opticaja gotovog i brzinu opticaja depozitnog novca (Vo i Vi), ipak se ističe da cene konačno zavise od količine novca (M), pošto se pretpostavlja da je brzina opticaja konstantna, da su promene brzine opticaja novca zbog promena navika minimalne.

Nova, reformulisana kvantitativna teorija novca M. Friedmana odbacuje tezu klasične kvantitativne teorije o apsolutnoj stabilnosti dohodne brzine novčanog opticaja, ali i ona konačno stoji na stanovištu da postoji vrlo stabilno sekulamo ponašanje brzine novčanog opticaja. Ovakva tvrdnja M. Friedman ne udaljava ga mnogo od prvih primitivnih varijanti kvantitativne teorije novca.

Prihvatanje pretpostavke o konstantnoj brzini opticaja novca u projekcijama i vođenju monetarne politike, posebno u situaciji kada strukturni faktori i probiemi u razvoju modernih privreda i formiranju likvidnosti privrede dobijaju sve veći značaj, sigumo je da predstavlja njenu očitu slabost.

Očigledno je daje brzina opticaja novca izraito promenljiva veličina, ne samo ukupne mase novca, već posebno pojedinih njegovih obliki, po sektorima i dr.

I pored navedenog, brzina opticaja novca se i dalje u monetarnoj politici uzima kao stabilna kategorija, i to zbog toga jer je za njeno izučavanje, odnosno izučavanje determinanti koje je određuju, potrebno konstruisati dosta složene funkcije, što bi ne samo otežalo, već i onemogućilo vođenje operativne monetarne politike (njeno elastično podešavanje tekućim privrednim kretanjima). U tom slučaju Iakše je prihvatiti neki od modela kvantitativne teorije, a to znači poći od pretpostavke stabilne (na kratak i dugi rok) brzine opticaja novca.[160]

Tako postupa monetarna politika. Međutim, ne treba izgubiti iz vida činjenicu da se upravo preko brzine opticaja novca izražavaju brojne veze monetarnog i realnog sektora privrede, brojne odluke privrednih subjekata u pogledu zadržavanja dohotka, njegove potrošnje, očekivanja rasta cena, privredna kretanja, proces zaduživanja i razduživanja i osnovna orijentacija monetarne politike. Brzina opticaja novca, mada

[160] U našoj privredi, kao i u drugim zemljama u razvoju, teško je konstruisati ekonometrijske modele, pri čemu je bitno da postojeća ponuda novca (Ms) bude jednaka tražnji novca (Md). Dakle, struktura privrede, rcagovanje i ponašanje pojedinih sektora privrede, promene i reagovanje tražnje novca po sektorima i osnovnim nosiocima privredne aktivnosti, ponašanje investicija i potrosnje na promene količine novca u pri vredi, a poscbno pri većim zaokretima *u* baznoj orijemaciji monetarne politike.

vrlo složen faktor kretanja i ponašanja novčane mase, samo je refleks brojnih odluka i ponašanja bankarskog sistema, privrednih subjekata, države, izvoza i uvoza i dr. u odnosu na raspoloživi ili očekivani dohodak i novčana sredstva.

2. VARIJABILNOST BRZINE OPTICAJA NOVCA

U izučavanju uticaja novčane mase i njene strukture na privredna kretanja, treba istaći da stvami efekat novčane mase zavisi ne samo od njene veličine, odnosno, godišnje promene, već i od brzine njenog opticaja. Jer, pri istoj visini novčane mase, ali uz povećanje novčanog opticaja, dolazi do stvaranja veće mase prometnih sredstava i njihovog delovanja na privredu, identično stvarnom porastu mase novca u privredi, ali i suprotno tome. Ovo se zapaža i kod Fisherove formule[161]

$$M \cdot V = P \cdot Q \quad \text{ili} \quad M_1 \cdot V_1 = P \cdot Q$$

Pri datoj visini novčane mase, smanjene brzine opticaja ukupne novčane mase, ili samo pojedinih njenih sastavnih elemenata, može takvu količinu novca učiniti nedovoljnim za normalno odvijanje procesa reprodukcije. Znači, smanjivanje brzine opticaja može paralizovati uticaj porasta količine novca, kao što i povećanje te brzine povećava uticaj date količine. Brzina novčanog uticaja može se definisati kao broj transakcija koje određena novčana jedinica izvrši u odrcđenom vremenskom intervalu. Za iskazivanje brzine opticaja novca koristi se koeficijent brzine optkaja, a on predstavlja broj koji pokazuje koliko puta jedna novčana jedinica, u proseku, učestvuje u ostvarivanju robno–novčanih transakcija u određenom periodu (u stvari, to je iznos novčanih transakcija podeljen s prosečnom količinom novca u datom vremenskom periodu). Ako uzmemo u obzir ukupno novčanu masu privrede (kao agregat) i utvrđujemo njenu brzinu opticaja, onda se radi o prosečnoj brzini opticaja. Stavljanjem u odnos ukupnog iznosa robno–novčanih transakcija i prosečne novčane mase, dobija se koeficijent prosečne brzine opticaja novčane mase. Međutim, treba istaći da je ovaj odnos dosta uopšten pokazateij i, kao takav, vrlo nesiguran za vođe.nje monetarne politike i utvrđivanje potrebne količine u opticaju. Jer, on ne odražava razliku u brzinama opticaja pojedinih oblika novca i pojedinih sektora. Naime, poznato je da je novčana masa heterogen monetarni agregat. U njen sastav ulaze različiti oblici novčanih sredstava (gotov novac, depozitni novac), a to su sredstva s različitom brzinom opticaja.[162]

Ovi oblici novca, zbog njihove brzine opticaja, različito deluju na formiranje tražnje u privredi, a time i na formiranje pritiska na robne fondove (ukoliko je brzina opticaja veća, efekat promene novčane mase na tražnju biće veći). Upravo zbog ovih

---

161 U navedenoj jednačini Mi V] su masa i brzina opticaja depozitnog novca; M2 • V2 – masa i brzina gotovog novca, a P • Q društveni proizvod po tekućim cenama.

162 Problem se posebno potencira zbog različitog delovanja pojedinih oblika novca (gotovog i depozitnog novca) na obllike tražnje u privredi i formiranje pritiska na robne fondove, što savremena struktura politika razvoja svc više zahteva.

razloga potrebno je znati i razlike u brzini opticaja pojedinih oblika novca u sastavu novčane mase, ali i drugih monetarnih agregata.

Isto tako, brzina opticaja novca se razlikuje i po njegovim držaocima, odnosno sektorima, što takođe predstavlja važan indikator za vođenje efikasne monetarne politike.

Prema tome, svaki model koji želi uspostaviti funkcionalne odnose između monetarnih pojava, s jedne strane, i realnih privrednih kretanja, s druge, u ovom slučaju između novčane mase i društvenog proizvoda (koji se obično uzima kao reprezentant obima novčanih transakcija), a pri tome ne uzima u obzir i faktore koji deluju na promene brzine opticaja novčane mase u celini, ili njenih sastavnih delova, postaće nekonzistentan i neprecizan.[163]

U analizi brzine novčanog opticaja može se koristiti i druga definicija, koja se zasniva na zadržavanju novca u rukama pojedinih vlasnika novca. Ako se pođe od poznate šeme razmene N–R–N, pojam brzine opticaja može se svesti na vreme zadržavanja novca između prve metamorfoze N–R i druge metamorfoze R–N. Ako je ovo vreme duže, brzina opticaja novca je manja, ako je kraće – brzina opticaja je veća.

Posmatramo li koeficijent brzine opticaja novca nekog nebankarskog transaktora u određenom vremenskom periodu, odnosno u toku jedne godine, i konstatujemo da on iznosi npr. **6,** to znači da taj sektor prosečno godišnje zadržava neaktivna novčana sredstva dva meseca. Ili, ako konstatujemo da koeficijent brzine opticaja novca iznosi jedan, to znači da su se u toku godine novčana sredstva obmula samo jedanput, odnosno da se ona izjednačila s platežno sposobnom tražnjom u toj godini. Novčani oblici, čija je brzina opticaja jednaka nuli, predstavljaju neaktivna (tezaurisana) sredstva. Prosečna brzina opticaja novca, kao što je naglašeno, izražava se kvantitativno, kao odnos ukupne društvene proizvodnje po tekućim cenama i prosečne novčane mase u datom periodu.[164] To predstavlja koeficšjent prosečne brzlne opticaja novca.

Pri utvrđivanju i izračunavanju koeficijenta brzine opticaja novca, društveni proizvod kao reprezentant robno–novčanih transakcija ne predstavlja dovoljno precizan indikator, posebno zbog toga što su praktična istraživanja pokazala da društveni proizvod i robno–novčane transakcije mogu imati različite tendencije u kretanju, ali se zbog nedostatka adekvatnijeg pokazatelja on najčešće koristi u svim privredama. U krajnjoj liniji se, ipak, pretpostavlja da promene u veličini društvenog proizvoda dosta reealno odražavaju promene u potrebama privrede za transakcionim novcem.

Prema tome, brzina opticaja novca se najčešće izražava kao odnos društvenog proizvoda u tekućem periodu i prosečne novčane mase (retko prema stanju novčane mase na kraju godine) ili kao odnos nacionalnog dohotka i prosečne novčane mase u tekućem periodu (obično u toku jedne godine).

$$V_1 = \frac{DP_t}{\varnothing M_1} \quad \text{ili} \quad V_2 = \frac{Y}{\varnothing M_1}$$

[163] U monetarnim analizama, u kojima se islražuje koefkijent brzine opticaja novčane mase, ima se u vidu da je brzina opticaja vremenska kategorija ida predstavlja određeni monetarni indikator – samo ukoliko se promatra u određenom periodu (obično u jednoj kalendarskoj godini).

[164] Daleko realniji indikator za privredu, karakterističnu po visokoj stopi inflacije, je društveni proizvod postalnim *cenama,* jer se tirne otklanja uticaj tražnje novca izazvane porastom cena, odnosno ne priznaje se s vaki rast cenakao druStveno opravdan, već, možda, onaj godišnji rast cena koji seprogramira kao optimalan (koji izražava relativno stabilnu privredu).

pri čemu **je:**

V_1 – koeficijent brzine opticaja novca (transakciona brzina novca);
DP_t – dfuštveni proizvod u tekućem periodu po tekućim cenama;
$ØM_t$ – prosečna novčana masa u datom periodu vremena;
Y_t – nacionalni dohodak po tekućim cenama;
V_2 – dohodna brzina opticaja novca.

Za ovako definisanu brzinu novca adekvatniji je naziv dohodna brzina opticaja, jer ovaj odnos u stvari predstavlja frekvenciju kojom se novac prima kao dohodak ili isplaćuje kao dohodak.

Ukoliko se broj dana u godini podeli s brzinom opticaja novca, dobija se broj koji pokazuje vreme obrta novca.

Koeficijent inverzan koeficijentu brzine opticaja novca naziva se koeficijent Likvidnosti reprodukcionog procesa, a predstavlja indikator snabdevenosti privrede novcem. Dakle, imamo

$$\frac{1}{V} = \frac{ØM_1}{DP_t} \quad \text{odnosno} \quad \frac{1}{V} = \frac{M_1}{DP}$$

Ovaj koeficijent pomnožen sa 100 pokazuje uz koliko se jedinica novčane mase obavlja proizvodnja i raspodela društvenog proizvoda od 100 jedinica. Značaj ovog koeficijenta, i njegovo poznavanje u celini i po pojeđinim sektorima, posebno dolazi do izražaja u privredama koje se susreću s nedovoljnom likvidnošću ili s neadekvatnim rasporedom novčanih sredstava po sektorima (slučaj naše privrede).

Na osnovi iznesenog, treba naglasiti da na ovakav način dobijeni koeficijenti brzine opticaja novca i koeficijent likvidnosti predstavljaju nedovoljno precizan indikator za vođenje operativne (tekuće) monetarno–kreditne politike. Naime, za efikasno postavljanje (projektovanje) i vođenje monetarne politike od sve većeg značaja je ne samo poznavanje i praćenje novčane mase u celini, već, pre svega, njene strukture i izvora (tokova, kanala) njenog stvaranja.

Ovaj problem je posebno potenciran činjenicom što spoljni (egzogeni) faktori, vezani za devizne transakcije i budžetsku potrošnju, imaju sve veći uticaj na stvaranju novčane mase u privredi. Od svih faktora koji deluju na formiranje novčane mase u našoj privredi, i to više godina, gotovo 40% svih delovanja se odnosi na devizni bilans i prelivanje novca iz likvidnih oblika u nelikvidne (nemonetarne) depozite. Sasvim je razumljivo da je zbog toga ukupno monetarno .regulisanje i vođenje monetarne politike manje efikasno. Naime, ovi egzogeni faktori stvaranja' novca u nacionalnoj privredi ne stoje ni u kakvoj direktnoj vezi s ponudom roba i usluga (robnih fondova), a ako i postoji nekakva povezanost –ona je negativne prirode.

Drugim rečima, devizne transakcije i budžetski bilans imaju suprotne efekte . u odnosu na formiranje ponude robnih fondova i proces formiranja novčane mase u privredi. Upravo zbog toga ne može se osigurati srazmerno kretanje novčane raase t domnaćeg društvenog proizvoda u jednoj otvorenoj nacionalnoj ekonomiji, pa tu ne može postojati identičnost AMi = ADPi, jer monetarna politika, u tom slučaju," ne može delovati stabilizaciono ex ante.

Društveni proizvod, videli smo, može se iskazati po stalnim i tekućim cenama. Realnije je iskazivanje po tekućim cenama, posebno u razvijenim privredama koje imaju

nisku stopu inflacije, dok se u nerazvijenim privredama koristi društveni proizvod po stalnim cenama korigovanim za određeni tolerantni rast cena. Jer, rast novčane mase ne treba da pokriva svaki rast cena.

Pored toga, poznato je da svaki sektor u strukturi novčane mase ima svoju cikličnost potrošnje, politiku likvidnosti, politiku potrošnje raspoloživog dohotka, vezanost za konjunkturu i osetljivost na mere tekuće ekonomske politike. Sve to dovodi do različitih efekata na planu povećanja i smanjivanja brzine novčanog opticaja po sektorima, što, opet, ima uticaja na ponašanje prosečne brzine opticaja novčane mase u celini i njenog podešavanja optimalnoj novčanoj masi. O značenju poznavanja brzine opticaja novca po sektorima, a ne samo brzine opticaja ukupne novčane mase, govore podaci iz sledeće tabele. U njoj je iznet prikaz kretanja koeficijenata brzine opticaja novčane mase i koeficijenata snabdevenosti privrede novcem u našoj privredi u dužem vremenskom periodu.

Prema navedenim podacima, proizlazi da je brzina opticaja novca u privredi, posmatrano s makro–aspekta, gotovo stabilna mnkcija sas dosta ujednačenim koeficijentom, tako da se u monetarno–kreditnoj politici može sa sigurnošću računati sa tom veličinom. Međutim, kod sektora preduzeća iz privrede, to se ne može reći, kako u pogledu brzine opticaja, tako i u pogledu koeficijenta snabdever.osti ovog sektora novčanim sredstvima.

3. BRZINA OPTICAJA NOVCA PO SEKTORIMA

Brzina opticaja novca ne samo da je različita i da značajno oscilira po godinama, ona pokazuje i vrlo velike razlike po sektorima privrede, što je ovde od posebnog značaja. Tako je u periodu 1963–1990. godine brzina opticaja novčane mase iznosila:

- ukupna novčana masa 17,4 obrtaja,
- sektor privrede **53,3** obrta,
- sektor ostalih organizacija 9,1 obrt,
- sektor društveno–političkih zajednica 7,4 obrta,
- sektor stanovništva 7,7 obrta.

Slična situacija je i u drugim godinama. Prema tome, potrebno je sagledati i faktore od kojih zavisi brzina opticaja novca, kako ukupna, tako i po pojedinim sektorima. Ovo je akutan zadatak savremene monetarne teorije i politike.

Pokušaćemo sagledati **varijabilnost** brzine **opticaja novca** na dva osnovna sektora privrede, uz istovremeno njihovo povezivanje s nekim osnovnim elementima u ponašanju tih sektora.

Uz napred navedenu veliku razliku u brzini opticaja novca u svim sektorima, što se ovde posebno zapaža kod dva osnovna sektora privrede (sektor preduzeća u privredi i sektor stanovništva), ovde se zapažaju i neke druge karakteristike:

1. Iz aspekta formiranja likvidnosti reprodukcije privrede u celini, promene jedinice neutrošenog novca sektora preduzeća u privredi jednaka je efektu od

18,3 novčanih jedinica u sektoru stanovništva, odnosno 5,5 jedinica u 1976. godini, što u provođenju kreditne politike i razmeštaja novca po sektorima ima veliki značaj.

2. U monetarnoj teoriji uopšte prihvaćen je stav da se u zavisnosti od promene stope inflacije, menja i brzina novčanog opticaja. Ako stopa inflacije raste, rašće i koeficijent brzine novčanog opticaja. Međutim, na osnovu prethodnih podataka, uočavamo da je zavisnost brzine opticaja od promene stope inflacije u privredi kao celini veća nego što je to slučaj kod sektora preduzeća. Ova konstatacija ukazuje na to da su na ovom sektoru drugi faktori od znatno većeg uticaja na brzinu novčanog opticaja, nego što je delovanje inflacije.
3. Izdaci za investicije i materijalni izdaci pokazuju visoku korelaciju s brzinom opticaja u privredi kao celini, ali ne i na sektoru preduzeća (osim u nekim godinama, što se ne mora pripisati uzajamnom delovanju ova dva elementa). Ali u sektoru stanovništva, prema godišnjem ponašanju u svim godinama, postoji visok stepen istosmernog ponašanja izdataka ovog sektora i promena brzine opticaja novca u ovom sektoru.
4. Jedan od osnovnih faktora, koji deluju na formiranje novčanih sredstava po sektorima i promenu brzine opticaja novca, su godišnje promene bankarskih kredita. Postoji znatno veća povezanost brzine opticaja novca i promena bankarskih kredita na sektoru preduzeća, nego u celokupnoj privredi. Kako masa novca ovog sektora i brzina opticaja novca na ovom sektoru determmišu u visokom procentu i ukupna ponašanja novčane mase i prosečme brzine novca za celu privredu, ovo je od velikog značaja u vođenju monetarno–kreditne politike, te, očito, ide u prilog uzimanja u obračune prosečne brzine opticaja ili, pak, pretpostavke o konstantnoj brzini, što je, svakako, manje prihvatljivo.
5. Ukoliko se pođe od nekog oblika emitovane novane mase, naime od godišnjih odstupanja stopa rasta novčane mase i stopa promena bankarskih kredita (evidentno je da su vrlo značajna po godinama), doći će se do interesantnih zapažanja. Izdvojićemo neke, možda ne i najvažnije:
   a. U godinama u kojima je bazna orijentacija monetarne politike bila ek= spanzivna, s visokim godišnjim stopama odstupanja formiranja novčane mase u odnosu na kretanje bankarskih kredita, doiazilo je do većeg autonomnog stvaranja novčane mase (u većem stepenu nezavisno od ponašanja bankarskih kredita) i sporijeg obrtanja novca u privredi, i obrnuto;
   b. U godinama visokih stopa rasta bankarskih kredita dolazilo je do adekvatnog snižavanja brzine opticaja novca na sektoru preduzeća privrede, a što ih je pretvorilo u gotovo ključnu determinantu brzine opticaja novca ovog sektora;
   c. Brzina opticaja novca na sektoru stanovništva je stvarno gotovo stabilna funkcija, što se ne može reći za brzinu opticaja u sektoru preduzeća u privredi, a ni za celokupnu privredu. Ovaj momenat je od velikog značaja s obzirom na to da će dolaziti do sve većeg izražaja, paralelno s procesom prenošenja sredstava na sektor privrede. Učešće ovog sektora u ukupnoj novčanoj masi i procesom smanjivanja ograničavanja sredstava se mora povećavati. Time će sigurno doći i do povećanja varijabilnosti brzine opticaja, kao i brzine opticaja novčane mase u privredi, na što će

monetarna politika morati obraćati daleko veću pažnju, nego što je to dosadašnji slučaj u koncepciji i politici novca i kredita.

Zbog dubljeg delovanja ovog faktora, monetarna politika nije u stanju da provodi efikasno monetarno planiranje, pa ni regulisanje ..potrebne novčane mase", a to je svodi, najčešće, naex post regulisanje i podešavanje trenutnoj situaciji. Time se ona redovno čini neefikasnom, a i značajno gubi na snazi kao poluga razvoja i stabilizacije privrede.

Monetarno planiranje ili korektivna politika, koja bi se zasnivaia na pretpostavkama stabilne brzine novčanog opticaja, što se često i čini, redovno dovodi do grešaka u održavanju dinamičke optimalne novčane mase. Brzina novčanog opticaja mora, pre svega, da se empirijski istraži (globalno i strukturno), a zatim postavi kao funkcija monetarne politike. Dosadašnja empirijska istraživanja pokazala su da se radi o vrlo dinamičnoj komponenti potrebne količine novca (novčane mase), koju istovremeno determinišu brojni faktori koji deluju, kao na tražnju, tako i na ponudu novca u privredi.[165]

4. FAKTOR I BRZINA NOVČANOG OPTICAJA

Visoka varijabilnost brzine opticaja novca istovremeno ukazuje da na ovaj faktor novčane mase i opticaja deluju brojni egzogeni faktori vezani za:

1. Tražnju novca,
2. Sklonost i ponašanje investicija,
3. Sklonost potrošnji i ponašanje potrošnje,
4. Izvozno–uvozni kompleks (devizne rezerve i ponašanje platnog bilansa),
5. Stabilno'st privrede,
6. Organizacione karakteristike privrede,
7. Broj subjekata plaćanja,
8. Subjektivne (psihološke) faktore i dr., koji se ne mogu kvantitativno izraziti.

Sve to ukazuje na činjenicu da je ovim faktorima u analizi brzine opticaja novca važno pristupiti konkretno, za svaku privredu i za različite periode vremena.

Postoje, međutim, brojni faktori koji deluju u kratkoročnoj sekvenci (godišnje) na varijacije brzine opticaja novca, ali i oni, prema novijim istraživanjima, koji deluju na brzinu opticaja na duži rok.

Monetarna teorija je do sada izdiferencirala nekoliko osnovnih faktora koji deluju na brzinu novčanog opticaja. O nekima ćemo ovde šire govoriti:

1. Namenska ograničavanja u trošenju raspoloživih novčanih sredstava. Svaki oblik institucionalnog ograničavanja tražnje ili raspolaganja novčanih sredstava deluje, više ili manje, na brzinu novčanog opticaja. Veće ograničavanje, i u dužem periodu, dovode do smanjivanja tražnje novčanih sredstava i

[165] Videti šire o ovome: P. F. me Gouldrick: A Scctoral Analvsis of VeIocity, Federal Rcserve Builetin. Vol. 48. 1962, str. 1557–1570.

usporavanja brzine opticaja. I obrnuto, manja ograničavanja u kraćem periodu dovode do manjeg usporavanja brzine opticaja. To znači da pooštravanje režima korišćenja novčanih sredstava deluje na usporavanje brzine opticaja novca i do porasta optimalne (potrebne) novčane mase.

2. Tehnika platnog prometa. Po svojoj prirodi tehnika platnog prometa je ograničavajući faktor u brzini novčanog opticaja. Radi se o plaćanjima koje nebankarski transaktori obavijaju preko bankarskog sistema. U neposrednim novčanim operacijama između nebankarskih transaktora brzina opticaja praktično nije ograničena ovim faktorom. 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, prema ovome, svedena sa 360 na 90 dana.

   Visina postojećih novčanih sredstava može biti i suviše velika, zbog uvođenja neke institucionalne ili tehničke novine (npr. skraćivanja prosečnog perioda plaćanja), što ubrzava novčani opticaj i smanjuje količinu novca, potrebnu za izvršavanje planiranih transakcija.

3. Decentralizacija lii centralizacija novčanih sredstava. Veća centralizacija novčanih sredstava i centralizovana raspodela nacionalnog dohotka, odnosno viška rada, dovodi do brzine novčanog opticaja. Suprotno navedenom, ukoliko postoji veći broj ekonomskih jedinica u kojima se vrši formiranje, raspodela i trošenje novčanih sredstava – dolazi do smanjenja brzine novčanog opticaja, kao i do porasta optimalne (potrebne) novčane mase. Radi se o većoj disperziji novčanih sredstava i većoj masi zadržavanih sredstava u svrhu održavanja potrebne stope likvidnosti svakog subjekta.

   Ovde bi se mogla navesti i sektorska delovanja na brzinu opticaja. Naime, preraspodelom novčanih sredstava iz sektora stanovništva, gde je brzina opticaja manja, u sektor preduzeća i porast učešća privrednih subjekata u ukupnim transakcijama i novčanoj masi povećava ukupnu brzinu opticaja. Ova tendencija porasta je jače ispoljena u periodima povećane privredne aktivnosti, dok se u periodu recesije zapaža tendencija smanjenja. Dakle, uz ostale uslove ceteris paribus, ovaj faktor bi doveo do porasta brzine opticaja u periodima visoke konjunkture, a opadanja brzine opticaja u periodima recesije.

   Zahvatanje novca kroz preraspodelu dohotka u neprivredu (nadgradnju) iz privrednog sektora javlja se u nas kao faktor smanjenja brzine novčanog opticaja. Veće zahvatanje i zadržavanje novca na sektorima preraspodele dovodi do opšteg pada prosečne brzine opticaja novca u privredi kao celini.Prelivena novčana masa kroz raspodelu u sektore stanovništva, dmštvenih fondova i društveno–političkih zajednica, dovodi do usporavanja brzine opticaja novca, što je blisko po efektima nižem nivou kredita banaka u privrednom sektom.

4. Stepera sigurnosti u pogledu novčanih primanja privrednih subjekata. Ukoliko privredni subjekti procenjuju da postoji velika sigumost u prilivu sredstava u poslovanju i ostvarivanju dohotka, onda se mogu zadržati manja novčana sredstva kao sredstva likvidnosti, jer to povećava tražnju (i stepen iskorišćenosti novčanog potencijaia), a izaziva i porast novčanog opticaja.[166]

[166] Podselimo se tvrdnje M. Friedmana da je tražnja novca stabilna funkcija stalnog dohotka. Prema toj teoriji u periodima kadaje ostvareni dohodak veći od stainogdohotka–brzina opticaja ima tendenciju da se povećava. a

5. Psihološki faktori. Neosporno je da ovaj kompieks faktora kao izvedeni faktori značajno deiuju na brzinu traženja dohotka i novčanih sredstava uopšte. Istina, radi se o faktorima koje je teško (ili nemoguće) kvantifikovati. Zato ih je i vrio teško ukomponovati u ex ante postavljenu monetarnu politiku.
6. Frekvencija u plaćanjima koje nastaju u procesu raspodele i preraspodele nacionalnog dohotka. Ovde se radi o društveno određenim intervalima u kojima se mora vršiti obračun i ispiata dohotka, doprinosa, poreza i drugih oblika davanja. Ako su ovi intervali dugi, to će se negativno odraziti na brzinu novčanog opticaja i optimalnu masu, odnosno, ako dođe do skraćivanja intervala isplate dohotka i drđglh zahvata iz dohotka – onda će doći i do odgovarajućeg pozitivnog delovanja na brzinu novčanog opticaja.
7. Veća ISi manja stabilnost privrede, odnosno viša ili niža stopa inflacije. Poznato je da veća inflaciona nestabilnost privrede vodi bržem oslobađanju od novca, bržem trošenju dohotka i, u skladu s tim, bržem opticaju novca. U studijama o determinantima brzine opticaja novca primećeno je, da u privredama, u kojima je stopa inflacije relativno niska i stabilna, ovaj faktor nema značajnu ulogu. Međutim, u usiovima hiperinflacije (studija Cagana, Lutza, Metzlera) brzina opticaja je pod snažnim delovanjem preterane inflacije. S druge strane, rast cena i iskazivanje društvenog proizvoda po tekućim cenama dovodi do porasta potrebne novčane mase, a to znači da se ovde radi o faktom koji ima ugrađena i kontra delovanja na novčanu masu i brzinu opticaja.
8. Politička stabilnost ili nestabilnost određene zemlje u određenom periodu. Ovaj faktor je sam po sebi logičan i nije potrebno njegovo šire razmatranje.

Varijacije brzine opticaja novca su i pod snažnim delovanjem fundarnentalne nestabilnosti privrede i društveno–političkog sistema, što preko delovanja na veću ili manju preferenciju držanja novca deluje i na brzinu opticaja novca.

Postoje i drugi faktori koji deluju direktno ili indirektno, kao: kamatna stopa, promene očsklvaniln stopa inflacije, promene u strukturi proizvodnje i raspodeli đohotka, sastav stanovništva (gradsko – seosko), uvođenje novih supstituta novca i dr.

Teorija tražnje novca, vezana za imovinu, dohodak, odnosno kapital, sve je značajnija u istraživanju brzine opticaja novca, posebno kada se istražuju egzogeni faktori u odnosu prema monetarnom sektoru i monetarnoj politici.

Naveli smo, uglavnom, osnovne faktore od kojih zavisi brzina opticaja novca, a preko nje i optimalna novčana masa, mada postoje i brojni drugi a deluju u sklopu privrednog razvoja svake zemlje.

Ovde možemo izdvojiti još i neke druge specifične faktore koji neposredno deluju na brzinu opticaja novca:

1. Kompenzacicni aranžmani u regulisanju plaćanja često smanjuju tražnju gotovog novca i obim kredita banaka;
2. Sve razvijenije mere imaju svrhu da smanje iznos potrebnih sredstava za podmirivanje plaćanja od strane privrednih jedinica;
3. Visoka sklonost investiranju, uz držanje često minimalnih gotovinskih salda privrednih subjekata u našoj privredi;

kada je ostvareni dohodak niži od stalnog – brzina opticaja se smanjuje. Varijacije brzine opticaja posledica su odstupanja sadašnjeg od stalnog dohotka, (Md=Ms).

4. Snaanjivanje tražnje gotovog novca od strane sektora stanovništva. Svi ovi uticaji deluju na dugoročno ponašanje brzine opticaja novca. Međutim, problem istraživanja determinanti monetarnog opticaja i brzine opticaja se komplikuje, jer se delovanje navedenih faktora u određenom intervalu vremena može osetiti kao:
   - istosmerno delovanje,
   - suprotno delovanje i poništavanje,
   - delšmično istosmemo, delimično suprotno.

5. BRZINA OPTICAJA NOVCA I NJEN ODRAZ NA EFIKASNOST MONETARNE POLITIKE

Problem empirijskog istraživanja brzine opticaja novca čini se sve složenijim, posebno ako dolazi do kompenzacionih monetarnih efekata više faktora u određenom periodu. Brzina opticaja novca je, u izvesnom smislu, rezuitanta brojnih i raznovfsnih delovanja faktora na strukturu i ponašanje novčane mase, a tako i društvenog proizvoda. To je, dakle, vrlo sintetičan irađikater za vođenje efektivne monetarne politike. U pogiedu brzine novčanog opticaja, kao vrlo složenog područja, teorijski i praktično – politički, ipak nije ispravno poći od pretpostavke stafoilne fonkcije brzine oplicaja novea (V = const.), mada to mnoge pristalice neokvantitativne teorije novca upravo rade. Sve ovo monetarno–kreditnu politiku, u nedostatku potrebnih i sigurnih drugih indikatora o varijabilnosti brzine opticaja novca i njenom odrazu na agregatnu tražnju i tražnju novca, stvamo lišava jednog bitnog elementa koji bi je učinio znatno efikasnijom u regulisanju optimalne novčane mase.

Monetarno planirašije i imonetarna politika, koji se zasnivaju na pretpostavci stabilne brzine novčanog opticaja, što se često i čini, redovno dovodi do grešaka u održavanju dnnamičke opitimalns novčane mase. Dokazano je da je stabilnost brzine opticaja novca na duži rok veća (makar i kao neko prosečno reagovanje), dok se, suprotno tome, monetarna politika upravo provodi kratkoročno. S druge strane, dosadašnja empirijska istraživanja su pokazala da se radi o dinamičnoj komponenti potrebne količine novca (novčanoj masi), da je determinišu brojni faktori, te da oni deluju, kako na tražnju, tako i na ponudu novca – a to čini problem još složenijim. Stvarnu količinu novca sve teže kontroliše centralna banka, osim kada je u stanju da unapred spozna pravac i jačinu delovanja brojnih faktora koji deluju na sistem formiranja i poništavanja novčane mase, među kojima brzina novčanog opticaja ima sve veći značaj. Do ovih spoznaja centralna banka može vrlo teško doći, još teže može pristupiti izradi jednog ekonometrijskog modela koji bi sintetizovao delovanje svih navedenih brojnih egzogenih i unutrašnjih varijabla ovog sistema. Time centralna banka ima sve mamjju komtrolu mađ formiranjem i ponašanjem stvarne kollčine novca u privredi.

Ukupna količina novca je sve više egzogena varijabla, a njenu visinu i ponašanje determiniše ponašanje ekonomskih jedinica monetarnog i nemonetarnog (‘realnog)

sektora. Pre svega, tu u obzir doiazi sklomosi potiroš^ji, sklonost Investicijama, uvozu i izvozu, javni rasfaodi i budžet u celini, koji determinišu stvamu količinu novca, kao i ponudu novca bankarskih institucija (centralne i poslovnih banaka). Radi se, dakle, često o presudnom delovanju ekonomskih jedinica koje samostalno donose odluke u realnom sektoru (preduzeća, stanovništvo, država), paraleino sa sve većim sfepenonm monetizacije privrede. Time ukupna količina novca postaje, u odnosu na bankarski sistem, sve više egzogena varijabla, mada ovaj sistem i dalje ostaje odgovoran za njeno ponašanje.

GLAVA PETA

STVARANJE I PONIŠTAVANJE NOVCA U BANKARSKOM SISTEMU

1. PRETPOSTAVKE PROCESA MONETARNO – KREDITNE MULTIPLIKACIJE

Multiplikacija (umnožavanje) kredita i depozita je proces preko koga bankarski sistem vrši emisiju novca u privredi. Dakle, u uslovima postojanja višebankarskog sistema uz centralnu banku emijsu novca vrše i sve ostale poslovne banke, celi bankarski sistem.

U tom pogiedu u teoriji i politici su jasno deferencirana dva osnovna oblika multiplikacije:

1. Multiplikacija ili stvaranje novca u okviru bankarskog sistema kao celine, ili makromultiplikaciju,
2. Miktromultiplikacija ili stvaranje novca kreditnom aktivnošću jedne izolovano posmatrane banke.

Isto tako razlikuju se dva osnovna oblika stvaranja novca u bankarskom sistemu:

a. Pozitivna multlplikaelja (stvaranje novca), i
b. Negalivma imultiplikacija (povlačenje, poništavanje novca) u okviru bankarskog sistema kao celine, ili jedne banke posebno.

Ovde ćemo razmatrati uglavnom makromultiplikaciju, i to pozitivnog karaktera.

Svaka jedinica odobrenog i iskorišeenog kratkoročnog bankarskog kredita znači emitovanje određene količine novca u privredi. Svaka poslovna banka, dakle, odobravanjem kredita vrši emisiju novca, a to znači da za celokupnu emisiju i povlačenje novca nije odgovorna samo centralna banka, već i celt sistem poslovnih banaka, dakle bankarski sistem u celini.

Problem monetarno–kreditne multiplikacije vezan je najuže za proces odobravanja i korišćenja kredita i stalni proces prelivanja novca iz jednog oblika u drugi

unutar privrede. Prilikom odobravanja kredita privrednom subjektu banka tereti kreditni račun, a odobrava isti iznos depozitu (žiro–računu) istog subjekta. Privredni subjekt vršeći plaćanje izdaje nalog banci da sa njegovog žiro–računa vrši određena plaćanja prebacivanjem na računen drugih subjekata, ili za isplate u gotovom novcu. Sva plaćanja se mogu vršiti na nekoliko osnovnih načina (tokova):

1. U korist druge radne organizacije koji ima žiro–račun kod iste posiovne banke,
2. U korist druge radne organizacije koja ima žiro–račun kod druge poslovne banke,
3. Ispiate u gotovorn tiovcu zaposienim radnicima čime se depozitni novac transformiše u gotov novac i odliva u sektor stanovništva,[167]
4. Odliv depozitnog novca poslovnih banaka na račune komitenata centralne banke,
5. Konverzija domaćeg novca u devizna sredstva,
6. Prelivanje dopozitnog novca u razne oblike nelikvidnih i ograničenih depozita. U prvom slučaju nema odliva sredstava sa računa banke, jer se vrši samo prebacivanje s jednog na drugi žiro–račun komitenta.

U drugom i trećem slučaju dolazi do odliva novca iz depozita poslovne banke, pri čemu se mora istaći da se plaćanja mogu vršiti samo novčanim sredstvima kojim takva poslovna banka raspolaže kod centralne banke. Sredstva prve banke povećavaju se za iznos prenesenih sredstava. Pri isplati ličnih dohodaka, kada dolazi do konverzije depozitnog u gotov novac, poslovna banka mora raspolagati navedenim iznosom – gotovog novca koji može da emituje isključivo centralna banka.[168]

I u jednom i u dmgom slučaju poslovna banka mora raspolagati gotovim novcem koji emituje centralna banka. To, u krajnjem slučaju, dovodi do smanjenja (odliva) depozita koji prva banka ima kod centralne banke i „ispadanja" depozitnog novca iz procesa cirkulacije između banaka. Ovim se istovremeno dokazuje da osnovu monetarnog sistema predstavlja novac koji emituje isključivo centralna banka i da je on osnova „piramide" monetarnog sistema kao celine.

Novac centralne banke pojavljuje se u dva osnova oblika, kao:

1. Depozit poslovnih banaka kod centralne banke,
2. Gotov novac u opticaju (oni su potpuno slobodno kor.vertibilni jedan u drugi). Poslovna banka ne mora da drži 100% pokriće u gotovom novcu centralne banke, već samo jedan deo koji joj osigurava mogućnost normalnog poslovanja. Taj iznos predstavlja rezervu likvidnosti koju ona mora imati na svom žiro–računu kod centralne banke, da bi zadovoljila princip optimalne likvidnosti. Kolika će biti stopa rezerve likvidnosti, zavisi od mnogih specifičnih faktora za svaku banku, a pre svega od njene kreditne politike, strukture sredstava, strukture komitenata, priliva i odliva sredstava, efikasnosti politike sredstava svake banke i dr. Naše poslovne banke, smatra se, trebalo bi da imaju stopu rezerve likvidnosti (u odnosu **na** depozite po viđenju) u visini od najmanje 4%. Razume se da jedna poslovna banka može imati i višu stopu, što je usko

---

[167] Vidcli detaljnije: dr M. Ćirović: Kreditno-monetarna politika. Sktopje, 1961. str. 49; Monetarno-kreditni sistem. Savremena administracija, Beograd. str. 177–195.

[168] Dr S.Komazec: Problemi monetarne ekonomije.Pravni fakultet.Split, 1973, str,. 367–376; dr D. Dimitrijević: Monetarna analiza, Skopje, 1964; dr S. Komazec: Multiplikacija kredita i depozita jedne Izolovano uzete poslovne banke, Finansije, Beograd, br. 1–2, 1968. i Stratcgija stabilizacije ekonomskog sistema.... str. 189–201; dr M. Golijanin: Politika i instrumenti regulisanja novca i kredita u Jugoslaviji, Privredni pregled, Beograd. 1974, str. 107–115.

vezano s opreznijom kreditnom politikom, ali to tada predstavlja **neiskorišćeni kreditni potencijal** te banke.[169]

Pored navedene rezerve likvidnosti, poslovne moraju izdvajati i obaveznu rezervu kao poseban regulacioni mehanizam u rukama centralne banke i monetarno–kreditne politike uopšte.

Ovim smo dali osnovne elemente koji deluju na proces multiplikacije novca u kmgu poslovnih banaka, odnosno procesa kreiranja kredita **i** depozita od strane bankarskog sistema **kao** celine.

2. ODVIJANJE I EFEKTI PROCESA MULTIPLIKACIJE

Pretpostavimo sada sledeće elemente:

1. Centralna banka emitovala je kredit poslovnoj banci lOOjedinica (inicijalni impuls), kojim u stvari počinje proces multiplikacije, a javlja se kao priliv sredstava kod jedne poslovne banke,
2. Poslovne banke izdvajaju 25% obavezne rezerve (ro) u odnosu na sve svoje depozite po viđenju,
3. Stopa rezerve likvidnosti (n) je 5%, dakle ukupne rezerve i izdvajanja iznose 30% (r = ro + n),
4. Svi dodatni krediti i depoziti se prelivaju u celosti drugoj poslovnoj banci u nizu,
5. Ne postoje drugi oblici konverzije, depozitnog novca u druge oblike novca (gotov novac, ograničeni depoziti, devizna sredstva i dr.):

Navedeni primer doveo bi do sledećeg procesa u bankarskom sistemu:

PROCES Monetarno–KREDITNE MULTIPLIKACIJE [170]

	Primarni novac (MS)	Dodatni depoziti (AD)	Rezerve (R=30%)	Dodatni krediti (AK)
Banka A	100	100	30	70
Banka B		70	21	49
Banka C		49	14,7	34,3
Banka D		34.3	10,3	24,0
Banka E		24,0	7,2	16,8
itd		16,8		
Ukupno u procesu multiplikacije	100	333,3	100	233,3

[169] Empirijski utvrđena stopa rezervi likvidnosti poslovnih banaka u Jugoslaviji, u nekoliko poslednjih godina iznosila je: 1968. godine 4,9; 1969 – 3,1%; 1971 – 2,6%; 1973 – 2,4%. 1974 – 1,9%; 1975 – 1,8%. (Izvor: Narodna banka Jugoslavije, Godišnji izvcštaj 1970–95. Bilten NBJ br. 2, 1976). Međutim, ova stopa je izvanredno promenljiva kod svih banaka i kod pojedinacno uzctc banke, tako da se radi o jednom dosta varijabilnom faktoru. Banke obično nastoje da zbog racionalnosti korišć'enja sredstava, kao i cfikasnosti poslovanja, drže što manji iznos neiskorišćenog kreditnog potencijala. Automatizam priliva novca kod jedne i odliva tog novca drugoj banci u nizu praktično je doveden u pitanje. on u stvarnosti ne postoji.

[170] U navcdenom primeru pošli smo od svih navcdenih tcorijskih pretpostavki u pojavi procesa multiplikacije: autoniatizam prelivan/a. polpuno korišćenje kreditnog potencijala banaka, delovanej samo obavczne rezervc i re/ervc likvidnosti i dovoljne tražnje kredila od strane privrede.

Proces multiplikacije otpočinje odmah čim krug poslovnih banakadobije od centralne banke inicijalni priliv od 100 jedinica. Novac se pojavio na žiro–računu prve poslovne banke koja je izdvojila 25% obavezne, rezerve i 5% zadržala za rezervu likvidnosti – dakle ukupno 30% imobilisanih sredstava (R = 30%).

Poslovna banka je povećala svoj slobodni kreditni potencijal i sposobnost odobravanja kredita u visini od 70 jedinica. Ona to čini, vršeći plaćanje u punom iznosu komitentima druge banke, odnosno dajući kredite svojim komitentima koji automatski vrše plaćanje privrednim subjektima koji su komitenti (osnivači) druge banke.

Druga banka sa'da ovih 70 jediniea prima kao svoj inicijalni impuls na koji izdvaja 30% rezervi, a ostali deo sredstava kao kredite transferiše komitentima treće posloven banke u nizu itd.

Proces mulitiplikacije traje sve do onog momenta dok se celokupni inicijalni priliv novca od 100 jedinica ne izdvoji u obavezne rezerve ili odlije izvan kruga banaka ili druge oblike ograničenih depozita. To su iz navedenog primera jasno vidi. Nakon završetka procesa multiplikacije, krug poslovnih banaka kreirao je, na bazi emitovanog novca centralne banke u visini od 100 jedinica, ukupno 333,3 jedinice depozita (ΔD), odnosno novih 233,3 jedinice kredita (K). Ako se od tog iznosa oduzme kredit od 100, koji je nastao na podlozi inicijalnog novca centralne banke, poslovne banke su odobrile kredita (ΔK) u visini od 163,3 jedinice.

Lanac stvaranja depozitnog novca je sledeći: prvi depozit – krediti banaka – drugi depozit itd.

Dakle, imamo sledeću povezanost:

$$K = m \cdot \Delta D$$

$$D = D_1 + b \cdot \Delta K$$

gde je ΔK – porast kredita; ΔD – porast depozita;; Dj – prvi depozit; m –koeficijent multiplikacije; b – koeficijent učešća kredita formiranih kao dodatni depozit (monetarni multiplikator).

Pri tome koeficijenti mogu imati sledeću vrednost:

$$1 > b > 0$$

sada se dobija sledeći odnos

$$D = D_1 \cdot \frac{1}{1 - m \cdot d}$$

Ako se ukupno stvoreni depoziti u visini od 333,3 jedinice stave u odnos s inicijalnim prilivom od 100 jedinica, dobija se moneSairai mraMIpliSrator, koji u ovom slučaju iznosi 3,3 a ako se ukupna masa kredita banaka stavi u odnos s početnim iznosom kredita, dobija se kreditni multiplikator (2,3).

Maksimalno mogući iznos bankarskih depozita u okvim procesa multiplikacije može se izračunati na bazi sledeće formule:[171]

[171] Radi se uglavnomo formuli beskonačnoggeometrijskogniza s koeficijentomod 1/l–r. Uobičajeno je u literaluri da se navodi sledeći obrazac AK = AR/l–r pri čermi je: AK – promena bankarskih kredita; AR – višak rezervi za plasman: a r – rezervc banaka. O ovom problemu videti šire u rdu dr S. Komazec. Strategijastnbilizacije ekonomskog sistema NIP ..Štampa". Šibcnik, 1978, str. 189–201.

$$M_B = \frac{MC}{R}$$

u tome je R = ro + n; pri čemu je ro – obavezna rezerva, a n – rezerva likvidnosti.

U našem primeru je:

$$MC = 1$$

$$R = 30\% \ \left(\text{ili } r_o - 25\% \text{ i } r_i \ 5\%\right)$$

Ovde je potrebno naglasiti da gotov novac, koji se nalazi u opticaju i u rukama pojedinaca, i rezerva banaka (n i ro) sačinjavaju primami novac, rezervni novac ili monetarnu bazu (mb). Dakle, imamo m = mr+ R, pri čemu je monetarna baza pod neposrednim delovanjem centralne banke preko koje ona određuje i reguliše emisiju novca poslovnih banaka.

Uz nepostojanje stope obavezne rezerve banaka, mogućnost monetarno–kreditne multiplikacije teorijski je beskonačno velika (ro = 0, Mm = ∞). Pri stopi od 100% praktično ne postoji nikakva mogućnost procesa multiplikacije (Mm = 1). Prema tome, imamo redovno 0 < r < 1 pri čemu je r = ro + n.

Obavezna rezerva kao instrument regulisanja kreditnog potencijala poslovnih poslovnih banaka ovim dobijaprimarnu ulogu.u ograničavanju procesa kreiranja novca i kredita od strane poslovnih banaka u procesu multiplikacije.

U kreditnom sistemu Jugoslavije, uz stopu obaveza rezerve qd 25% i rezervu likvidnosti od 5%, kreditni multiplikator bi iznosio 3,33, što znači da bi banka mogla da odobri 3,3 puta više kredita u odnosu na inicijalni priliv ostvaren na njihovim računima. Međutim, or* je redovno mnogo niži, što znači da u ovom procesu deluju i drugi ograničavajući faktori.

3. OGRANIČAVAJUĆI FAKTORI MULTIPLIKACIJE

Pored izdvajanja u obaveznu rezervu, gubitak novca pbslovnih banaka može nastati i po drugim osnovama, kao:

1. Konverzacija depozitnog novca (D) u gotov novac i zadržavanje gotovog novca u rukama stanovništva (G).
2. Odliv novca sa računa komitenta banaka na račune komitenata centralne banke (država i sl.), što predstavlja stvanri odliv novčanih sredstava iz kruga poslovnih banaka u depozite centralne banke ($C_{,,}$).[172]
3. Stopa monetizacije depozita kod poslovnih banaka ili odnos depozita kojim se vrše plaćanja prema ukupnoj masi depozitnog novca (Dm),
4. Stopa neiskorišćenog potencijala (N_p)

[172] Ukoliko Ro + G + Cn + Dm + Np + Ri = c, tada imamo

5. Vreme koje sadrži odgođeno delovanje pojedinih faktora, naime, odsustvo automatskog prelivanja u stvarnosti, kako je to na dosta uprošćenom hipotetičnom primeru dato. Ovde deluje više kontrafaktora koji dovode do odstupanja teorijskog od stvamog modela, čak i u uslovima kada navedeni faktori procesa multiplikacije deluju kao u udžbenicima.

Ako se ovakvi odlivi novca označe sa „s", raniju formulu potrebno je korigovati, pa će sada, ovako kompletnija glasiti:

$$D = \frac{MC}{r + c} \quad \text{ili} \quad \text{šire} \quad \frac{MC}{R_o + G + C_n + D_m + N_p + R_l}$$

Ukoliko $R_o + G + C_n + D_m + N_p + R_l = c$, tada imamo $\frac{1}{1 - c}$.

Postoji i mogućnost da nebankarski transaklori (komitenti) povećavaju mogucnost bankarskog sistemada kreira novac. Danas je najčešće slučaj da je obavezna rezerva na određene depozite manja u odnosu na depozite po viđenju. Ako dođe do transformacija depozlia po viđenju u ograničeni depozit, banka će držati manje obavezne rezerve i osloboditi jedan deo potencijala za plasman. Isto tako. inicijalni priliv se može javiti kada se gotov novac iz ruku stanovništva. utroši i pojavi kao depozilni novac kod banke; da dođe do smanjenja stope obavezne rezerve i povećanja slobodnog dela kreditnog potencijala poslovne banke. Samo, ovaj oblik inicijalnog priliva ima veće multiplikaciono delovanje. s obzirom natodaseuz oslobođena sredst va obaveznom rezervom. javljaju i dodatni efekli sniženja stopc obavczne rezervc u samom procesu multiplikacije.

Stopa odliva novca „c" iz kruga poslovnih banaka deluje kao ogrničavajući faktor procesa multiplikacije. Prethodni primer, pod pretpostavkom da je stopa odliva (c) svega 6%, biće znatno modifikovan:

$$D = \frac{MC}{r + c} = \frac{100}{0.3 + 0.06} = 277.8$$

odnosno izraženo u opštem obliku:

$$D = \frac{MC}{1 - c}$$

Monetarni multiplikator je u ovom slučaju 2,78.

U navedenom teorijskom primeru namerno smo pošli od pretpostavke da svaka poslovna banka u procesu multiplikacije u potpunosti iskoristi svoj kreditni potencijal, da nema neoplasiranog kreditnog potencijala (koji bi delovao kao novi ograničavajući element). To u našem slučaju iznosi Np. S druge strane, ne uzima se u obzir vreme u kojem se odvija proces multiplikacije, mada je jasno da se odvijanje ovog procesa mora vršiti u određenom dužem ili kraćem vremenu (Tt). No, treba reći, da sama poslovna banka ne izdvaja rezervu Likvidnosti iz svakog inicijalnog priliva, jer jednom formirana sredstva na žiro–računu zadovoljavaju niz operacija banke.

Ako sve ograničavajuće faktore obeležimo sa Rm, dakle Rm = G + Cn + Dm + Np + Ro + Ri redovno imaju situaciju da je visina svih ograničavajućih faktora (Rm) manja od 1 i veća od 0, dakle 1 > Rm > 0. Ovo je zbog toga jer se u procesu kreditno–

monetarnog regulisanja ne sme dozvoliti da redovno dolazi do većeg odliva novca iz primame emisije. S druge strane, ako je zbog svih ograničavajućih faktora Rm > 1, ne postoji ni teorijska mogućnost pojave procesa multiplikacije, a monetarna kreacija je svedena samo na popunjavanje sredstava koja su zahvaćena instrumentima regulisanja (rezerve) ili odlivom iz bankarskog sistema.

Mogućnost daljeg odlivanja bankarskih kredita je iscrpljena, kada je

$$MC = G + N_b + D_m + R_o + R_l$$

Odnosno, stvaranje depozita novca određeno je sledećirh odnosom:

$$D = \frac{MC}{G + D_m + R_o + R_l}$$

Na jednom nešto razređenijem primeru tobi se moglo prikazati na sledeći način:

PROCES MAKROKREDITNE MULTIPLIKACIJE BANKARSKOG SISTEMA
–shema–

	MC D_1	+ ΔD	ΔRo	ΔRi	ΔG	ΔK
Ciklus A	100	100	30,0	5,0	10,0	55,0
Ciklus B		55,0	16,5	2,8	5,5	30,3
Ciklus C		30,3	9,1	1,6	3,0	16,7
Ciklus D		16,7	5,0	0,8	1,7	9,2
Cikius E		9,2	2,7	0,5	0.9	5,0
Ciklus F		5,0	1,5	0,3	‘ 0,5	2,2
Ostali ciklusi		2,2	1,5	0,3	0.5	0,5
Proccs ukupno	100	218,3	66,3	11,1	22,0	118,8

U navedenom primeru pretpostavili smo da je stopa obaveznih rezervi 30%, rezervi likvidnosti banaka 5%, stopa odliva depozitnog u gotov novac 10% i da postoji automatsko plasiranje slobodnih sredstava u obliku kredita poslovnih banaka.

Monetarni multiplikator u navedenom slučaju iznosiće 2,18 (ΔDD : **me),** a **kreditni multiplikator** 1,18 (AK : **me).**

U objašnjenju ovog procesa polazili smo od priliva novca centralne banke na račun poslovnih banaka, što znači od procesa pozitivne **multiplikacije,** mada u stvarnosti može doći do odliva novca s računan poslovnih banaka na račun centralne banke i pojave procesa **negativne monetarno–kreditne multiplikacije.**

No, ovde smo razmatrali samo problem pojave **makrokreditne multiplikacije,** dakle multiplikacije u celokupnom bankarskom sistemu, ali ne i problem multiplikacije u okviru jedne poslovne banke **(mikromultiplikacije),** što prelazi okvir ovog predmeta.[58]

4. MONETARNI MULTIPLIKATOR

Monetarni multiplikator može se dobiti na način da se stavi u odnos porast novčane mase (ΔMi) i porast primamog novca centralne banke (ΔMC) u toku godine. To znači da monetarni multiplikator pokazuje sposobnost bankarskog sistema da na bazi određene dodatne mase primarnog novca formira veću ili manju masu depozitnog novca odnosno novčane mase. On istovremeno pokazuje veću ili manju zavisnost banaka u sprovođenju svoje politike od emisije centralne banke, kao i delovanje regulacionog mehanizma centralne banke u bankarskim sistemu. Monetarni multiplikator se u godišnjem intervalu vremena obično izražava na sledeći način:

Na osnovu porasta primarnog novca centralne banke (MC) u 1997. godini, u visini od 2.763 miliona u bankarskom sistemu je formirano 3.653 miliona novčane mase, to znači da su banke „stvorile" 890 miliona dodatnih depozita, uz pojavu monetarnog multiplikatora od 1,32. Ukoliko se stavi u odnos prosečno stanje novčane mase prema prosečnom stanju kredita centralne banke bankama u toku godine (što je metodološki ispravnije), dobija se znatno manji monetarni multiplikator. U poslednjih nekoliko godina on dostiže vrednost između 1,43 i 1,83. Treba, dakle, razlikovati prosečni multiplikator i granični monetarni multiplikator. Za vođenje monetarne politike od većeg značaja je granični monetarni multiplikatori. Granični (marginalni) monetarni multiplikator se dobija kada se stavi u odnod godišnji porast novčane mase i godišnji rast primamog novca datog bankama od strane centralne banke.

Iz pregleda je vidljivo da se u poslednjim godinama granični monetarni multiplikator kreće između 1,85 i 2,84, što je dosta značajno. Između monetarnog multiplikatora i kreditnog multiplikatora postoje značajne razlike, odnosno nepodudaranje.

Ovo je pre svega zbog toga jer porast bankarskih kredita nije identičan porastu depozita po viđenju (kao osnovnog oblika novca u strukturi novčane ~mase), zatim, što dolazi do prelivanja značajnih sredstava iz novačne mase u nelikvidna sredstva, koja mora „pokriti" bankarski kredit, konačno jer gotov novac ulazi u sastav novčane mase, a javlja se kao ograničavajući faktor multiplikacije. Zbog toga na formiranje monetarnog multiplikatora deluju sledeći faktori: monetarna baza (B), formiranje depozitnog novca (D), povećanje ili smanjenje gotovog novca (G), rezerve banka kod centralne banke (R), učešće gotovog novca u depozitnom novcu (c) i stopa i masa ograničenih depozita prema depozitima po viđenju (n, odnosno Nd). Sada imamo odnose:

$$M_1 = D + G$$

$$G = c \cdot D$$

$$B = G + R$$

$$N_d = n \cdot D$$

Monetarni mmltiplikator se može sada dobiti iz sledećih odnosa:

$$D = \frac{1}{r(1+n)+c} \cdot R$$

$$M_1 = \frac{1+c}{r(1+n)+c} \cdot B$$

$$M = \frac{1+c}{r(1+n)+c}$$

Multiplikator će biti veći ukoliko je vrednost koeficijenta c,r, n manja. Tada će uz datu masu porasta primarnog novca doći do većeg porasta novčane mase (depozita banaka). I suprotno, u slučaju kada je vrednost c,r,n, veća.

Proces makrokreditne multiplikacije nije samo teorijski fenomen, već stvamo prisutan s dubokim praktično–političkim konsideracijama u privredi, pre svega kao proces u kojem bankarski sistem stvara novac, a time i u vođenju operativne monetarno–kreditne politike.[173]

Međutim, zbog čisto statističkog oblika istraživanja i praćenja delovanja ovog procesa, on nema onakav značaj u regulisanju kakav bi trebao imati. Ako bi se dinamički pratilo delovanje ovog procesa, s ugrađenim praćenjem promena potencijala banaka i istovremeno praćenje delovanja ograničavajućih faktora, odnosno vremenske komponente i dr., bilo bi moguće pratiti i efekte pojedinih faktora i mere monetarne politike. Svi ti faktori deluju istovremeno: različitog su intenziteta u pojedinim sekvencama vremena, često se kompenzuju međusobno, što pred monetarno–kreditnu politiku stavlja niz složenih zadataka u projekciji novčanih kretanja i zacrtavanja monetarne politike (kroz predviđanje efekata multiplikatora).

Jedno od osnovnih pitanja u tome je stabilnost multiplikatora, kao i mogućnost njegovog predviđanja. Pošto se radi o kompleksnom parametru u sklopu celokupnog monetarnog sistema na koji centralna banka može samo delimično delovati u sklopu monetarnog regulisanja, jer centralna banka može da reguliše samo količinu primarnog novca datu poslovnim bankama i visinu obavezne rezerve i rezerve likvidnosti banaka (indirektno preko osnovne orijentacije monetarne politike), to je njegovo ponašanje pod snažnim delovanjem, ne samo monetarnog sektora, već svih drugih sektora u privrednom sistemu. On je time i pod delovanjem ponašanja svih makroekonomslđh agregata, kao što su: raspođela nacBomalnog dohotka, formkanje štednje tražraja gotovog novea, ponašanje inivestcija, potrošnje, (tezauracija, platno–bilansna sltuadja i dr. Multiplikator isto tako zavisi od kreditne politike banaka u celini (posebno politike priliva i plasmana sredstava formiranja veće ili manje stope rezerve likvidnosti banaka od optimalne i dr.)[174] Sve navedeno, a posebno vremenska komponenta u procesu multiplikacije, gotovo onemogućava centralnu banku i monetarno–kreditne vlasti da stvarno sagledaju koliki će uticaj imati promena količine novca centralne banke (primarni novac) na ukupan depozitni novac banaka, odnosno ponašanje novčane mase i likvidnost reprodukcije, a posebno likvidnost pojedinih sektora privrede. Sada se sve više postavlja pitanje: kako

[173] Dr S. Komazec, op. cit., 361. Videti i rad: dr S. Komazec: Multiplikacija novca i kređita jedne izolovane uzete poslovne banke, finansije, Beograd, br. 1–2, 1968.

[174] Dr.M. Ćirović: Monetarno–kreditnislstem..., 272.

strukttsra novčsrae mase po oblicima novca (D, G), ali i njen sektorskl ra, spored, deluje na pojavu i značaj monetarnog multiplikatora.[175]

5. MULTIPLIKACIJA NOVCA I MONETARNA POLITIKA

Monetarna politika obično nastoji da na zadovoljavajući način reguliše primarnu emisiju, lividnost i bankarskog sistema i ponašanja novca u privredi, ali teško može, zbog brojnih i vrlo promenljivih faktora, egzaktno odrediti delovanje procesa i same efekte multiplikacije. To znači da je novčana masa samo jedna izvedena endogena varijabla, a određena je ne samo monetarnim segmentom privrednog sistema, već i delovanjem bankarskog sistema kao celine, drugih sektora privrede, institucionalnih rešenja i drugih mera uopšte ekonomske politike i kreditne politike (potrošnja, investicije, ograničavanja trošenja sredstava, tezauracija novca, nestabilnost privrede, politika platnog bilansa i rezervi, zadržavanje većih rezervi banaka u restriktivnoj kreditnoj politici, nestabilnost uslova poslovanja i drugo). Proces multiplikacije je pod delovanjem svih navedenih podsistema, a ne samo pod delovanjem rezervi banaka i procesa konverzije depozitnog u gotov novac, odnosno napred izolovano posmatranih i drugih faktora. U savremenim monetarnim sistemima papirnim i depozitnim novcem, zbog svega navedenog, emisija ne može biti prepuštenja pojedinim bankama i drugim finansijskim institucijama, ali ni samo centralnoj banci, bez obzira na njen monopolski položaj u monetarnom sistemu.

Centralna banka uglavnom odgovorna za novac i rionetarnu politiku, jasno je, mora imati potpun uvid u uzajamnu povezanost i delovanje svih navedenih faktora i segmenata privrednog sistema, ukoliko želi da monetarna politika daje zadovoljavajuće rezultate.

Centralna banka je, videli smo, u stanju da reguliše jedan deo monetarae baze (rezerve) i kredit poslovnim bankainnia, ali nije u stanju da deluje na autonomne tokove novčane mase, kao i na faktore koji određuju ponašanje raznih oblika finansijske aktive, te ponašanje dmgih realnih faktora reprodukcije, što znači da nije u stanju da reguliše sve brojne autonomne faktore monetarnog multiplikatora.

Da li će centralna banka imati veću ili manju kontrolu nad ukupnom monetarno–kreditnom politikom bankarskog sistema, zavisi od toga, prvo, da li je u stanju da preko regulisanja monetarne baze neutrališe sve te autonomne tokove procesa monetarne multiplikacije, da neutrališe autonomne faktore u formiranju novčane mase, pa i sam primarni novac (budžetski deficit i platno–bilansnu neravnotežu) i, drugo, da li je u stanju da predvidi i neutrališe, preko veće ili manje mase primamog novca, ili promena stope obavezne rezerve, sve monetarne efekte ponašanja ostalih sektora privrede. U

[175] Ovaj problem se u novije vreme sve vise ističe perko specifičnog delovanja nekoliko novih faktora: a) Različite brzine opticaja novčane mase po sektorima (jer postoje, videli smo. značajne razlike), b) Dominantnog znacaja depozitnog novca u sektoru privrede, a gotovog novca u sektoni stanovništva. c) Različitog položaja sektoru privrede i sektora stanovniStva i drugih sektora u konščenju primarnog no'ca centralne banke (kanali priliva novca u privredu) i dr.

sprovođenju monetarne politike čest je slučaj da su monetarni efekti autonomnih tokova i ponašanje dmgih sektora dominantni, što otežava sprovođenje efikasne monetarne politike. To i predstavlja najteži problem u sprovođenju adekvatne politike primarnog novca i monetarne kontrole.

Međutim, kako primarni novac deli sudbinu dohotka ekonomskih subjekata i organski se „utapa" u njega, što bi se u prvoj liniji pre svega moglo reći za depozitni novac, to postoji, makar indirektna, veza između monetarnog multiplikatora *i* ostalih oblika multiplikatora, posebno multiplikatora investicija, poreskog multiplikatora i multiplikatora spoijne trgovine. S obzirom na svaki od odgovarajućih faktora aktivnosti finansijskih i nefinansijskih sektora (npr.promena gotovog novca vezana za funkciju štednje i potrošnje, tražnju pojedinih oblika bankarskog depozita, brzinu trošenja sredstava i plaćanja vezanih za potrošnju, investicije, dohodak i druge makroagregate u privredi), proces monetarne multiplikacije je u drugoj liniji vezan i izveden iz drugih procesa unutar privrede – iz odnosa između drugih sektora.[176]

6. NETO DOMAĆA AKTIVA CENTRALNE BANKE

Projekcija monetarne politike i analiza efekata kreiranja novca centralne banke sve više polazi od kategorije neto domaće aktive.

Neto domaća aktiva se može defmisati na dva načina: prvo, sa aktivne strane bilansa centralne banke ona obuhvata potraživanja centralne banke prema domaćim bankama i državi (Federaciji) i ostalu neto aktivu, dakle imamo:

$$N_{da} = K_k + N_o$$

Sa pasivne strane neto domaća pasiva predstavlja primami novac i devizne obaveze prema bankama (umanjene za neto potraživanje u devizama prema inostranim komitentima).

Neto domaća aktiva centralne banke služi kao instrument za ostvarivanje osnovnih zadataka monetarne politike, a to znači praćenje neto domaće aktive banaka i novčane mase u utvrđenim okvirima. Pošto obuhvata osnovne monetarne agregate i kredite koje centralna banka drži pod kontrolom, kao i ostale novčane tokove to se neto domaća aktiva centralne banke najčešće koristi kao instrument kontrole osnovnih efekata monetarne politike centralne banke.

NETO DOMAĆA AKTIVA CENTRALNE BANKE

1. DINARSKl PLASMANI NB

Bankama

[176] Multiplikator inveslicija, multiplikator poreza i javnih rashoda. odnosno budžeta, kao i multiplikator zaposlenosti i spoljno–trgovinski multiplikator šire su obrađeni u knjizi dr Siobodan Komazec: Strategija stabliizacije ekonomskog sistema..., str. 145–180, odnosno Makroekonomija, izd. Institulzamenadžment, Beograd, 1992, str. 451–489.

Državi
Hartije.od vrednosti
2. DEVIZNA POTRAŽNJA U ZEMLJI
3. NETO OSTAVA AKTIVA
4. NETO DOMAĆA AKTIVA (1+2+3)
5. NETO DEVIZNA PASIVA
Potraživanja od inostranstva
Obaveze prema inostranstvu
6. PRIMARNI NOVAC
Gotov novac u opticaju
Depozitni novac
Depoziti banaka
- Žiro računi banaka
- Obavezna rezerva
- Hartije NBJ
- Ostale reverve banaka
7. DEVIZNA ŠTEDNJA DEPONOVANA KOD NBJ

Porast neto domaće aktive godini rezultat je povećanja kredita centralne banke poslovnini bankama, oštale neto aktive i deviznito kredita. Istovremeno je došlo i do smanjenja javmog duga države 5 kredita državi.

Preko pasive bilansa Centralne banke vidi se kreiranje (odnosno povlačenje) novca, te osnovni oblici novčanih obaveza.

Centralna banka tačno zna za kojim se tokovirr.a stvara novac, kao i osnovni nosioci novca u monetarnom sistemu. Iz našeg primera se vidi da je emisija primamog novca, posebno gotov novac i depoziti banaka g'avni izvor novčane emisije, a da su kontraefekte stvarali neto devizna pasiva i devizne obaveze prema bankama.

P E T I D E O

BANKARSKI KREDITI

5

GLAVA PRVA

KREDIT U SAVREMENOJ PRIVREDI

1. BANKARSKI KREDIT: POJAM I RAZVOJ

Postanak i razvoj kredita organski je vezan za razvoj i nastanak novca i novčanih funkcija.

Funkcija novca kao sredstva plaćanja je osnova na kojoj izrasta kreditni novac, dakle novac savremene razvijene robne privrede.

„Kreditni novac proističe neposredno iz funkcije koju novac ima kao platežno sredstvo na taj način što obveznice za prodatu robu opet protiču radi prenošenja potraživanja na druge".[181]

Kredit predstavlja realnu ekonomsko–pravnu kategoriju pod kojom se podrazumeva određeni dužničko–poverilački odnos u kojem poverilac ustupa dužniku pravo raspolaganja određenom količinom novca, ili nekim drugim pravom, na izvesno vreme i pod izvesnim uslovima (rok, kamata, pokriće, način vraćanja).„Kredit je privremena usluga koju poverilac čini dužniku time što mu ustupa na raspolaganje izvesnu kupovnu snagu (novac) ili neki predmet".[182] Kreditom se privremeno razdvaja pravo vlasništva od prava raspolaganja. Pored toga, kredit karakteriše i načelo povratnosti, to znači obavezu dužnika da u određenom ugovoraom roku novac vrati poveriocu. Time se kredit i razlikuje od svih oblika poklona, dotacija, subvencija i dr. Element poverenja u kreditnim odnosima ostaje i danas bitan elemenat u zasnivanju kreditnih odnosa uopšte. Poverenje se odnosi na pravu sigumost vraćanja pozajmljenog novca i dr. Istorija se odnosi na pravnu sigumost vraćanja pozajmljenog novca i dr. Istorija pokazuje da se kredit izuzetno razvijao u stabilnim uslovima, a gotovo u potpunosti iščezavao u nestabilnim. Kredit nije proizvod kapitalističkog sistema, on je postojao i u pretkapitalističkim formacijama. Marks je, na primer, naglašavao da se u ar.tičko vreme klasna borba odigrala pre svega kao borba između dužnika i poverilaca.

Međutim, tek razvojem kapitalizma kredit se izvanredno razvio i u mnogome

---

[181] K.MarksiKapital. I.stt.*99*.

[182] Dr M. Vučtaviž: BBnlKirsJvc, Naugna fcnjiga, Beograd, 1967. str. 38. Od kredita treba danss razlikovati .Jizing posiove", kod kojih se rtuli o davanjn u zakup predroeta, bez određenog roka.

omogućio nagli uspon kapitalizma. Prema mnogim savremenim autorima današnja privreda u svetu bi se mogla nazvati „kreditna privreda". Jer, kredit danas dobija svoj veliki društveni značaj. „On se u samom početku uvlači krišom kao skroman pomagač akumulacije, ali pomoću nevidljivih konaca privlači u ruke individualnih ili udmženih kapitalista novčana sredstva, razasuta po površini društva, u većim ili manjim masama, i tako nbrzo postaje novim i strahovitim oražjem u konkretnoj borbi, te se, na kraju, pretvara u ogroman društveni mehanizam za centralizaciju kapitala.[183] Kredit se posebno razvio i dobio ogroman značaj upravo u kapitalizmu.

Dakle, on je ranije postojao, samo se znatno razlikovao od savremenog kredita. Kredit u pretkapitalističkim formacijama (antičko društvo) obično je bio robni, naturalni kredit. Davao se i vraćao u naturi. Time je imao svake karakteristike konzumnog kredita. Davao se i vraćao u naturi. Time je imao svake karakteristike konzumnog kredita. Razvojem robno–novčanih odnosa, kredit se počinje sve više odobravati u novcu. U feudalnom društvu se znatno razvio novčani kredit, ali je sada dobio sve karakteristike zelenaškog kredita. Zelenaški kapital je vodio daljoj koncentraciji novčanog kapitala, mada je i dalje ostao samostalni oblik kapitala. Kamata dostiže visinu 500% i više od iznosa kredita. Radi se, uglavnom, o konzumnom (potrošnom) kreditu individualnog karaktera, dok se u kapitalizmu radi, najvećim delom, o proizvodnom kreditu. To je navelo Schumpetera da konstatuje: „Kredit je stvarno stvorena kupovna snaga s ciljem da se proizvodno upotrebi (istakao S. K), dakle on nije prosto ustupanje postojeće kupovne snage preduzetnicima".[184] Kredit je prema tome, već ovde elemenat reprodukcije kapitala.

Zelenaški kapital doprinosi širenju novih kapitalističkih odnosa. U kapitalizmu zelenaše potiskuju bankari, te centralizovani bankarski kredit zamenjuje postepeno zelenaški, jer je ovaj visokom kamatom ograničavao razvoj industrije. Banakarski kredit u raznim društvenim uslovima služi, pre svega, razvoju industrije, proizvodnje, dok njegova potrošna uloga dobija sekundarni karakter. Bankarski kredit nema više individualni karakter kao nekada, jer banko koncentrišu ogromna finansijska sredstva iz svih društveno–ekonomskih slojeva, stvarajući koncentrisanu društvenu snagu – novačni kapital. Tek bankarski kredit, zasnovan na privatnoj kapitalističkoj svojini i profitu, indirektno poprima društveni karakter. Prema tome, posebna karakteristika savremenog kredita je njegov društveni karakter. On postaje u osnovi osamostaljeni deo industrijskog kapitala u njegovim neophodnim fazama u sferi reprodukcije i matamorfozama robnog u novčani kapital, i obrnuto. Kružno kretanje kapitala se, obično, prikazuje na ovaj način:

$$N - R \begin{matrix} R_s \\ S_p \end{matrix} K \quad PK \quad R_1 - N_1$$

Iz kmžnog kretanja kapitala se oslobađa deo novačne mase (dohotka), a ova, posredstvom banaka, pretvara u zajmovni kapital (posredstvom bankarskog sistema).

U bankama se najpre koncentriše sav neutrošeni drustveni kapital, novac, dakle, mobilišu se sva raspoloživa slobodna novčana sredstva celog društva, a zatim, preko mehanizma bankarskog kredita, ponovo „ubrizgavaju" u privredne (razvojne) kanale. Upravo u tome leži ogromna snaga i društvena moć savremenog bankarskog kredita. Banke nisu samo obični „preradivači" neutfošenog novca, dohotka – već institucije koje

183 K. Mariu.itom, str. 556.

184 J. Schumpeten TheTheory of Ecorftmh^DeveIopmerit?Ca"mbVidgeT,t9S?i

su sposobne da samostalno stvaraju kreditni novac, daleko iznad stvamih ušteda dmštva, pdnosno kopce.ntrisanih novčanih ‘sredstkva neutrošenog dohotka. Banka kreditom, odnosno kreditrlim mehani.zm.6m, stvafa i poništava novac, depozite.

„Kreditni sistem ne zadovoljava kapitalističku privredu, kad je njom ovladao, drži u normalnim granie,ama,raz.vpja, negouvefc.tezi.dajeisi.e’ra iz hjerlihnormalnih granica, pri čemu dolazi do ekspanzije kredita, stvaranjem veštaeke kupovne snage. U ovom slučaju osnovica bankarskog kredita nije samo postojeći nego i potencijalni kapital.[185]

To znači da kredit dobija novu snagu proisteklu od depozita izvan stvarnih depozita u bankarskom sistemu, koji potiču iz raspodele i preraspodele nacionalnog dohotka. Većina ovih stvorenih depozita (čija je osnova kredit) potiče iz procesa multiplikacije kredita i depozita u okvim bankarskog sistema.

Zahvaljujući kreativnoj ulozi bankarskog sistema, kapitalistički kredit raste brže od stvarne akumulacije i stoga može biti uzrok, s jedne strane, naglog bujanja, a, s druge strane, opadanja razvoja privrede, zastoja i kriza.

2. EKONOMSKE FUNKCIJE BANKARSKOG KREDITA

Kredit dobija brojne funkcije, pre svega zbog činjenice da je postao bankarski. Banke vrše funkciju mobilizacije i koncentracije svih novčanih sredstava u privredi i njihovo „pretvaranje” u pozajmljivi novčani kapital, u kredit. Pozajmljeni kapital, kojim banke raspoložu, priteče im na više načina. Prvo, jer su one „blagajnice industrijskih kapitla”, kod kojih se drže sva neutrošena sredstva raznih fondova, amortizacije, depoziti svih društvenih slojeva, trenutno neuposlena sredstva proizvodnih organizacija, kao i dohoci stanovništva koji se postepeno kumuliraju i troše. Zbog svega ovoga dolazi do privremeno slobodnih kapitala u reprodukciji. Ovako „rasute” novčane sume, svaka za sebe „neposredne da deluju kao novčani kapital, sjedinjuju se tako u velike mase i tako stvaraju novčanu silu”. Ta koncentracija i centralizacija novčanih sredstava vrši se kroz bankarski sistem i samo preko i kroz njega on postaje „posebna društvena sila”. S druge strane, ovom kapitalu se obično dodaju i sredstva zajmovnog kapitala onih nosilaca koji žive od kamata. Ovaj kapital se kreće po logici n – n’. Vlasnik novca ga pozajmljuje, da bi dobio izvestan „višak” novca iznad pozajmljene sume. Korisnik kredita će ga uzeti samo ako ga proizvodno može koristiti, ako mu on može poslužiti kao kapital (u kapitalizmu) da ostvari odgovarajući profit – iz kojeg **će** dalje pokriti troškove kamata i ostvariti izvesnu preduzetničku dobit. Dakle, upotrebna vrednost kredita **ležu** u njegovoj sposobnosti da novom korisniku osigura **prosečan profit.**

Kredit ima veliki značaj u ekonomskom razvoju, jer:

1. Preko **mobilizacije i koncentracije sredstava,** putem bankovnih kredita, ova se sredstva dovode na ona mesta gde se najkorisnije mogu upotrebiti, budući da kredit ubrzava proces reprodukcije, dovodeći do razvoja proizvodnih snaga

[185] K. Marks: Kapitid, LiI. str. 359.

dmštva. Koncentracija i centralizacija finansijskih sredstava danas postaje sve važnija funkcija kredita. Koncentracija se, uglavnom, vrši preko banaka, mada ne samo preko njih, tako da se stvara dodatna društvena snaga kroz bankarski sistem i koncentrisana ogromna sredstva „rasuta po površini društva", **kao** bezbroj manjih parcelisanih novčanih iznosa svaki za sebe ne predstavlja gotovo nikakav faktor u finansiranju reprodukcije. Kredit postaje u savremenoj privredi osnovni finansijski instrument, kojim se ovako koncentrisano društvena sredstva usmeravaju. Time kredit dovodi do nove alokacije sredstava te ona sve više dobijaju draštveni karakter, za razliku od individualnog, kada bi ga samo usmeravali pojedinačni i izolovani nosioci.

Cena kredita je, dakle, kamata, a to je cena upotrebne vrednosti koju pozajmljena novčana suma nosi sobom. To je stvarno iracionalni oblik cene, **a** ona je redovrfo manja od vrednosti. To je samo deo viška vrednosti, koji ostvaruju korisnik kredita – kroz njegovu p'roizvodnu upotrebu u procesu reprodukcije. Dakle, kamata nije u neposrednom odnosu prema vrednosti pozajmljenog novčanog kapitala, već prema profitu, odnosno dohotku, koji se i ostvaruje pomoću pozajmljenog novčanog kapitala.[186]

Cena kredita kao osamostaljenog novčanog oblika u procesu reprodukcije, deo je prosečnog profita, pa nužno i manje od njega, osim izuzetno u periodu kriza – kada je često iznad stope profita. Upravo tada dolazi do asmimetrije u njihovom kretanju, naime niska profitna stopa praćena je najvišom kamatom u cikličnom kretanju privrede.

2. Kredit vrši ulogu racionalizacije i smanjenja troškova prometa.
3. Kredit ima snažnu ulogu u usmeravanju privrednog razvoja, kroz dopunjavanje domaće akumulacije i razvoj nerazvijenih područja,
4. Kredit dovodi do ubrzavanja obrta celokupnog društvenog kapitala, odnosno do veće mobilnosti društvenog kapitala,
5. Kredit dovodi do izjednačavanja profitnih stopa, kroz odliv i brzo prenošenje kapitala iz grane u granu u procesu reprodukcije,
6. Kredit osigurava održavanje likvidnosti, stalnosti i konitinuiteta reprodukcije, reprodukcije svih subjekata i privrede kao celine, pa time i celi proces reprodukcije čini fluidnim. Ovo je jedna od osnovnih funkcija savremenog kredita. On omogućava da se proizvodnja, raspodela i potrošnja odvijaju kontinuirano, tj. da se na povećanim osnovama odvija kontinuirana društvena reprodukcija,
7. Upravo kredit omogućava pojavu **multiplikacije depozitnog novca** i stvaranje dodatnog kapitala u okviru bankarskog sistema.
8. Kredit deluje na sve **robne i finansijske odnose,**
9. Kredit ima vrlo razvijenu **kontrota funkcjju** u privredi, posebno preko emisione politike, selektivne kreditne politike, podržavanja stabilizacionih procesa, raspodele, utroška sredstava uz kontrolu rada korisnika kredita i dr.
10. Bankarski kredit **omogućava rast potrošnje,** bez obzira'na formiranje štednje i akumulacije subjekata u privredi. Radi se o anticipiranoj potrošnji (po trošački,, investicioni i drugi krediti).

U savremenom društvu kredit igra sve veću ulogu. Kredit se javlja kao nužnost

[186] Šire o navedenim problemima u knjizi: dr S. Komazec: Novac, kredit i kamata u samoupravnom socijalizmu, NIP „Štampa". Šibenik, 1975.

u uslovima postojanja robne proizvodnje i novčane privrede, kao i razvojem funkcija novca kao sredstva prometa i sredstva plaćanja. S druge strane postojanje poslovne samostalnosti privrednih subjekata na tržištu i u raspodeli, stvara osnove za vremensko i prostorno, odnosno funkcionalno odvajanje novca i akumulacije do mesta gde su stvoreni i mesta gde su nephodni u procesu reprodukcije.

Moderno društvo kredit pretvara u instrument kojim se svesno deluje na proces reprodukcije u celini. Kredit postaje svesna poluga u razvoju društva, njime se postiže racionalizacija i efikasnije korišćenje slobodnih sredstava reprodukcije, te njihova alokaćija, a, s druge strane, usmerava se i vrši kontrola gotovo svih tokova društvene reprodukcije. Ovim kredit ne gubi moć pretvaranja u zajmovni kapital, koji se ponaša vlastitom logikom i ciljevima samooplođivanja. Time se mogu razvijati i razvijaju čisti kapital – odnosno u svim modernim privredama, bez kojih se one ne mogu uspešno razvijati.

Funkcija i uloga kredita u centralno–planskim privredama svode se, najčešće na obavljanje tri osnovne funkcije:

1. Funkcija preraspodle,
2. Funkcija ekonomske kontrole i stimulisanja,
3. Funkcija **zamene gotovog novca** u privrednom prometu.

Osnovna je, svakako, funkcija preraspodele, jer se kredit javlja kroz princip vraćanja – kao faktor preraspodele sredstava. Na bazi namenskog i direktnog kreditiranja, planskog usmeravanja sredstava, diferenciranog kreditiranja, kredit se koristi kao ekonomski instrument za izvršenje zadataka i praćenje efikasnosti proizvodnje. Kredit služi kao sredstvo preraspodele svih slobodnih novčanih sredstava.

Druga funkcija – kontrole i stimulisanja sastoji se u tome što se preko kredita, kao sredstva ekonomske kotrole društva, vrši kotrola poslovanja preduzeća.

Treća funkcija se svodi na zamenu gotovog novca kreditnim operacijama, jer se time postiže značajna ušteda u gotovom novcu. Istovremeno, se ovde kredit javlja kao faktor koji dovodi do ubrzanja opticaja, bolje kontrole novčanog opticaja i smanjenja troškova opticaja.

Pored navedenog, sve češće se ističe da kredit u socijalističkoj društvenoj reprodukciji doprinosi kontinuitetu reprodukcije, a i sam služi kao jedan od osnovnih novčanih izvora za povrat osnovnih i obrtnih fondova preduzeća (bankarski kredit u tim privredama formira gotovo polovinu ukupnih sredstava preduzeća).

Teorija sve više naglašava plansko upravljanje sistemom kreditiranja, veću mogućnost vođenja pravilne kreditne politike i stalno usavršavanje i razvoj funkcija kredita i kreditnog sistema.

Kamata se tretira kao **cena** korišćenja **zajmovnih sredstava.** Visina se utvrđuje planski, a izvor kamata je čist prihod. Kao ekonomska kategorija, kamata u socijalizmu ima dve funkcije: **1)** funkciju preraspodele sredstava i 2) funkciju ekonomske kontrole i stimulisanja.[187]

Savremena teorija u ovim zemljama ističe sve više potrebu daljeg razvoja funkcije i uloge kredita i kamata, uz njihovu šim diferencijaciju i povećanje delovanja u reprodukciji, što bi trebalo da ide paralelno s jačanjem formiranja fondova za ekonomsko stimulisanje.

---

[187] A. M. Atlas: Kredit u sistemu ekonomskih odnosa razvijenog socijalizma, prevodi, NBJ, br. 5/1975, str. H5. i S. F. Andres: Osnovni teorli deneg socialističeskogo občestva, MiSLJ, Moskva, 1975.

Uz navedene pozitivne, kredit ima i **negativnih osobina. Na** prvo **mesto** istaknuli bismo činjenicu da preterana emisija kredita potencira hiperprodukciju, produbljuje cikluse kroz koje zakonito prolazi kapitalistička i socijalistička privreda. Određivanje optimalne mase kredita u privredi predstavlja danas jedno od centralnih problema monetarne i privredne stabilnosti. Ukoliko kredit raste nezavisno od potreba i zahteva reprodukcije, može, što se obično i događa, da dovede do disproporcija u privredi, do neravnoteže robnih i kupovnih fondova – a to se, obično, završava jače izraženom inflacijom. Time preterana emisija bankarskih kredita potaje inicijalni faktor nestabilnosti, a posebno **strukturne neravnoteže** do koje dolazi prenošenjem novčane kupovne snage s jednog sektora na drugi. Upotreba kratkoročnih sredstava u investiciji može dovesti do nelikvidnosti privrede i banaka, dok visoka ekspanzija bankarskih kredita može dovesti do produbljivanja platno–bilansne neravnoteže, visokog pritiska domaće potrošnje i visoke tražnje i dr. Bankarski kredit dovodi do odvajanja vlasništva novca **i** dohotka od njihovog raspolaganja, što ima brojne negativne posledice – posebno u našem finansijskom **i** ekonomskom sistemu. Koliki se značaj pridaje kreditu u ekonomskom razvoju, vidi se iz činjenice da mnogi buržoaski teoretičari pojavu **kriza i recesije** obično objašnjavaju delovanjem monetarnih faktora (J. Kevnes, A. Kahn, R. Robertson, K. Wicksell, A. Hansen, R. G. Hawtrey i dr.). Konačno **i,** celokupno ciklično kreta**.nje** savremene privrede nastoji se objasniti monetarnim restrikcijama i **ek**spanzijom novca i kredita. To je povnata monetarna teorija ciklusa, pored koje postoji i monetarna teorija ekonomskog rasta.

3. ROBNO–NOVČANI ILI KOMERCIJALNI KREDIT

Svaka robna proizvodnja pretpostavlja postojanje i normalno odvijanje određenih faza reprodukcionog procesa. Naime, povezani tok N – R... P... R, –Ni poJazi od faze N–R, što znači da se sredstva reprodukcije naiaze najpre u novčanom obliku. Ova sredstva uobičajeno mogu poticati iz tri izvora: (a) iz završenih ranijih faza reprodukcije, (b) akumulacionih fondova robnog proizvođača; (c) kredita dmgih robnih proizvođača.

Savremenoj privredi najvećim delom odgovara kredit, bilo drugih robnih proizvodača, bilo banaka.

S druge strane, pretvaranje proizvedene robe u novac Ri – Ni predstavlja kritičnu tačku reprođukcije, „smrtni skok robe", pri čemu je nužno započinjanje novog ciklusa proizvodnje i nabavki, bez obzira da li je ova faza premoštena, da li se iz prethodnih faza reprodukcije osigurao novčani ekvivalent (Ni). Međutim, ukoliko robni proizvođač raspolaže dovoljnim novčanim sredstvima iz ranijih f?za, on može svoju robu Ri dati uz naknadno plaćanje, uz obećanje plaćanja u novcu u određenom roku. Roba se prodaje kupcu na kredit (Ri – K). Stvara se komercijalni ili robni kredit.

Komercijalni kredit predstavlja takav oblik kredita gde jedan privredni transaktor daje kredit drugom. Specifičnost mu je da se daje u robi, a vraća u novcu. Time se u

osnovi razlikuje od kredita u naturi, koji se daju i vraćaju u naturi (R–R). Ovakav kredit je karakterističan za prvobitnu zajednicu i robovlasničko društveno uređenje, kada se nije znalo za novac, odnosno kad on nije igrao takvu ulogu u privredi kao u kasnijim društveno–ekonomskim formacijama.

Komercijalni kredit se, prema nekim autorima sasvim ispravno naziva i robni, jer se istovremeno s davanjem robe odobrava kredit u iznosu vrednosti prodate robe (na kredit). To znači da imamo istomeran odnos kredita i robe od prodavca •prema kupcu, ali i suprotno kretanje menice kupca prodavcu u istom iznosu.

Ukoliko se prodavac obrati menicom na banku dolazi do bankarskog kredita (eskonta robnih dokumenata, menice), dolazi do „definitivnog" oblika novca za dalja plaćanja, ali sada kao potraživanja prema banci.

Ovo je pojava transfonrfkije robnog ili kornercijalnog kredita u bankarski kredit. Robni (kornercijalni) kredit je, dakle, osnova na kojoj izrastaju drugi, razvijeniji oblici kredita.

S ekonomskog aspekta, komercijalni kredit ima dve značajne funkcije: (a) Omogućava lakšu realizaciju robe, i (b) Omogućava veći porast zapbslenosti rada i kapaciteta. Svakako da je prva funkcija primarna, druga sekundarna.

Razlika između komercijalnog i bankarskog kredita ima veliki teorijski značaj, zbog njihovog različitog delovanja na robno–novčane odnose u privredi. Komercijalni .kredit, vidljivo je iz prednjeg, „ograničen je količinom robe koja se nalazi u prometu između privrednih subjekata ili između privrede i krajnjih potrošača". Nasuprot tome, novčani ili bankarski kredit zavisi od kreditne poliuke banaka. Zbog toga Marks posebno ističe da bankarski kredit, za razliku od komercijalnog, „sačinjava sasvim dragačiji, bitno različit momenat";[188]

„Analizirajmo – kaže nešto dalje Marks prvo komercijalni kredit, tj. kredit koji jedan drugom daju kapitalisti zapolieni u reprodukciji. On je oseova kreditnog sistema. Njegov je predstavnik menica, sa određenim rokom plaćanja... Svaki daje kredit jednom rukom, a prima drugom" [189]

Osnovni instrument komercijalnog kredita je menica, mada se mogu upotrebljavati i drugi vrednosni papiri, kao: ček, obveznica, polog robnih dokumenata itd. Menični promet ubrzava cirkulaciju robe, a ukoliko se preko poslovnih banaka izvrši reeskont, onda je to podloga za novu emisiju novca.

Savremeni novac, za razliku od robnog, stvarnog novca, uglavnom je kreditni novac, strastao sada s osnovnom funkcijom sredstava plaćanja. Kako se obično plaćanja ne vrše u novcu, dakle roba se ne prodaje neposredno za novac, već za obećanja plaćanja u određenom roku, nastaje osnova za razvoj menice i trgovačkog novca (kredita). To su vrednosni znaci robe koju prate i iza kojih se i same kreću u privredi. Oni su samo novčani znaci robe koju prate i iza kojih se i same kreću u privredi. Oni su samo novčani znaci vrednosti robe koja se promeće. Ukoliko se menice, kao izraz dužničko–poverilačkih odnosa i kao samonikla osnova bankarskog kredita, kroz izravnavanje dugovanja i potraživanja potira međusobno, one funkcionišu kao definitivan novac, jer nema konačnog pretvaranja u stvarni novac (bankarski novac).

Dok se proizvodnja i promet normalno odvijaju, menica, odnosno komercijalni kredit, u potpunosti mogu zameniti gotov novac i bankarski kredit. Ali, već u prvim znacima krize i nestabilnosti oseća se zastoj u realizaciji i pritisak traženja gotovog

[188] K.Marks: Kapltml, LiI, str. 417.
[189] !sto, str. 44.

novca, odnosa „beg" iz menice u novac kod banaka – javlja se „kriza likvidnosti".

Normalno je da komerćijalni kredit pokazuje stalni rast, paralelno s porastom robne proizvodnje i prometa, samo se postavlja pitanje koje su granice komercijalnog kredita do kojih on neće negativno delovati u privredi.

Uvođenje komercijalnog kredita ima, dakle, određene objektivne granice, koje Marks, posmatrane za sebe, određuje sa dva faktora: a) bogatstvo industrijalaca i trgovaca i visina njihovih rezervnih kapitala za slučaj odugovlačenja povraćaja sredstava (to je, dakle, rezervni dopunski kapital u fondovima robnog proizvođača iz prethodnih procesa reprodukcije), i b) visina i dinamika ovog povraćaja.[190]

Istina, u našem privrednom sistemu širenje ovog oblika komercijalnog kredita, u novijem razvoju, dobija izuzetno široke razmere. Ovaj „problem međusobnih dugovanja i potraživanja" poprimio je takve razmere da je poslednjih godina prevazišao iznos bankarskih kreidta. U našoj teoriji često se čuju primedbe, odnosno dileme: da li se vraćamo na svojevrstan oblik „naturalne privrede", dakle cirkulaciji robe bez odgovarajuće cirkuklacije novca. Mnogi autori u ovom problemu vide potkopavanje zakona robne proizvodnje, devijacije tržišta i sistema raspodele, neracionalnog poslovanja i dr.

Prema tome, značaj komercijalnog kredita i danas, u savremenoj „kreditnoj privredi", je veoma velik. Postavlja se i ovde problem određivanja optimalne granice komercijalnog kredita, odnosno granice iznad koje daSji rast postaje ekscesivan, s nizom negativnih posledica (u koje ovde ne možemo ulaziti). Komercijalni, robni ili trgovački kredit predstavlja, dakle, osnovni oblik kredita robne privrede i osnovu na *kojoj* izrasta celokupni kreditni sistem, odnosno razvijeni oblici bankarskog kredita.

Komercijalni kredit, mada osnova i oblik kredita razvijene privrede, predstavlja samo jednu stranu kreditnog sistema, jer tek razvojem bankarskog kredita, kao njegove druge strane, dobija se potpun kreditni sistem koji omogućava funkcionisanje privrede kao zaokruženog i celovitog sistema robno–novčanih odnosa.

4. BANKARSKI ILI NOVČANI KREDIT

Kreditni novac, za razliku od robnog kredita kao sredstva prostog robnog prometa, predstavlja osnovu vrstu razvijenog robnog prometa i razvijene robne proizvodnje. Kreditni novac vuče svoje poreklo iz robnog, stvamog novca i to njegove funkcije platežnog sredstva. Robne menice koje cirkulišu u prometu, paralelno s robnim prometom, predstavljaju trgovački novac. Do svoga roka dospeća, menice cirkulišu kao platežno sredstvo jer još nema pretvaranja u stvami novac bankarskog sistema.

Kreditni novac je obećanje plaćanje od strane banaka svojim komitentima, to je, dakle, potraživanje banaka prema sebi samima. Taj novac se javlja u dva oblika, kao novčanica i depozitni novac.

Kreditni novac'je stvamo samo potraživanje na pravi novac. to je potraživanje koje proizlazi iz razvoja robne proizvodnje; on je produkt robne proizvodnje, a ne samostalne i autonomne aktivnosti banaka.

[190] *K.* Marks: *Kapital* LiI. str. 443.

Bankarski ili dopunski kredit predstavlja danas osnovni oblik kredita u visoko monetizovanoj privredi.[191] Razvoj kapitalizma usko je vezan za razvoj bankarskog kredita, koji se bazira na mobilizaciji i koncentraciji novčanih sredstava u bankama. Pod bankarskim kreditima podrazumevamo novčani kredit koji banke daju iz bankarskih sredstava. Dakle, kredit se daje u pravcu i obavezno uz određenu kamatu vraća u novcu (N–Ni). Značajna karakteristika mu je povratnost u određenom roku.

Kako se radi o bankarskim sredstvima iz kojih se daje, interesantno je pogledati koja su to sredstva i na koji način se formiraju. Formiranje bankovnih sredstava najjednostavnije možemo objasniti na osnovi kružnog kretanja kapitala u reprodukciji.

$$BK\ N - R\frac{R_s}{S_p}K\ P - R_1 - N_1 K\ B$$

Banka predstavlja onu tačku gde počinje i gde se završava kružno kretanje novca, odnosno novčanog kapitala, čiji oblik povremeno poprimaju svi realni faktori reprodukcije. U stalnim tokovima kružnog kretanja kapitala dolazi do privremenog oslobađanja novčanih sredstava, dohotka, koji se sliva u banke i na određenim računima banaka – formira „novčanu silu", kamatonosni kapital, spreman da se ponovo, svakog momenta, preko mehanizma banke, ubaci u proizvodne j prometne procese. Kredit omogućuje reprodukciono kretanje kapitala, a ovaj u procesu transformacije stalno prelazi iz jednog u dmgi oblik, da bi se, na.kraju proizvodnog ciklusa, pretvorio u novčani oblik, uvećan za višak vrednosti. To je slučaj s novčanim sredstvima amortizacije koja se izdvajaju iz svakog kružnog toka kapitala, ali se ne troše odmah, već se kumuliraju da bi dostigla određenu potrebnu visinu, sposobnu za upotrebu u procesu zamene osnovnih sredstava. Sličan je slučaj i s novčanim sredstvima koja se upotrebljavaju za naknadu utrošenih sirovina i drugog materijala. I ovde se sredstva postepeno oslobađaju, kumuliraju, a zatim se troše. Stvaranje i izdvajanje viška vrednosti u procesu reprodukcije obično zahteva postepeno kumuliranje ovih sredstava (namenjenih proširenju proizvodnje), a zatim njihovo trošenje. Plate radnika, zbog stalnog naknadnog plaćanja i izvesnog vremenskog zakašnjavanja u plaćanju, predstavljaju sistem kreditiranja kapitalista, te se i one kumuliraju u određeno vreme u bankama – da bi se odjednom mogle isplatiti. Svi navedeni oblici stvaranja novca u reprodukciji i privremenog „ispadanja" iz procesa reprodukcije stvaraju osnove da se na računima banaka ova sredstva pretvore u „bankarska sredstva", kreditni potencijal banaka, sposoban da se u ogroBnnini masama ponovo ubaeuje *u* privredm.

Osim navedenih sredstava, koja se neprekidno oslobađaju iz kružnog kretanja kapitala, treba dodati sredstva i onih kapitalista (rentijera), koji ulažu svoja novčana sredstva u banke – da bi dobili određenu kamatu. (Žive od naplaćenih kamata). Banke osim navedenih depozita imaju na raspologanju i kapltal same bamke (rezervni fondovi, kreditni fond, akcionarski kapital i dr.), a zatim i novčana sredsitva emisione banke s kojom su funkcionalno povezane, štednje stanovnfšttva, devngraa sredstva i dr.

Svi navedeni izvori novčanih sredstava, nastali uglavnom kroz raspodelu i preraspodelu nacionalnog dohotka ili iz odnosa s inostranstvom (osim sredstava centraine banke i međubankarskog finansiranja), predstavijaju u bankama stvame depozite, tj. ukupni potencijal banke za kreditiranje privrede, stanovništva, države, međusobne kredite banaka i dr. To su, dakle. depoziti ekonomskih subjekata koji se drže kod banke,

[191] Vidi; A. Hahn: VoEtSav/irltess&nfilkSse Theorie đes BaiMređlts, Tti'bingen, 1930.

njihova potraživania prema banci, s jedne strane, ali i obaveza banke prema deponendma, s druge.[192] Pored stvarnih depozita, koji nastaju "iz društvenog proizvoda i naciohalnog dohotka (kroz proces kružnog kretanja), treba dodati i kreditne centralne banke, koje ona stavlja na raspolaganje osnovnim bankama u primamom novcu i deviznim sredstvima.

Zbog toga se i novac kod banaka deli na primami i sekundami novac (depozite), mada je, zapravo, izvor svih depozita (osim deviznih u nacionalnom novčanom sistemu) primami novac centralne banke.

Na osnovu navedenih depozita, banke u sistemu kreditiranja stvaraju i dodatne, sekundarne ili izvedene depozite, i to znatno iznad stvarnih depozita. Sve veća koncentracija novčanog kapitala u bankama, i razvijen sistem bezgotovinskog plaćanja, omogućava bankama da odobravaju kredite i iznad iznosa kodhjih koncentrisanih depozitnih sredstava, te tako dolazi do udvostručavanja ili utrostručavanja istih depozitnih sredstava. Zato se ukupni depoziti dele na stvame i izvedene ili fiktivne, mada svi oni čine ukupnu kreditnu snagu ili kreditni potencijal banke.

Osnovni izvor novca u opticaju i depozitnog novca su kratkorčni bankarski krediti, pa se emisija novca, najvećim delom svodi na emisiju depozitnog novca putem kreditne politike banaka.[193] Kada banka odobri kredit privrednom subjektu, on postaje poverenik banke, jer istovremeno stiče potražb anje na banku u visini odobrenog kredita. Tako privredni subjekt dolazi do „fiktivnog depozita", na osnovu odoborenog kredita, odnosno novčanih sredstava kojima sada može slobodno raspolagati u svojim normalnim plaćanjima. Fiktivni depoziti su time počeli cirkulisati kao strani novac. Procesom nastajanja fiktivnih ili izvedenih depozita, koje je inače teško razgraničiti od stvamih, nastaje i osnova za stvaranje bankarskih kredita, ali sada daleko iznad stvamog iznosa deponovanog novca u bankama. Banke time prestaju da budu „samo prerađivači novca", one se stvarno pretvaraju u „fabrike novca", u institucije koje su sposobne da samostalno stvaraju i poništavaju novac.[194] Stoga se regulisanje novčanog opticaja vrši, pre svega, kroz kreditnu politiku, a preko ove politike – kroz regulisanje mase kratkoročnih bankarskih kredita u privredi.

Efektivni novac, stvoren od strane centralne banke, ostaje i dalje baza depozitnog novca, gotov ili efektivni novac i depozitni novac, čine organsku celinu koja po strukturi može biti različito sastavljena. Učešće efektivnog gotovog novca u pojedinim zemljama je različito i kreće se od 10 do 15%. U našoj privredi učešće gotovog novca u novčanoj masi, videli smo, kreće se, u poslednjim godinama godinama iymeđu 44% i 56%, što je izuzetno visoko. Ono, se bez obzira na visinu, ne može izbeći iz ovog sektora cirkulacije – jer opslužuje sfem ličnih dohodaka i služi za sitnija plaćanja. To, istovremeno, dovodi do sve većeg učešća i značaja depozitnog novca u odnosu na gotov novac, te dominantne pozicije depozitnog novca u savremenim razvijenim novčanim privredama.

---

192 Izvor: Bilten NBJ, 3,1979. Interesantnoje, pored navedenog, videti i kratkoročna rdugoročna sredstva banaka po oblicima i sve te oblike po sektorima (nosiocima).

193 Povežite ovaj deo s procesom stvaranja depozitnog novca u celokupnom bankarskom sistemu i emisijom primarnog novca. Inače. struktura svih izvora sredstva banaka nalazi se u pasivi bilansa banke što predstavlja njen monetarni potencijal.

194 Mogucnost stvaranja kredita zavisi... orf stcpena razvitka bezgotovinskog platnog prometa, i, povezano s tim, od isplata u primamom novcu, pa prema tome, i od količine sredstava, kojom banka raspolaže u tom primaraorn novcu centralne banke. Efektivni novac, tj. novac ceniralne banke, prikazuje se kao osnova stvaranja kredita i služi kao rezerva bankarske^ikvidnosti.

GOTOV NOVAC I DEPOZITNI NOVAC					
Godine	Gotov novac (G)	Depozitni novac (D)	Novčana masa (M_1 + G + D)	Struktura M_1	
				Gotov novac	Depozitni novac

Savremena privreda se ne može zamisliti bez postojanja efektivnog novca, bez obzira na stepen razvoja bezgotovinskog plaćanja i razvoj depozitnog novca i ostalih surogata novca. Konačna isplata se kao proces obično završava u gotovom novcu centralne banke. Time je stvamo do krajnjih konsekvenci zamagljena veza između stvarnih depozita, fikttvnih depozita banaka i gotovog movea u koji se oni u krajnjoj fazi isplate konvertuju, slobođno i neogranično. Jer, ono što je u današnjim monetarnim sistemima ostalo od uzajamne konvertibilnosti – jeste međusobna zamenljivost kovanog novca i papirnih inovčainka *u* đepozlini no= vac, i obmuto. Učešće gotovog novca u novčanoj masi se u poslednje dve godine povećalo na gotovo 50%, a i 1996. na 55%.

Razvoj kreditnog novca znači dalje gubljenje prirodne veze između ovog novca i procesa njegovog stvaranja u tokovima reprodukcije i stvaraog novca. Mada i ovaj novac, kao i stvarni novac, ostaje i dalje rezultanta razvoja robne proizvodnje, proizvodnje vrednosti, raspodele i razmene u savremenoj privredi – ova veza postaje sve više imaginarna. Stoga pojavni oblici savremenog novca (sitni kovani novac, novčanice i depozitni novac) ne vuku neposredno svoje poreklo iz novca metalnog važenja ili državnog novca, već od vrednosnih papira, izraslih iz sve razvijenijeg robnog prometa. Time se i obim novca objektno reguliše kretanjem robno–novčanih transakcija u društvenoj reprodukciji.

Postavija se sada i pitanje: gde *su* granke kreiranja kreditaog novca, posebno zbog toga što se kreditnom ekspanzijom, i stvaranjem depozitnog novca na toj osnovi, ne stvara reaSnš kapital, stvarni depoziti, iako jedino ‘oni potiču iz proizvodnje i raspodele. Stvaranjem bankarskih depozita i kredita određeno je, stoga, objektivnim granicama materijalne proizvodnje i raspodele. Na toj osnovi se zasniva i svesno vođenje kreditno–monetarne politike, najčešće usmerene u svom osnovnom pravcu – na optimalno približavanje i prilagođavanje volumena kredita u privredi njenim stvamim potrebama. Emisija novca i kredita ograničena je, dakle, objektivnim potrebama proizvodnje i prometa, a te se granice ne smeju prekoračiti, ukoliko se ne želi izazvati nestabilnost u privredi. To znači da svaku emisiju novca, koja preiazi „objektivno datu masu novca u privredi”, koja nema realnog materijalnog pokrića – tržište „odbacuje”, odnosno poništava preko odgovarajućeg porasta cena. Kako savremeno tržištc apsorbuje takoreći svu ponuđenu količinu novca, najče.šće se javlja delovanje kroz porast cena.

U protivnom, neodmerena Hi preterana emisija, bankarskog kredita mora postati snažan i’aklor nestabilnosti privrede, odnosno ona postaje inicijalni faktor infiacsje. U tom smislu vodi se politika kontrakcije bankarskih kredita (kada privreda pokazuje znake visoke konjunkture i inflacije) ili, suprotno tome, ekspanzija bankarskih kredita (u slučaju kada privreda pokazuje znake pada konjunkture, zaposlenosti, recesije i dr.).[195]

[195] Postoje razrađeni odgovarajući instrumenti monetarno–kreditine politike. kojim se nastoji regulisati volumen bankarskih kredita u privredi i njihovo optimalno podešavanje privrednog razvoja.Ovde ćemo navcsli samo osnovne: pelitika eskontnestopc,sclektivna kreditna pblitika banaka, politika otvorcnogtržišta, kamatna stopa, međubankarski sporazumi i dogovor i sl. Ovlili instrumentima se, uglavnom nastoji ostvariti osnovno detovanje naširenje ili sužavanje volumcna bankarskih kredila i novčanog opticaja u privredi. što u razvijenom modcmom bankarskom sistcmu predstavlja jedno od najsloženijih probkma. (Videti deo u kojem razrađujeino Snstrtsinsnte monetarnog i kreditnog regulisanja).

Kao snažan faktor i instrument privrednog razvoja, posebno u konceptima „aktivnog novca", kredit se sve češće koristi radi podsticaja stope rasta i zaposlenosti, u razne svrhe van normalnih novčanih funkcija, a ovo je, opet, dovodilo do pojave kriza, „slabostj novca", inflacije, i u takvim uslovima, slabljenja kreditnog sistema u celini.

Ukoliko valorizacioni sistem, u uslovima savremenog novca, uspešnije deluje, kreditni novac se tim uspešnije javlja kao rsprezentant stvarnog novca u svim njegovim funkcijama, ali samo dotle dok reprezentuje stvarni, robni novac.

Kreditna politika dužna je da o navedenim momentima vodi računa, ukoliko želi izbeći, s jedne strane, struktumu nestabilnost, koja i uz postojanje globalne ravnoteže dovodi do **inflacionih poremećaja,** a, s druge, put u čisti oblik deficitnog bankarskog kreditiranja finalne potrošnje.

5. BANKARSKI KREDIT I TRŽIŠTE NOVCA I KAPITALA

Koncentracijom novca u bankama u kapitalizmu je stvorena osnova za fomiranje i izuzetno narastanje kamatnosnog kapitala, dok kredit predstavija osonvni oblik kamatonosnog kapitala i njegovu osnovu na kojoj se ovaj razvio.

Bankarski kredit i kredit uopšte znače stvaranje i prenošenje kupovne snage s jednog na drugog subjekta u privrednom sistemu, što predstavlja jednu od njegovih osnovnih funkcija. Za ustupanje kupovne novčane snage obično se plaća kamata. Kamata je, dakle, cena kredita, ali iracionalan oblik cene, u „potpunoj protivrečnosti s pojmom robne cene.[196] Jer, cena je novčani izraz vrednosti robe, koleba se oko vrednosti robe, ili se poklapa s njom, dok je kamata cena upotrebne vrednosti posuđenog novčanog iznosa. Kamata je deo viška vrednosti, deo prosečnog profita i redovno niža od njega.[197] Kamata je kao r.ena kapitala od samog „početka skroz iracionalan izraz".

Kupovina i prodaja novčanog kapitala vrši se na posebno formiranom finansijskom tržištu – tržištu kapitala. Ovaj opšti pojam tržišta kapitala zapravo se sastoji iz dva usko povezana tržišta:

- tržište novca i kratkoročnih sredstava uopšte,
- tržište kapitala ili dugoročnih sredstava.

„U savremenim uslovima velikih oscilacija u stepenu likvidnosti banaka u sve intenzivnijoj potrebi angažiranja raspoloživog nezaposlenog novca nametnula se potreba stvaranja tržišta novca na kome se kao nosioci kupovine i prodaje redovito javljaju banke."[198] Na tržištu novca, dakle, dolazi do usklađivanja ponuda i tražnje novca ili kratkoročnih finansijskih sredstava (kredita). Ove kratkoročne kredite gotovo isključivo

[196] K. Marks: Kapital. LiI. str. 396.

[197] Istina, *u* dubokim kriznim situacijama pnvrede, kamata može da pređe visinu profitne stope, ali to je trenutno, prolazno, mada ona i tada ne gubi svoj iracionalan karakter ccne. (Vidcti: dr S. Komazec: Novac, kredit i *kamata usamoupravnomsocijalizmu*, MiF „Štampa". Šibcnik. 1975.)

[198] Videti knjigu: dr *S.* Komazec. dr Ž. Ristić: Međunarodni finansi jski menadžmcnt. Čigoja žtampa. Beograd. 1996. i Finansijska tržišta i beize, Čigoja štampa. Beograd, 1996.

odobravaju banke, a javljaju se najčešće u obliku akceptnih, diskontnih, rambursnih i drugih kredita.

Bitne karakteristike operacija na tržištu novca (bilo kratkoročni vrednosni papiri ili kratkoročni bankarski krediti) su sledeće:

1. Kratki rokovi vraćanja,
2. Uzimanje kredita za proizvodne poslovne poteze,
3. Osiguranje kratkoročnih kredita određenim garancijama. (Sirina i jačina garancije zavisi od boniteta korisnika kredita i poverenja koje uživa u poslovnim kmgovima).
4. Kupovina i prodaja vrednosnih papira, izdatih od izdavaoca doborg boniteta ne zahteva prvorazrednu garanciju.[199]

Sredstva iz kojih se obično vrše operacije na novčanom tržištu su kratkoročni depoziti banaka, preko kojih se neposredno lii posredno obavljaju ovi poslovi.

Novčano tržište može biti nacionalno i međunarodno. Nacionalno tržište obuhvata kratkoročne kredite ili vrednosne papire, a daju se i primaju između banaka iste zemlje. Međunarodno tržište novca obuhvata davanje i uzimanje kratkoročnih kredita ili vrednosnih papira između banaka različitih zemalja. Sredstva iz kojih se daju krediti preko novčanog tržišla su razni kratkoročni depoziti (izvori) u bilansima banaka. Banke su, konačno, finansijske institucije i mesta preko kojih se obavljaju operacije na tržištu novca.

Tržište kapitala[200] je mesto na kojem se vrši kupovina i prodaja prvorazrednih vrednosnih papira kao: deonica akcionarskih društava, industrijske obveznice, državne obveznice i razni vrednosni papiri koji se brzo i lako mogu prodati na svim tržištima. Transakcije vrednosnim papirima vrše se na efektnim berzama preko široke mreže berzovnih posrednika – brokera. Zainteresovani kupci ili prodavci mogu za svega nekoliko minuta obaviti kupovinu ili prodaju preko telefona blio kog vrednosnog papira koji se kotira na efektnoj berzi. Danas se pod tržištem kapitala u širem smislu smatra i ponuda i tražnja investicionih kredita, što je prihvatljivije. „Burzama se smatraju specijalno organizirana mjesta na kojima se pod naročitim uslovima trguje raznim vrstama prave i neprave robe.”[201] Na berzama vrednosnih papira mogu se zaključivati promptni i terminski poslovi. Kod promptnih poslova kupovina i prodaja vrednosnih papira vrši se u roku od dva dana od dana zaključivanja posla.[202] Kod terminskih poslova, koji su osnovni posao efektnih berzi, radi se o normalnim finansijskim dugoročnim operacijama koje su predmet raznih berzovnih spekulacija vrednosnim papirima i finansijskim kapitalom.

Finansijske operacije, koje se obavljaju na efektnoj berzi, omogućavaju korporacijama ili pojedincima da brzo menjaju strukturu svoje imovine (iz nelikvidne u likvidnu), da menjaju „smer svojih investicionih portfelja”, da se finansijska dugoročna sredstva usmeravaju u najproduktivnije i najrentabilnije investicije.[203]

Tržište kapitala omogućava da svaka imovina na njemu dobije svoj najlikvidniji oblik (novčani oblik).

---

199 Radi se obično o vrednosnim papinin;. državnih institucija koje se mogu kupiti i prodati u svako vreme i u vrlo kratkom roku.

200 Prva efcktna bcrza za operaciju vrednosnim papirima psnovana je u Amsterdamu 1672. Nakon toga dolazi do osnivanja berzi u Londonu 1691. Parizu 1702, Berlinu 1739, Beču 1771 i Trstu 1794. godine.

201 M. Slefanović: op. cit., str. 61.

202 A. Katunarić, Banka..., str. 83.

203 Isto, str. 83.

Karakteristike operacija na tržištu kapitala su sledeće:

1. Dugoročnost plasmana, odnosno dugoročnost efekakta,
2. Dugoročnost investicionih sredstava iz kojih se vrše plasmani,
3. Uzimanje realnih garancija za vraćanje.

Tržište kapitala, zbog ogromnog priliva kratkoročnog i đugoročnog kapitala koji se iz godine u godinu povećavaju u međunarodnim relacijama, dobio je i međunarodni karakter. Sistemom kreditiranja i berzanskim transakcijama prelivaju se ogromne mase kapitala iz jedne u dmgu zemlju. Danas se ogromni iznosi kapitala izvoze upravo preko međunarodnog kapitala.[204]

Obično se, teorijski gledano, vrši podela celokupnog finansijskog tržišta na tržište novca i tržište kapitala. Podela se vrši, pre svega, radi lakšeg proučavanja, a ne zato što su to potpuno odvojena, zasebna tržišta. U praksi se, zapravo, radi o gotovo jedinstvenom tržištu u kojem se vrše stalni procesi prelivanja s jednog na drugo tržište, i obmuto.

U razvijenim zemljama, i finansijskim sistemima, kamatna stopa na tržištu kapitala je viša od kamate koja vlada na novčanom tržištu (zbog veće premije rizika), što dovodi do toga da se prelivanja, obično, vrše u pravcu tržišta kapitala. Prirodno je da svi dugoročni plasmani prolaze privremeno kroz tržište novca, mada, kako je naglašeno, tu postoje stalni tokovi međusobnog prelivanja novca i kapitala na gotovo organski vezanim tržištima.

6. STRATEŠKE RAZLIKE AKCIONARSKOG I KREDITNO – BANKARSKOG FINANSIRANJA

Razvoj finansijskog sistema i finansijskog tržišta (kapitala, berzi), dominantna je orijentacija savremenih privreda na tržišni mehanizam, a u sklopu njega i na finansijsko tržište. Očito je da ovaj sistem finansiranja pokazuje određene specifičnosti i prednosti u odnosu na kreditni oblik finansiranja. Među njima postoje bitne razlike.

Prvo, finansiranje razvoja i investicija preduzeća preko akcionarskog kapitala znači da se kapital osigurava na trajnoj osnovi. Naime, bilo da se radi o osnivačkom akcionarskom ili kapitalu koji se javlja kao dodatni (dokapitalizacija) novom emisijom akcija, redovno znači dugoročni i trajni kapital preduzeća. Vlasnici kapitala i upravljači mogu se menjati preko prodaje akcija na tržištu kapitala (berzi), ali kapital ostaje u preduzeću. Izostaje povraćaj kapitala vlasnicima, kao što je slučaj kod kreditnog odnosa.

Drugo, dividenda se ne mora isplatiti već kapitalizovati, odnosno emitovati tzv. dividenđne akcije, pa se kapital preduzeća povećava. Dividfenda se i ne mora ostvariti i isplatiti (varijabilni prinos), dok se kamata na pozajmljeni (obično bankarski) kapital mora platiti, bez obzira na oplodnju i njegove efekte. Preduzeće koje koristi zajmovni kapital (kredite) mora ga o roku vratiti i platiti dogovorenu kamatu, bez obzira na efekte

[204] Vidi: medunarodno tržište kapitala. Institut za ekonomiku investicija. Beograd, 1967,

upotrebe kapitala i ukupan poslovni rezultat. U oskudnoj ponudi kapitala kamatna stopa je ponekad iznad profitne stope, što je često slučaj u krizi, ali i u vođenju restriktivne stabilizacione monetarne politike (politika skupog novca ili visoke cene kredita).

Treće, preduzeće, koristeći kreditni kapital (banaka, poverilaca) obično zida „brdo dugova", jer svaki kredit traži novi kredit. Kreditna zavisnost se stalno povećava. U slučaju akcionarskog kapitala svako povećanje kapitala znači veću finansijsku snagu preduzeća (korporacije, kompanije) i njegovu samostalnost. U ovom segmentu kreditno preduzeće nikad ne može biti konkurentno akcionarskom društvu. Jer, dok plati kamatu, vrati uzeti kredit (često i u vrlo kratkom roku, kraćem od ciklusa i efekta reprodukcije), preduzeće ostaje bez novčanog kapitaia i tekućeg novca, čime ulazi u krizu razvoja i krizu likvidnosti. Tada mu ostaje samo novi pritisak na kredit, bez obzira na uslove kredita. Pri tom i depoziti preduzeća kod banaka slabe, a time i depozitna snaga i kreditna moć banaka. Banke postaju vrlo osetljive na kolebanje depozita i nevraćanje kredita, što ih često dovodi u zone' nielikvidnostl.

Četvrto, akciona kapital preduzeća je namenski i mora se strogo Icontrolisati u upotrebi, dok je kredit banaka teško kontrolisati. Zbog toga kredit često završava u sektoru stanovništva (zarade i druga primanja), sektoru države (porezi i doprinosi plaćeni iz kredita), ali i sivoj ekonomiji na nelegalnom tržištu, odnosno pretvaranjem u gotov novac u opticaju, a time i u potpuno drugačijoj funkciji od inicijalne.

Peto, akcionarski kapital i drugi oblici hartija od vrednosti daju veću sigurnosi i elastičnost izvorima sredstava korporacija u odnosu na kreditni oblik.

Sesto, kod kreditnog odnosa vlasništvo ostaje odvojeno od preduzeea. Kredit je redovno u pogledu vlasništva trajno vezan za davaoca kredita. Akcionarski kapital znači trajno vezivanje vlasništva za preduzeće, bez obzira na izmenu vlasnika (držalaca akcija).

Sedmo, osnovni cilj davalaca kredita je maplata kaimate i uredan povraćaj, dok je kod akcionarskog ićapitala vlasnik sudbinski vezan za svoj kapital u društvu, ostvarivanje dividendi, opšti poslovni uspeh društva, upravljanje društvom, raspodelu rezultata i uvećanje kapitala, uz očuvanje rejtinga i imidža firme.

Osmo, akcionarstvo i akcionarski kapital u finansiranju firme zahteva i pokazuje najveći interes za menadžment I kadrove, poslovnu politiku, razvoj firme, dok kod kreditnog finansiranja ovi elementi uglavnom izostaju.

Deveto, mada je kamata kao i dividenda deo bmto profita firme, njihov položaj u raspodeli nije identičan. Najčešće se mora isplatiti kamata (na kredite, obveznice i dr.), a zatim dividenda. Isplata kamate znači defmitivan odliv dela ostvarene dobiti (profita), dok kod dividende ona postaje deo kapitala vlasnika akcionarskog kapitala (koju može da potroši, ali i da reinvestira). Veza kamate i proffita postaje obEirat© proporcionalna, dok je veza dividende i profita neposredna i proporcionalna. To je izuzetno značajna razlika, odatle potiče i različit interes zajmovnog kapitaliste (bankara) i industrijskog kapitaliste (preduzetnika) zbog čega nastaje srastanije industrijskog I novčarskog (bankarskog) Icapitala u finansijski kapital, ali i osnova za narastanje fiktivnog kapitala.

Deseto, akcionarski kapital u procesu finansiranja reprodukcije, posebno kada je u pitanju osnivački (početni) kapital, može biti unesen u preduzeće u novčanom ili realnom obliku (zgrade, oprema, prava), dok je kredit isključivo u novčanom obliku. Iz toga razloga topljenje kapitala u inflaciji različito pogađa akcionarski i kreditni oblik. Novčani kredit se direktno „topi" dok realni oblik može i da se povećava, dok se novčani topi. Time ovaj kapitai različito reaguje na inflatome udare.

GLAVA DRUGA

KREDITNI SISTEM I KREDITNI POSLOVI

1. TEORIJSKE OSNOVE MONETARNO – KREDITNOG SISTEMA

1) TEORIJSKE OSNOVE BANKARSKOG KREDITIRANJA PRIVREDE

Savremena privreda je u osnovi kreditna privreda. Bez razvijenog bankarskog kredita proces proizvodnje, prometa i razvoja ne bi se mogao razvijati.

Svaka moderna privreda zadržava sve kreditne institucije koje su se u kapitalizmu vanredno razvile. Ovde bi se, na prvom mestu, mogle istaći: novac, kredit, kamate i dr.

Nužnost postojanja kredita u našoj privredi proizlazi iz:

1. Postojanja tržišnog mehanizma i robno–novčanih odnosa u privredi,
2. Potrebe racionalnog korišćenja slobodnih novčanih sredstava na mestima, gde se postižu najveći ekonomski i drugi efekti,
3. Sistema planskog usmeravanja celokupnog ekonomskog razvoja, i, saglasno s tim, racionalnog plasiranja novca i kredita u određene pravce, odnosno grane.
4. Korišćenje svih kreditnih finkcija i prednosti u robnoj privredi.

Pođemo li od toga da kreditni sistem predstavlja skup svih zakonskih propisa, institucija i instrumenata, na kojima se zasniva način i metodologija kreditiranja u jednoj zemlji, očito da je kreditni sistem dobija sva institucionalna obeležja pri vrednog i političkog sistema. Dakle, kreditni sistem je proizvod privremenog i političkog sistema.

U administrativnom periodu razvoja privrede, kreditni sistem se zasniva na planskoj distribuciji kredita i novca, uz potpuno izostajanje tržišnih elemenata na ovom području.

Novi privredni sistem zahteva i svoju drugu stranu – novi kreditni sistem, sistem koji mora da unese nove ekonomske kriterije novca i kredita. Kamata se pretvara od

čisto sekundarnog, i gotovo beznačajnog, u dosta izražen elemenat kreditne politike. Od gotovo simbolične i beznačajne kamate, prelazi se na celokupnu kamatnu politiku, a ona, sa svoje strane, treba da osigura racionalnu upotrebu sredstava i privlačenje neutrošenih novčanih sredstava u bankarski sistem. Time se stvaraju osnove i za novu kreditno–monetarnu politiku i nove razvijenije mere monetarnog regulisanja u sklopu razvijenije kreditno–monetarne politike.

Teorijski, novi kreditni sistem Jugoslavije zasnovan je na teorijskim koncepcijama koje se javljaju u nas 1963. godine[205] i sistemu kreditiranja, uvedenom 1965. godine.[206] Polazne osnove kreditnog sistem zasnivaju se na nekoliko bitnih pitanja:

1. Kako vršiti kreiranje (stvaranje) novca i novčane mase u privredi kroz aktivnost bankarskog sistema, i
2. Odvajanju kredita iz emisije I kredita iz akumulacije (raspodele nacionalnog dohotka).

Kreiranje novca i novčane mase na potrebnom nivou, srazmerno s porastom proizvodnje i prometa, predstavljalo je centralno pitanje kreditnog sistema u usiovima razvijenog papirnog i depozitnog novca. Postavlja se pitanje: na kojim osnovama treba da se vrši kreiranje novca, da bi u prometu bila optimalna količina tako da od strane novca i monetarne politike ne bi dolazilo do poremećaja stabilnosti ekonomskog razvoja. Videli smo iz prethodnog izlaganja[207], da sektor banaka ima monopolsko pravo kreiranja novca i da u prometne kanale ubacuje novac za:

a. Kreditiranje reprodukcione sfere ili prometnog procesa u privredi, ili
b. Kreditiranje finalne potrošnje.

Samo kreditiranje prometnog procesa znači ubacivanje novca u privredu, ali bez povećanja platežno sposobne tražnje na tržištu, kao što je slučaj s kreditiranjem finalne (krajnje) potrošnje. Kriterijum za stvaranje novca je stvaranje roba u društvenoj reprodukciji, dakle kretanje robe.[208]

$$N - RK \quad FK \quad - R_1 - N_1$$

Bankarsko kreditiranje reprodukcije. preko sistema kreiranja „primarnog" novca, vezano je, dakle, za prometnu sferu, za kretanje robe od proizvodnje do potrošnje. Pođemo li od navedene šeme proširene reprodukcije, banke će ubaciti kredit na onim mestima na kojima iz procesa proizvodnje roba ulazi u promet. Na osnovu društvenog priznanja da je roba stvarno našla kupca (menica, faktura i dr.), privredna organizacija se pojavljuje kod banke za kratkoročni kredit. Svaki kratkoročni banarski kredit dat potrošačima ili investitorima znači deficitarno finansiranje, odnosno bankarsku emisiju novčanih sredstava (stvaranje nove kupovne snage) bez ikakvog pokrića. To znači da finalni potrošači ne mogu dobiti bankarske kredite, a da to nema za posledicu inflacione implikacije u robno–novčanim proporcijama. Proizvedena i u promet stavljena roba sadrži utrošeni „novčani kapital" privredne organizacije u proizvodnji navedene robe i deo viška rada (vrednosti). „Novac kreiran funkcijom bankarskog kredita koji je

---

205 Tcorijskc osnovc novog kreditnog sislema postavio je dr N. Miljanić, u svojim poznalim radovima, a naročito u delu: Novac i kredit u procesu drultvcne rcprodukcije, Informator, Zagrcb, 1964.

206 Zakon o bankama i kreditnim poslovirna, Sl. list, br. 10/65 – Zakon o izmeni i dopuni Zakona o bankama i kreditnim poslovima. Sl. list SFRJ, br. I i 17/1967.

207 Videti odeljak „Monetarni aspekt društvene reprodu tcije" u kojem je teorijski širc dato' objašnjenje. delovanja bankarskog kredita u pojedinim fezama procesa reprodukcije.

208 Predujam „kapitala" za proizvodnju u uvećanim razmerama potrebno je vršiti samo putem akumulisanih sredstava iz tekuće raspodele društvenog proizvoda, ali bez bankarskih kredita.

izvršio ovaj proemt (ne samo promet robe već zajedno s ovim i promet viška vrednosti) obavljao je ovu funkciju novca kao prometnog sredstva[209] Bankarski kredit „oslobađa" angažovani kapital radne organizacije i deo viška vrednosti sadržan u robi i pre stvarne realizacije robe, dakle bankarski kredit omogućava da se premosi vremenski interval od momenta proizvodnje do momenta realizacije, održavajući pri tome kontinuitet celokupne reprodukcije u preduzeću. Kreditni odnos treba da traje koLiko i prometni proces. Momentom ulaska robe u sferu potrošnje (opšte, lične ili investicione) kreditni odnos treba da se gasi. Na ovako pojednostavljeno prikazanom odnosu zasnivaju se brojni i složeni stalni odnosi banaka i preduzeća – korisnoka kredita u sistemu kreditiranja. Proces emitovanja novca za robu koja ulazi u promet je kontinuiran, kao što je proces poviačenja novca iz prometne sfere stalan, kada roba izlazi iz prometnog procesa i ulazi u proces potrošnje. U procesu stalnog stvaranja i poništavanja novca stvara se, odnosno podešava, potrebna novčana masa u procesu ekonomskog razvoja.[210]

Teorijski je prihvaćen stav da se kreiranje novca vrši isključivo u prometne kanale – kada novac samo „pokriva" određenu, već proizvedenu robu.[211] U tom slučaju od strane novca i kredita ne može doći do poremećaja monetarne stabilnosti, jer kretanja robnih i novčanih fondova u privredi su paralelna.

2) GRANICE BANKARSKOG KREDITA

Kreiranje novca može se vršiti i njegovim ubacivanjem u sferu finalne potrošnje. U tom slučaju pri kreiranju novca, putem kreditiranja konačne potrošnje» obično dolazi do stvaranja finalne potrošnje u odgovarajućem iznosu datog kredita. U proces reprodukcije je ubačena povećana masa novca iznad mase robe i van potreba koje zahteva data visina i raspodela društvenog proizvoda. Nasuprot određene mase robe koja odlazi u finalnu potrošnju, imamo stvorenu veću masu finalne tražnje i inflacioni poremećaj. „Na taj način takav proces kreiranja novčane mase ima za posledicu stvaranje povećane tražnje koja nema robno pokriće". Od visine ovog kredita zavise i poremećaji do kojih može doći na tržištu.[212] Osim navedenog poremećaja, sistem kreiranja novca u ffamaBliMB potrošmje dovodi i do poremaćaja u raspodeli nacionalnog dohotka, jer se kroz povećanu kupovnu snagu krajnjih potrošača povećava ili smanjuje udeo određenog oblika potrošnje, odnosno akumulacije u nacionalnom dohotiću. Prema tome, bitno je da se emisija novca vrši neposredno samo u proces prometa, a ne i u procesu raspodele. To, istovremeno, znači da svaki bankarski kredit dat učesnicima, u konačnoj raspodeli dohotka znači emisiju banke bez odgovarajućeg pokrića u robi (deficitno finansiranje), ali s odgovarajućim stvaranjem debalansa robnih i novčanih fondova s inflacionim implikacijama.[213]

Zbog svega navedenog, u našem kreditnom sistemu se ne dozvoljava kreditiranje

---

209 Dr S. Komazec: Teorija optimalne novcnne mase i efikasnost monctarne politike, Jugoslovensko bankarstvo, br. 10,1977.

210 Videli: dr H. Miljanić, op. cit..str. 19–21 idrMilutin Ćirović: Mehanizam emisije novca i kredita (skripta), Skoplje, 1963,str. I01ŽI9.

211 Dr Siobodan Komazcc: Monetarna teorija i savremene koncepcije novca i kredita. Ekonomski fakultet, Skoplje. postdiplomska studija iz Monetarno–kreditne teorije i politike, Skoplje. 1978.

212 Dr N. Miljanić, op. cit., str. 22.

213 DrM. Ćirović: op. cit.,str. 30 i S. Komazec: EfckU kreditno–monetarne politike poslovne banke, magistarska disertacija, Beograd. 1966, str. 28, dr M. Vučković: Savremeni problemi... str. 39. Navedeni problem kreditiranja finalne potroSnje šire smo obradili nešto kasnije preko analize kreditiranja budžeta federacije, dclovaja platno–bilansne neravnoteže i delovanja bankarskog kredita u sferi finalne poirošnje.

opšte (budžetske), lične i investicione potrošnje iz emisije.

Time je istovremeno data i objektivna granica emisiji novca centralne banke i kredita poslovnih banaka na bazi depozitnog novca. Direktan odnos kreditiranja između Narodne banke i preduzeća – korisnika kredita, ne postoji, on je formiran na relaciji centralna banka – poslovna banka – preduzeće.

Na navedenim principima bilo je zasnovano snabdevanje privrede potrebnom količinom novca (novčana mase) i finansiranje proširene reprodukcije (investicioni kredit). Time je došlo i do striktnog odvajanja u kreditnom sistemu kratkoročnih i investicionih kredita banaka.

Iz navedenog načela proističe i drugo, naime, odvajanje kredita iz emisije i iz kratkoročnih depozita banaka od kredita na bazi neutrošene akumulacije koncentrisane kod banaka.

Ovakav sistem emisije i kreditiranja privrede treba shvatiti kao naš specifičan teorijski sistem, sistem koji odgovara našim uslovima[214] a ne generalan, koji bi odgovarao svim socijalističkim ili kapitalističkim kreditnim sistemima.

Radi se ovde, pre svega, **o nerazvijenom tržištu vrednosnih papira, tržištu „kapitala", tržištu novca, nerazvijenim oblicima štednje, nedovoljnoj** efika**snosti kamatne** stope, visokom stepenu nestabilnosti privrede i gotovo isključivo bankarskom finansiranju, odnosno kreditiranju privrede."[215]

2. KREDITNI POSLOVI

Ekonomska i finansijska teorija ne daje jedinstvenu klasifikaciju različitih oblika kredita, mada se ugiavnom dele na sledeće oblike, i po sledećim karakteristikama:

1. **Po** rokovima na koje su odobreni:
   - kratkoročni,
   - srednjoročni,
   - dugoročni.
2. **Po obliku osiguranja kredita;**
   - neosigurani
   - osigurani.
3. **Po vrstama kreditora:**
   - bankarski kredit,
   - državni kredit,
   - komercijalni,
   - kredit osiguravajućih društava,

[214] Dr S. Komazec: Mehanlzam 1 institacije ftaaBsiranja ekonomije, Ekonomski fakultet, Beograd, postdiplomska studija, 1977. str. 4–16.

[215] Probleme finansiranja jugoslovenske privrede, kao i mehanizam, institucije, instrumente i druge karakteristike, Sire smo obradili u knjizi: Strateglja flnansiranja ekonomskog rasta, Čigoja štampa, Beograd, 1996, str. 560.

- kredit privatnih lica,
- konzorcijalni (meta) kredit.

4. **Po vrstama zajmotražilaca:**
   - poljoprivredni kredit,
   - industrijski kredit,
   - komunalni (stambeni),
   - lični kredit.
5. **Po vrstama korišćenja:**
   - potrošački kredit,
   - industrijski kredit,
   - kredit za formiranje početnih sredstava (kapitala) kompanija,
   - investicioni,
   - sezonski,
   - kredit za otklanjanje sezonskih teškoća,
   - kredit za operacije vredmosnira papirima,
   - uvozni kredit,
   - izvozni kredit.

U nerazvijenom ili nedovoljno razvijenom tržištu novca, kamate i tržištu kapitala, banke su u potpunosti preuzele ulogu kreditiranja i finansiranja reprodukcije.

Prema izvorima (sredstvima) iz kojih se odobravaju i vremenu na koje se daju krediti se dele u našem bankarskom sistemu na:

a. Kratkoročne,
b. Investicione ili dugoročne, i
c. Potrošačke kredite.

Međutim, moramo naglasiti da se, ipak, radi o dve vrste kredita, i to: kreditima iz emisije i kreditima iz akumulacije (štednje, dohotka). Krediti iz emisije su kratkoročni (emisije centralne banke i krediti iz depozitnih sredstava banaka), a krediti iz akumulacije dugoročni. Ukoliko se potrošački krediti odobravaju iz emisije, radi se o kratkoročnim, a ukoliko se odobravaju iz štednje u pitanju su dogoročni.

Za kreditiranje robnog prometa u međufaznoj realizaciji (kupovina i prodaja robe) obično je najduži rok od tri meseca, osim rektih izuzetaka kod delatnosti kod kojih je ciklus reprodukcije izuzetno dug (poljoprivreda, brodogradnja i sl.). Ovde je za korišćenje kredita uglavnom podnošenje (banci) dokumenata o izvršenoj isporuci, prodaji ili kupovini određene vrednosti robe (prodaja lii kupovina robe). Kredit se redovno odobrava prodavcu, a!i i kupcu – ukoliko je to trgovinska organizacija.

Prema izloženim načelima kreditnog sistema, kreditiranje robnog prometa omogućava:

1. Realizaciju proizvodene robe,
2. Normalni nastavak procesa reprodukcije,
3. Naknadu uloženih sredstava i viška rada, i
4. Snabdevanje privrede potrebnom količinom novca.

Krediti za robni promet i zalihe predstavljaju osnovne kanale za snabdevanje privrede novčanim sredstvima (novac je ovde u ulozi „neutralnog faktora" sredstva prometa i plaćanja).

Krediti za zalihe robe obuhvataju kredite za sezonske zalihe, za zalihe robe pripremljene za izvoz, izvanredne zalihe i dr. Rok kredita zavisi od vrste zaliha.

Krediti za određene poslove obično se odobravaju za sledeće namene: za proizvodnju i pripremu robe za izvoz, za proizvodnju poljoprivrednih proizvoda, za proizvodnju stanova za tržište, za proizvodnju i promet filmova, pripreme i zalihe određenih izdanja knjiga i sl. Rok kredita kreće se od 1–3 godine.

Izmenom Zakona o bankama i kreditnim poslovima *az&92e>*6iai.* došlo je do značajnih izmena u sistemu kratkoročnog kreditiranja privrede i novih odnosa na relaciji: Narodna banka – poslovne banke.

Radi se o sledećim osnovnim promenama:

1. Narodna banka ne propisuje više uslove kreditne sposobnosti privrednih i drugih organizacija. Poslovne banke potpuno samostalno donose kriterije kreditne sposobnosti i druge zahteve kojim štite svoju likvidnost i sigumost plasmana,
2. Narodna banka ne propisuje više vrste, uslove korišćenja i namene kredita, već samo načelno kaže da se „krediti mogu davati za promet robe, za sezonske i vansezonske zalihe i druge kratkoročne potrebe za obrtnim sredstvima". Doduše, i ovde se posebno naglašava da se kratkoročni krediti ne smeju davati za finalnu potrošnju, dakle, za ličnu, opštu i investicionu potrošnju. Ukida se i kreditiranje neprivredne potrošnje iz emisije – jer se ona svodi na investiciona sredstya.
3. Narodna banka samo generalno određuje najduži rok kredita, ali ne određuje više rokove za svaki oblik kredita i dr.

Poslovne banke su ovim postale samostalnije, ali uz veću odgovomost za plasiranje sredstava, za rokove, kvalitet kredita, mogućnost vraćanja i dr. Ukinuto je „načelo automatizma" kredita; kreditni odnos je sveden na ekonomsku osnovu u odnosima: poslovne banke – preduzeća. Princip likvidnosti, poslovnosti i sigurnosti banke posebno dolazi do izražaja, čemu mora biti podređena celokupna poslovna politika banke. To je i omogućilo ukidanje usmerenja sredstava banaka na investicione i kratkoročne kredite u najnovijpj fazi razvoja sistema kreditiranja.[216]

Istina, u novoj reformi monetarnog sistema i centralne banke iz 1992. godine predviđa se postepem© ukidanje selektivnih kredita i prelazak na sistem emisije novca, preko kupovine i prodaje hartija od vrednosti na finansijskom tržištu. To je poznata „politika otvorenog tržišta", kao mehanizam fine regulacije u monetarnom upravljanju. Na žalost, osnovne pretpostavke za taj fini mehanizam regulacije ne postoje.

1) KRATKOROČNI BANKARSKI KREDITI

Kratkoročne kredite mogu odobravati privrednim organizacijama na bazi depozita po viđenju, kredita dobijenih od Narodne banke i drugih poslovnih banaka. Radi se o kreditiranju koje se odobrava za rok od godinu dana, izuzetno na dve godine. Ovim kreditima se primarno i u najvećem stepenu deluje na količinu novca (novčanu masu) i likvldnost privrede.

Kratkoročne kredite banke mogu odobravati privrednim organizacijama,

[216] Banka se pri tome obavezuje dajedande.o ukupnog kreditnog potencijala drži u kratkorocnim plasmanima (npr. 20% u nas), a ostali deo potencijala udugorocnim piasmanima.

ustanovama koje imaju neravnomemo priticanje prihoda, fondovima i dr.

Kratkoročni bankarski krediti obično se odobravaju za sledeće namene:

1. Za promet robe u međufaznoj realizaciji (ne za realizaciju finalnih proizvoda),
2. Za sezonske zalihe gotove robe i repromaterijala,
3. Za zalihe robe pripremtjene za izvoz,
4. Za izvanredne zalihe,
5. Za određene poslove.

Kredite za promet robe banke odobravaju privrednim organizacijama za prodatu, a rieplaćenu robu, a trgovinskim organizacijama za kupljenu, a neplaćenu robu. Krediti za promet robe, u smislu naših ranijih izlaganja, ne mogu koristiti krajnji potrošači.

Kredite za sezonske zalihe gotove robe i repromaterijala, zalihe robe pripremljene za izvoz i posebno vanredne zalihe, banke mogu odobravati u svim slučajevima – kako to odredi Narodna banka.

Rokove vraćanja, kamatne stope, uslove korišćenja i vraćanja određuje Narodna banka posebnom odlukom u skladu sa smeraicama monetarno–kreditne politike. Navedenim kreditima privrede se snabdeva, kada monetarno–kreditna politika deluje neutraSno na siabilnost privrede.

Banke ne spneju odobravati kratkoročne kredite za pokriće gubitaka, za nekurentne zalihe robe i sl.. jer se tada radi o deficitnom finansiranju. Takve potfebe se mogu finansirati samo na bazi investicionih sredstava.

Međutim, banke mogu odobravati kratkoročne kredite i za određene i posebne poslove u svrhu aktiviranja određenih proizvodnih kapaciteta (proizvodnja brodova na kredit, proizvodnja i izvoz opreme na kredit i dr.) i postizanja određenih razvojnih ciljeva. Ovi krediti se odobravaju posebnom odlukom Narodne banke.

2) INVESTICIONI KREDITI BANAKA

Investicioni krediti obuhvataju redovno sve kredite, odobrene na osnovu sredstava kod banaka koja potiču iz raspodele nacionalnog dohotka. Osnova im je, dakle, akumulacija. Sto se tiče dužine vremena na koje se odobravaju, ovaj oblik kredita ima dugoročni karakter. Istina, iz ovih sredstava dozvoljeno je bankama da kreditiraju finalnu potrošnju, ali se u tom slučaju ne radi o deficitnom ili inflacionom finansiranju reprodukcije.

Investicione kredite banke mogu odobravati privrednim i drugim radnim organizacijama i društveno–političkim zajednicama za finansiranje osnovnih i trajnih obrtnih sredstava, i to kako za privredne tako i za neprivredne investicije. Banke mogu investiciono kreditirati i druge poslovne banke.

Investicone kredite banke mogu odobravati iz sledećih izvora:

1. Novčanog dela fondova banaka, osim pošebnog rezervnog fonda banke,
2. Oročenih depozita kod banaka s rokom dužim od jedne godine (stanovništva, privrednih i drugih subjekata, oročenih deviznih sredstava),
3. Investicionih sredstava, pribavljenih kod drugih poslovnih banaka u zemlji (međubankarski investicioni krediti),
4. Investicionih sredstava pribavljenih kod .drugih finansijskih institucija u zemlji i inostranstvu,

5. Udruženih sredstava akcionara, preko banaka,
6. Akcionarskog kapitala banke i dr.

Sva ova sredstva formiraju investicioni potencijal banaka, a on se može koristiti i za kratkoročno kreditiranje privrednih i drugih subjekata.

Banke mogu investicione kredite odobravati i iz kratkoročnih depozita, što je poznato kao proces ročne transformacije sredstava. Pri tome moraju strogo voditi računa o bilansnoj ravnoteži u prilivu i odlivu sredstava, jer u protivnom lako mogu otići u zonu nelikvidnosti i nesolventnosti (kada se pretera sa plasmanima kratkoročnih sredstava u investicije). Takav proces je specifičan za svaku banku.

3) POTROŠAČKI KREDITI – KREDITI STANOVNIŠTVU

Potrošački krediti se odobravaju uglavnom na osnovu formiranih štednih uloga kod banaka.[217] Svrha potrošačkog kredita, kao posebnog oblika kredita, definisana je u Zakonu o bankama..., gde se pod potrošačkim kreditima podrazumevaju „krediti koji se daju građanima... radi podsticanja potrošnje i regulisanja zaliha određenih vrsta proizvoda."[218]

Potrošački kredit time postaje značajno sredstvo konjunkture ekonomske politike.

Po svom karakteru ovo su krediti koji spadaju u finalnu potrošnju i ne mogu se odobravati iz depozita po viđenju, isključivo na bazi investicionih sredstava (štednje) kod banaka. Ovde spadaju sledeća sredstva: slobodni i oročeni štedni ulozi, sredstva fondova banaka, oročeni depoziti i sredstva prikupljena izdavanjem obveznica.

U našem kreditnom sistemu sredstvima štednje stanovništva u potpunosti se pokrivaju potrošački krediti, čak se najveći deo sredstava preliva u pravcu kreditiranja privrede.

Bez obzira iz kojih sredstava se odobravaju ovi krediti, banke se morajti pridržavati određenih propisa, donesenih od strane Narodne banke Jfeg©slaa4je. Istina, ove kredite mogu odobravati i trgovačke radne organizacije, ali to prelazi okvire ovog rada (od ukupno odobrenih kredita stanovništvu sredinom 1996. godine, oko 90% su kredid banaka, a 10% krediti radnih organizacija).

Osnovni elementi kojima se reguliše ponašanje potrošačkih kredita su sledeći:

a. Dužina rokova otplate (vraćanja) kredita,
b. Učešće korisnika kredita u gotovom,
c. Kamatna stopa i,
d. Namene za koje se daju krediti.

Dužina rokova kredita uglavnom je bila diferencirana po namenama: za kupovinu industrijske robe 24 meseca, za kupovinu uglja 10 meseci, za kupovinu automobila 30 meseci i sl.

Učešće u gotovom određeno je, osim za kupovinu uglja, najčešće od 10–20%

---

[217] Videti šire o prirodi i funkcijama potrošačkog kredita u knjizi: dr Asim Strnjak: Tcorija potrošačkog kredita. Informator. Žagreb, 1971.

[218] U nedostatku sredstava akumulacije (štednje), a u sv.hu postizanja određenih specifičnih zadataka (poplave, zemljotresi i sl.), posebnom odlukom SIV–a može se dozvoliti poslovnim bankama da odobravaju kreditc i za takve nemane i izvan uobičajenih izvora. Često se za ovakve namene dobijaju posebna sredstva Narodne banke" (emisija).

iznosa kredita.

Kamata je bila utvrđena na 12%, mada je kamata tada kao elemenat kredita imala vrlo malo regulativno delovanje u našoj privredi, zbog čega se u dosta retko menjala (uz to je, uglavnom, negativna). Na žalost, sistem kreditiranja stanovništva gotovo je nestao iz bankarskog poslovanja,

Svi nabrojani uslovi kredita mogu se menjati, u zavisnosti od stanja i kretanja privrede, odnosno ciljeva tekuće ekonomske politike. Ukoliko treba da se stimuliše potrošnja i podstakne ekonomski rast (konjunktura), uslovi kredita se liberalizuju, u obmutom slučaju – uslovi se pooštravaju.

Potrošački krediti u svim zemljama, a tako i u nas, postali su izuzetno efikasan instrument regulisanja tražnje i potro.mje sektora stanovništva.

Osnovna uloga ovog oblika kredita ogleda se u sledećem:

1. Deluje na tražnju i potrošnju,
2. Reguliše tempo proizvodnje i potrošnje,
3. Uravnotežuje robno–novčane odnose,
4. Stabilizaciono deluje (u sklopu drugih mera ekonomske politike),
5. Deluje na promene strukture potrošnje, a time i strukturu proizvodnje,
6. Socijalno deluje (popravlja materijalni položaj određenih struktura u društvu, povećava njihovu kupovnu snagu – bez prethodne štednje, odricanja potro. šnje),
7. Redistributivno deluje (prebacivanjem novčane kupovne snage s jednih štediša na druge slojeve stanovništva – veći korisnici kredita).

Potrošački krediti omogućavaju formiranje potrošnje, bez obzira na formiranu ličnu štednju građana, a to, opet, omogućava formiranja određenog nivoa potrošnje – bez obzira na raspoloživi dohodak. To je anticipativni oblik potrošnje, naravno, s pozicije onih slojeva stanovništva koji imaju veći iznos kredita od Lične štednje.

Potrošački krediti omogućavaju proizvodnim organizacijama da povećaju realizaciju, da se oslobode zaliha proizvoda i da održavaju važan instrument u regulisanju ponude i tražnje na tržištu! Podsticanjem tražnje i potrošnje, oni mogu podsticati privrednu aktivnost, a ograničavanjem tražnje i potrošnje – mogusnažno delovati na obuzdavanje privredne ekspanzije i „pregrejavanja konjunkture". Zbog toga ovim instrumentom treba oprezno operisati, da ne bi došlo do nepovoljnih efekata na privredna kretanja. .

U poslednjoj fazi razvoja privrednog sistema Jugoslavije, kao i bankarskog i monetarno–kreditnog sistema, došlo je do gotovo potpunog prestanka oćobravanja potrošačkih kredita stanovništva (kao i stambenih, dosta povoljnih kredita). Na taj način prestalo je njihovo razvojno, socijalno i redistributivno deiovanje, što je, u odnosu na visoko formirana sredstva (depozite) stanovništva kod banaka orijentacija koja nema realnu osnovu.

Bilans ukupnih depozita i kredita sektoru stanovništva jasno pokazuje ogroman suficit depozita, koji, na žalost, umesto u proizvodne investicije privfednog sektora uglavnom odlazi na finansiranje javne potrošnje, spekulativne svrhc i odliv u inostranstvo. Na taj način štednja stanovništva nije u funkciji investicija, podsticanja (pokretanja) ekonomskog razvoja i stvaranja novog (dodatnog) dohotka, bez čega nema nove dodatne štednje ili stvamog dohotka.

Stednja sektora stanovništva u krizi i padu realnog dohotka uglavnom se formira iz sledećih izvora:

1. Inflacijom „naduvenog” dohotka, kroz rast cena,
2. Pripisom sve viših kamata na stare štedne uloge,
3. Spekulativnim ponašanjem i velikim preraspodelama inflatomog dohotka,
4. Operacijama kursevima valuta,
5. Prodajama imovine i dr.

Sve to predstavlja „porast” štednje ‘stanovništva izvan rasta realnog dohotka i društvenog bogatstva, a kada se uz to koriste i neproizvodne (finansijske spekulacije) tada je delovarije takve „štednje” dvostruko negativno.

GLAVA TREĆA

KAMATA KAO CENA NOVCA

1. CENA NOVCA – KAMATA

Sta je kamata i kamatna stopa? Kakva je priroda kamate i izvor kamate? Kakav je to oblik cene? Kako deluje na novčanom tržištu i tržištu kapitala? Kako deluje u privredi u celini? Sve su to pitanja koja se moraju postaviti kada se želi sagledati priroda, uloga i efekti kamatne stope.

Obično se smatra da je kamata cena pozajmljenog novca. Dakle, vezana je za zajmovni kapital. Ali kamata je „iracionalni oblik cene", jer ona nije jednaka vrednosti (sumi) koja se pozajmljuje, već je samo njen deo (10%, 5% itd). Kamata je u osnovi cena upotrebe zajmovnog kapitala, jer se uglavnom plaća iz viška vrednosti koje odbacuje pczajmljeni kapital. Ona predstavlja redovno deo brtfto profita, zbog čega je redovno manja od njega.

U pogledu prirode ove cene novca – kamate postoje različita shvatanja. Da navedemo samo najvažnija:

1. Kamata je cena za „odricanje od likvidnosti". Prema ovoj teoriji vlasnik raspoloživog novca se za određeno vreme odriče od potrošnje ili upotrebe svog raspoloživog no vca (dohotka) pozajmljujući ga drugom subjektu na određeno vreme. Time on smanjuje svoje rezerve Likvidnosti, a za to vreme na koje je pozajmio kapital (novac) dobija naknadu u obliku kamate. Ako se radi o određenom rizičnom ulaganju onda se na to dodaje i određena stopa premije za rizik.
2. Drugo shvatanje, objektivno najutemeljenije, je Marksov pristup, koji polazi od stava da je kamata cema zajmovnog kapltala i to njegove produktivne upotrebe. Iz stvorenog brato profita odbija se kamata kao cena koja se plaća vlasniku novca zajmovnom kapitalisti (bankara) na pozajmljeni iznos. Dakle, kamata je samo deo bruto profita koji odlazi zajmodavcu. Kapitalista preduzetnik (investitor) je proizvodno uposlio pozajmljeni kapital (kredit) i iz ostvarenog profita platio kamatu na zajam (npr. 5%, 10%, 15% godišnje). Time je kamata iracionalna cena novca. U periodu ekonomske krize kada je profitna stopa niska rizik ulaganja

velik, a novčani kapital redak (suzdržavanje banaka od kreditiranja) kamatna stopa naglo raste, što dovodi do toga da se kamatna stopa (pravovremeno) nađe iznad profitne stope. Celi profit odlazi zajmovnom kapitalisti. Ne isplati se pozajmljivati i ulagati kapital – investirati (nizak profit, visok rizik i visoka kamata). U fazi uspona i visoke konjunkture kada su poslovni izgledi dobri, visok profit, klima za ulaganja povoljna, isplati se uzimati kredit i platiti kamatu jer je profitna stopa viša od kamatne stope. U periodu visoke inflacije koja je viša od nominalne kamatne stope, dolazi do prelivanja novčane vrednosti od zajmodavca ka zajmoprimeu (korisniku novca). Inflaciona dobit se preliva industrijskom kapitalisti. No, tada dolazi do velikog topljenja kredita. Poverioci gube, a dužnici dobijaju u tim uslovima (dužnička dobit).

3. Kejnzijanska teorija kamatne stope polazi od stava da kamatna stopa treba da bude što niža da bi se podstakle investicione želje i namere preduzetnika. To je poznata „politika jevtinog novca". Kada je „sklonost likvidnosti" (želja za zadržavanjem neutrošenog dohotka i novca) visoka, a time i štednja, a slabe investicije, kamatna stopa se mora oboriti da bi se dao stimulans investicijama, dekuražirala štednja (deflacija). Kamata se stavlja u funkciju odnosa sklonosti štednji, potrošnji i investicijama, u zavisnosti od stanja i kretanja privrede. Niska kamatna stopa je u funkciji antikrizne politike. Kamata, dakle, reguliše „tražnju novca" (posebno tzv. spekulativnu tražnju novca).
4. Monetaristička teorija kamatne stope polazi od stava da je kamatna stopa samo cena novca, koja se tretira u sklopu drugih cena. To je samo cena jednog od oblika imovine u kojem se može držati kapital (akcije, obveznice, čekovi, fiksni kapital, ljudski kapital, inflaciona stopa). U zavisnosti od njihovog odnosa vlasnik kapitala menja strukturu svoje imovine, podešavajući je prema najvećem prinosu koji pruža pojedini oblik imovine, ali i prema stepenu likvidnosti tih oblika imovine. Razlikuje se realna i nominalna kamatna stopa.

Realna kamata je u stvari nominalna korigovana za indeks cena. Realna kamata određuje odnose na tržištu, dok je nominalna pod direktnom kontrolom monetarne vlasti (centralne banke).

Postoje i dmge, manje značajne, teorije kamata. Ov Je su navedene osnovne, danas dominantne teorije.

2. FUNKCIJE KAMATE

Koje su osnovne funkcije kamate? Da li se kamata može ukinuti kao nepotrebna, ili čak štetna, u privredi?

Kamata ima brojne funkcije u savremenoj privredi i finansijskom sistemu. Da navedemo samo najznačajnije:

1. Faktor formiranja štednje (regulator odnosa štednje i potrošnje svih sektora u privredi),

2. Faktor racionalne upotrebe sredstava,
3. Faktor uspešnog funkcionisanja finansijskog tržišta,
4. Faktor efikasne alokacije sredstava (stanovništva, javnog sektora, banaka, preduzeća, inostranstva),
5. Faktor monetarno–kreditne regulacije i efikasne monetarne politike,
6. Faktor za funkcionisanje bankarskog sistema,
7. Faktor formiranja troškova poslovanja i raspodele dohotka,
8. Faktor za međunarodno kretanje kapitala,
9. Faktor zaštite realne vrednosti novca i korišćenje kapitala u uslovima inflacije,
10. Faktor efikasne stabilizacione politike.

Dakle, radi se o **brojnim funkcijama kamate** u savremenoj privredi.

3. VRSTE KAMATNIH STOPA

Kamatna stopa nije jedinstvena kategorija.

Postoje različite vrste kamatnih stopa u finansijskom sistemu svake zemlje, posebno u pogledu prirode kamate (aktivna i pasivna kamata), kratkoročne i dugoročne kamatne stope, kamate prema vrstama poslova (različiti krediti poslovnih banaka, krediti centralne banke, međunarodni kredit), realna i nominalna kamatna stopa i dr. Svi oni čine celovit sistem kamatnih stopa. Prema tome vodi se i određena politika kamatne stope – politika jevtinog novca (niske kamatne stope) ili politika skupog novca (visoka kamatna stopa) u zavisnosti od opšteg stanja u privredi i „zdravlja" nacionalne ekonomije.

4. MEHANIZAM KAMATNIH STOPA

1) KAMATNE STOPE CENTRALNE BANKE

Tržište novca, videli smo je mehanizam preko koga se sučeljava ponuda i tražnja novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. To je vrlo razuđen mehanizam. Sve transakcije tim instrumentima odvijaju se po određenoj ceni – kamati.

Određivanje kamate na tržištu novca najčešće se vrši u odnosima između banaka, kao učesnicima na tržištu novca, uz uvažavanje trenutne situacije koja vlada na tržištu (odnosi ponude i tražnje novca), ali i između banaka i njihovih komitenata,

kao i poslovnih banaka i centralne banke. Kamatna stopa se može autonomno odrediti i od strane centralne banke, već prema njenoj proceni odnosa na tržištima, ali i vođenju aktuelne monetarne i makroekonomske politike. Stoga se često susreće i ex ante određivanje (limitiranje) kamatnih stopa, bez obzira na stvarne odnose na novčanom tržištu. Kamatna stopa se može i slobodno formirati na tržištu, kao odraz odnosa ponude i tražnje novca. Kada se određuje na osnovu ponude i tražnje na tržištu novca, tada obično prilagođavanje vrši prema:

- eskontnoj i lombardnoj stopi centralne banke,
- diskontnoj stopi centralne banke na hartije od vrednosti tržišta novca,
- neto kamati koja se formira na internacionalnom tržištu novca.[219]

Kamatne stope u transakcijama novcem između poslovnih banaka utvrđuju se „bilateralno u svakoj bankarskoj operaciji na tržištu novca", a najčešće su odraz stvarne tražnje novca. Pri utvrđivanju kamatne stope između banaka obično im kao polazna osnova služi visina eskontne stope centraine banke. To je „stožer" oko koga se formiraju kamatne stope banaka, to je u stvari cena primarnog novca centralne banke, odnosno zvanična cena novca. Centralna banka je potpuno autonomna i saostalna u vođenju politike kamatne stope, što bi trebala biti i kod vođenja ukupne monetarne politike.[220] Moguće je i značajno odstupanje kamatnih stopa banaka od eskontne stope (uvećane za troškove rnanipulacije novca kod banaka), što je upravo slučaj u Jugoslaviji danas.[221]

Drugi „orijentir" u formiranju kamatnih stopa na tržištu novca posiovne banke imaju u visini kamate na lombardne kredite, odnosno diskontne kamate po kojoj centralna banka otkupljuje ranije emitovane kratkoročne hartije od vrednsti na tržištu novca. Posebno je značajna visina pasivne kamate koju banke plaćaju vlasnicima novca (deponentima) na njihov novac jer, to je cena na koju se mora dodati i kamatna marža iz koje se pokrivaju svi troškovi banaka.

Kamata koja se plaća na depozite ukoliko je niža (jevtiniji depoziti) rnože banci omogućiti i nižu aktivnu kamatu na plasmane. Ako to banka ne želi, tada joj omogućava veliku kamatnu maržu i visok profit (razliku ižmeđu aktivne i pasivne kamatne stope).

Kamatna stopa je vrlo varijabilna. Kamata na đnevni novac je većeg stepena varijabiliteta u odnosu na kamatu na terminski novac.

Banke su sprmne „kupujući" dnevni novac na kratak rok (sedam, petnaest dana, mesec dana) da plate i višu kamatu za taj novac od eskontne stope, nego da eskontiraju svoj portfelj menica koje dospevaju tek nakon tri meseca.' Moguće su oscilacije kamate i u slučajevima kada se najveći broj banaka javlja kao tražilac novca, dok je izostala ponuda, ali i obmuto. Sve to dovodi do većih oscilacija kamate na kratak rok.

Obzirom na česte nestabilnosti tržišta novca r oscilacija ponude i tražnje na njemu, kao i vrlo velikih razlika u rejtingu banaka, ali i dosta slabih i nesolventnih banaka, često se na „čistu" kamatu na dnevni novac uračunavaj riziko premfja. Prema rizika stoji u obrnutoj srazmeri sa bonitetom banke. Što je bolji rejting banke, to je riziko

---

219 Dr Ž. Ristić, op. cit. str. 121.

220 Vidcti šire studiju Centralna banka u novim usiovima tržišne ekonomije. (dir. projekta dr S.Komazec). izd. IEN Beograd i SlBJ. Beograd. 1994.

221 Kamata na dnevni novac između banaka (krediti) mesccno dostiže i 16–18%. dok je mesečna cskontna stopa 5–6%. Eskonlna stopa na godišnjem nivou iznosi između 98% i 109% dok je kamatna stopa na kreditcbanaka dostigla i 450% (podaci za prvu poloinu 1996. godine). Može li neko preduzeće platiti'mesccnu kamatu od 18%, kadaje profitna stopaoko nule do 1%. Ako se natakvu kamatu dodaju i nczvanicni (skrivcni) „dodaci" u obliku obaveznog oročavanja dela kredita, upis akcija od kredita u banci, plaćanje osiguranja, rizika i dr„ očito je daje cena kredita znatno viša.

premije niži, i obmuto. Riziko premija na terminskom tržištu ima iste karakteristike i delovanje kao i na dnevnom tržištu novca.[222]

Eskontna stopa u stvari znači kamatnu stopu po kojoj centralna banka odobrava kredite poslovnim bankama, kao osnovni kanal emisije primamog novca.

Lombardna kamatna stopa predstavlja kamatnu stopu centralne banke po kojoj ona na bazi zaloga hartija od vrednosti daje kredite za likvidnost poslovnim bankama. Ove stope, videli smo, imaju gravitacionu ulogu u formiranju kamatnih stopa u bankarskom sistemu i na tržištu novca.

Postoji i posebna vrsta kamate na hartije od vrednosti koja se u mnogim zemljama naziva diskontna stopa. To je kamatna stopa po kojoj se vrši emisija i otkup hartija od vrednosti na tržištu novca od strane centralne banke. Postoji diskontna stopa po kojoj centralna banka prodaje hartije od vrednosti, ali i diskontna stopa po kojoj kupuje hartije od vrednosti na tržištu novca. Ova stopa direktno utiče na formiranje ponude i tražnje na tržištu novca, ali i naformiranje visine i strukture kamatnih stopa na tržištu novca.

Diskontna stopa je različita prema vrsti hartija od vrednosti, roka dospeća, kvaliteta hartija, situacije na tržištu novca i u privredi. Centralna banka stalno prilagođava (koriguje) ove stope na pojedine oblike hartija od vrednosti, a prema njenoj oceni situacije na tržištu. Primena diskontne stope centralna banka vrši autonomno, čak nije obavezna da je objavljuje. Ona dobija javni karakter tek nakon obavljanja transakcija sa kratkoročnim hartijama od vrednosti na tržištu novca.

Kada centralna banka snizi diskontnu stopu to dovodi do srhanjenja ukamaćenja finansijskih sredstava uloženih u hartije od vrednosti.

Centralnoj banci stoji na raspolaganju i tzv. rediskontna kamatna stopa. Pod ovom stopom podrazumeva se. ona stopa po kojoj banka vrši otkup ranije ernitovanih hartija od vrednosti, koje se već nalaze na tržištu novca. Rediskontna stopa je u pravilu viša od diskontne stope, što utiče na visinu rashoda i prihoda banaka, odnosno njihovu profitabilnost, ali i politiku likviditeta (prodaja ili kupovina hartija od vrednosti).

2) ESKONTNA POLITIKA I TRŽIŠTE NOVCA

Eskontna politika se sastoji u podizanju i spuštanju kamatne stope po kojoj centralna banka daje kredite poslovnim bankama u cilju delovanja na kreditni potencijal banaka, a preko njega na celokupne robno–novčane odnose, zaposlenost i nacionalni dohodak (proizvodnju).

Eskontna stopa je u stvari kamatna stopa po kojoj centralna banka prima u reeskont od poslovnih banaka menice i druge hartije od vrednosti.

Eskontnom politikom centralna banka u stvari određuje cenu kredita koji odobrava poslovnim bankama, bilo preko reeskontnih kredita, bilo drugih oblika kredita. To je „zvanična" cena novca u privredi od koje daije zavisi kamata po kojoj će poslovne banke odobravati kredite svojim komitentima. Regulisanjem kamatne stope po kojoj centralna banka daje kredite poslovnim bankama i preko tog kamatne stope po kojoj poslovne banke daju kredite komitentima neposredno se deluje na visinu tražnje kredita **i** novčani opticaj (novčanu masu). „Kada monetarne vlasti steknu uverenje da je visina kredita, koje su banke odobrile, dostiglo nivo koji ugrožava privrednu stabilnost,

[222] Videti Sire: Kapital,Hnansijskasnagaipravciuansformacije nankarstva Jugoslavije(studija).'dir.dr..S. Komazec. izd. IEN. Bcograd. 1965. Videli i dr. Ž. Ristić. op. cit. str. 128.

centralna banka pristupa podizanju svoje kamatne stope – znači ona poskupljuje cenu kredita usled čega nastaje opšte povećanje kamatne stope u privredi, a poseldica toga biće da se kredit manje traži, da se već uzeti krediti otkazuju, da se investicioni planovi odlažu i sl.[223]

Promenama u visini eskontne stope centralna banka nastoji delovati na ponudi i tražnju novca i kratkoročnih hartija od vrednosti na novčanom tržištu i uslove koji vladaju na području kamatne politike u celom kreditnorn i bankarskom sistemu.

Povećanjem eskontne stope stvaraju se nepovoljniji uslovi za reeskontne kredite centralne banke, čime se deluje na opštu kamatnu stopu i tražnju kredita banaka kod centralne banke **i** privrede kod banaka. Povećanje kamatne stope primenjuje se kada se na tržištu oseća veća količina novca i inflacioni poremećaji. Suprotno tome, smanjenje eskontne stope treba da dovede do povećanja novčane tražnje **i** podizanje privredne aktivnosti kada je njen pad posledica deflacije, odnosno nedostatka novca u privredi.

Eskontna politika uz regulisanje kamatne stope obuhvata i druge uslove po kojima centralna banka odobrava reeskontne kredite poslovnim bankama (uslovi reeskonta, rokovi, hartije od vrednosti koje se uzimaju u reeskont, plafon reeskonta i dr.). To je, dakle jedno kompleksno područje monetarnog regulisanja koje ulazi i u područje delovanja drugih instrumenata monetarnog regulisanja i ukupne makroekonomske politike.

Ovakva šira uloga eskontne politike zahteva od centralne banke i određenu elastičnog u brzom prilagođavanju privrednim kretanjima, u zavisnosti od ciljeva koji se žele postići monetarno–kreditnom politikom.

Diskontna stopa je, videli smo, kamatna stopa po kojoj centralna banka naplaćuje date kredite, uglavnom poslovnim bankama (ali i državi). Diskontna stopa je instrument u rukama centralne banke kojom ona deluje na tražnju primarnog novca, a time i količinu novca u opticaju. Promenama diskontne stope ne samo da se menja cena zvaničnog novca, već se i menjaju monetarni uslovi na finansijskom tržištu. Ona je „barometar" za ocenu stanja konjunkture u privredi – da li se radi o prevelikoj količini novca (uz to da li je novav jevtin) pri čemu prete inflatorne tendencije, odnosno preterana konjunktura vezana za ekspanzivnu ili liberalnu monetarnu politiku, odnosno da li u privredi vlada deflacija, manjak novca u opticaju „skup novac", a time i recesione tendencije vezane za oštru restriktivnu monetarnu politiku. Povećanje diskontne stope, dovodi do smanjenja kredita poslovnih banaka (manje tražnje i vraćanja već korišćenih kredita) kod centraine banke,[224] a to dovodi do smanjenja likvidnih rezervi banaka, povlačenja kredita iz privrede i smanjenja mase novca u opticaju. Radi se o restriktivhoj monetarnoj politici. Suprotno tome, kada centralna banka oceni da u privredi viada recesija, nestašica novca (deflacija) i si. tada snižava diskontnu stopu,[225] a čime podstiče poslovne banke da povećaju korišćenje primamog novca, što dovodi do porasta bankarskih kredita, porasta likvidnih rezervi banaka i multiplikacije kredita i depozita u bankarskom sistemu.

Često se diskontna stopa centraine banke menja kao posledica prilagođavanja ove stope već nastalim promenama kamatnih stopa u bankarskom sistemu (porast ili snižavanje). Zaostajanje u procesu prilagođavanja diskontne stope dovodilo bi do toda da je primami novac veoma jevtin (kada diskontna stopa zaostaje iza porasta ostalih

---

223 Dr Miloš Vučković: *Bankarstvo* ... sir. 281. Videti šire o navedenom u knjizi *i* dr Slobodan Komazcc: *Monetarna i finansijska ekonomija,* Split. 1988. i Ž. Rislić – Dr S. Komazcc: *Monctarna i* fiskalna *stratcgija,* Beograd. 1993.

224 Pod uslovom da su banke oselijive na porast lii snižavanje diskontne stope. U našoj privredi ta je osetijivost mala i na veće prodmene ove stope.

225 Sa drugira stimuiativnim merama monctame politikc.

kamata) ili je ovaj novac preskup (kada diskontna stopa sporije pada od pada kamata u bankarskom sistemu).

U situaciji kada su poslovne banke izložene iscrpljivanju svojih Likvidnih rezervi, kada su prenapregle kredline plasmane, ali i kada im depozitna baza slabi, naplativost kredita je niska (kod nas u poslednjim godinama do 37%), tada je zavisnost banaka od kredita centraine banke izuzetno visoka. Kreditna aktivnost * banaka i politika održavala potrebne likvidnosti direktno zavise od novca centralne banke. Tada je osetljivost banaka na promene diskontne stope mala, jer banke prihvataju gotovo svaku promenu kamate samo da dođu do potrebnih sredstava centralne banke. Centralna banka tada koristi i dmge instmmente monetarne regulacije, čime nastoji održati pod kontrolom kreditno i novčano tržište, a indirektno i tržište kapitala.

Centralna banka često nije spremna da bankama nadoknadi. manjak likvidnih sredstava i ne daje novu kreditnu podršku, zbog čega se poslovne banke moraju orijentisati na tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Manipulisanje eskontnom stopom kod nas je dosta retko, a promene izrazito male da bi ona mogla predstavljati značajniji instrament monetarno–kreditnog regulisanja.

Efikasnost eskontne politike određene centralne banke zavisna je od stepena razvoja bankarskog sistema i povezanosti centralne banke s ostalim bankama, odnosno od intenziteta kreditnih odnosa centralne banke i poslovnih banaka, zavisnosti privrede od kredita, zavisnosti kredita banaka od sredstava centralne banke. Pored toga, efikasnost eskontne politike tesno je povezana i sa delovanjem, obimom i strukturom tržišta novca i kredita i tržišta kapitala. Što su ova tržišta razvijenija i učešće banaka u njima veće, to je i uloga eskontne politike centralne banke veća.

Navedenim uslovima treba dodati i stepcn povezanosti kamatne stope poslovnih banaka sa eskontnom stopom, kao i stopu inflacije u zemlji koja umanjuje značaj i efikasnost kamatne stope u privredi uopšte. Postoje brojni faktori zbog kojih politika kamatne stope nije tako efikasan instrument monetarnog regulisanja kao drugi instrumenti.[226]

Efikasnost eskonfae, llomlbardinie, diskontne (i rediskontne) stope tesno je povezana sa delovanjem i jazvojem tržišta novca *i* kapitala, finansijskih instrumenata i centralne banke. Sto su ova tržišta razvijenija i učešće banaka i centralne banke na njima veće, to je i uloga i efikasnost eskontne politike centralne banke veća.

[226] Videti žire u knjizi: dr S. Komazec: StrategiJESia'lišUzscije ekonomskog sistema, N!P Štampa, Šibenik, 1978. i Monetarna I finansijska ekoBoraija, 1978. i dr S. IComazec: Eskontaa stopa ccntralna banke i kamatne stope ssa bankarski fcredit 1 depo'zitni n'ovac, Rnansije', Beograd, 5–6,1971, str. 283–305.

5. OPERACIJE CENTRALNE BANKE NA OTVORENOM TRŽIŠTU

Centralna banka u razvijenim tržišnim privredama sa razvijenim finansijskim tržištem direktno se uključuje u operacije kupovine ili prodaje kratkoročnih hartija od vrednosti na tržištu.

Koje su to hartije od vrednosti videli smo na drugom mestu u ovom radu. Centralna banka vrši i kontrolu novčanog tržišta putem diskontne, lombardne i reeskontne stope, ali i direktnim operacijama na otvorenom tržištu.

Ovim instrumentima Centralna banka nastoji uspostaviti i održati ravnotežu ponude i tražnje na novčanom tržištu, a posebno promenama kamatne stope i kupovinom i prodajom hartija od vrednosti (open market operacijama). Pored toga indirektno se deluje i na kreditni potencijal banaka, njihovu kreditnu aktivnost i likvidnost, a preko njih i na ukupnu privrednu aktivnost. Istovremeno se deluje i na raspoloženje i odluke vlasnika novca da ga troše. ulažu u određene hartije od vrednosti ili ulažu na štednju kod banaka.

Transakcije kupovine ili prodaje hartija od vrednosti odnose se najčešće na državne hartije od vrednosti (obveznice), ali i sopstvene obveznice, ili obveznice drugih subjekata koje prihvati centralna banka kao predmet finansijskog tržišta. Ove transakcije predstavljaju veoma značajan instrument regulisanja količine primarnog novca, a posebno u razvijenim privredama.

Operacije centralne banke na tržištu hartija od vrednosti su efikasan instrument pod uslovom da postoji razvijeno finansijsko tržište (posebno državnih obligacija, ali i obveznica centralne banke), uz to da centralna banka ima dovoljno mogućnosti da efikasno vrši kupovinu ili prodaju ovih hartija od vrednosti.

Operacije na ovom tzv. „otvorenom tržištu" („open Market Policy") imaju zadatak da izazovu željene promene u masi novca i kredita u privredi (likvidnost), ali i da deluju na visinu i strukturu kamatnih stopa, odnosno opšti nivo privredne aktivnosti. To i jeste osnovni smisao promena kamatnih stopa centralne i poslovnih banaka. Kada se očekuje, ili se već oseća, pad privredne aktivnosti, hlađenje konjunkture, porast nezaposlenosti, slabiji poslovni izgledi, slabljenje berze, povećani rizik ulaganja, obično centralna banka aktivira mehanizam „preventivnog upozorenja" preko snižavanja diskontne i lombardne stope. To je znak banaka i drugim subjektima da je poseban zaokret u konjunkturi i ukupnom ponašanju, što će centralna banka podržavati svojom kamatnom politikom, liberalnijom politikom kreditiranja i ekspanzivnom politikom otvorenog tržišta. Operacije na otvorenom tržištu deluju direktnije i brže (u očekivanom pravcu) u odnosu na promene kamatne stope, odnosno diskontne stope).[227] Delovanje diskomtas stope je inditektno preko promena troškova kamata poslovnih banaka i preduzeća. Svaka kupovina hartije od vrednosti od strane centralne banke povećava obim primamog novca (za vrednost

[227] *Prosečna ponderlsana kamatna stopa na* prodate hartije od vrednosti Narodne banke Jugoslavije iznoslia je *na godisnjem nivou 107,8%,* a *oko 6,18%* na *mesečnom* nivou. *U* međubankarskim odnosima („neformalna *tržišta") kamatate se krecu* od *16–18% na mesećnom nivou. Visoka tražnja kredita,* nelikvidnosti banaka, *slaba depozitna baza banaka i* dr. stvaraju *pritisak na rast kamatnih stopa.*

kupljene hartije od vrednosti centralna banka ubacuje odgovarajuću masu primamog novca). Svaka prodaja hartija od vrednosti od strane centralne banke znači povlačenje novca iz opticaja. To je odraz restriktivne monetarne politike banke. Promene mase primarnog novca centralne banke dovode do multiplikativnih promena mase depozita i kredita (i likvidnosti) poslovnih banaka. Proces monetarne multiplikacije poslovnih banaka prihvata takav inicijalni impuls centraine banke i efekte širi na celi bankarski sistern. Smanjenje primamog novca može da ima višestruki efekat na smanjenje kreditnog potencijala i plasmana banaka, što može biti praćeno i porastom kamatnih stopa na tržištu novca i hartija od vrednosti. Suprotno će se događati kada se kupuju hartije od vrednosti i povlači primami novac iz opticaja.

Operacije na otvorenom tržištu imaće efekte na promene kamatnih stopa uglavnom u slučajevima kada se kamate obrazuju pod delovanjem ponude i tražnje novca, kredita i hartija od vrednosti.[228]

Centralna banka u privredama koje nemaju dovoljno razvijeno tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti često se pristupa određivanju kamatnih stopa na kredite, depozite i druge plasmane, vodeći pri tome računa o strukturi i odnosima tih kamatnih stopa, a s druge o očekivanim efektima koji se žele postići takvom politikom kamatnih stopa i monetarnom politikom u celini.[229]

---

228 Vidcti šire u knjizi: Stratcglja flnansiranja ekonomskog rasta. izd. ABC GLAS. Beograd. 1996. (dr S. Komazec. dr Ž. Ristić).

229 Videti šire u studiji „Centraina banka u uslovima savremene triline ekonomije", projekat. izd. NBJ. Beograd, 1994. (direktor projekta dr S. Komazec). – i knjigu: dr S. Komazec. dr Ž. Ristifj, dr J. Kovač: Finansijska tržiŠta i berze. izd. Čigojn. Beograd, 1996.

Š E S T I D E O

MONETARNO–KREDITNA POLITIKA

6

GLAVA PRVA

TEORIJA MONETARNE POLITIKE

1. OSNOVNE KONCEPCIJE O ULOZI MONETARNIH FAKTORA U REPRODUKCLJI

Novac je ne samo složen i vrlo heterogen savremeni fenomen već i vrlo značajan faktor normalnog odvijanja procesa reprodukcije. Pod novem i monetarnim faktorima treba podrazumevati pre svega, količinu novca i kredita u privredi,[230] bez obzira u kojem se obliku trenutno ona nalazila, kao i instrumente neposrednog monetarnog regulisanja i mehanizme prenošenja njihovog delovanja u privredi. Osnovno pitanje koje se nameće u monetarnoj teoriji i politici jeste kakav je odnos i međusobno delovanje monetarnih i nemonetarnih (reainih) faktora reprodukcije? Da li je monetarni faktori postaju inicijalni faktori određenih promena u privredi, i kakav. je karakter tih promena, odnosno, da li su realni faktori primarnog značaja i da li se monetarni faktori prilagođavaju tim reainim kretanjima u privredi? Pravi odgovor na to pitanje je od osnovnog značaja za vođenje monetarno–kreditne politike. No, u pogledu ovog pitanja danas postoje tri osnovne koncepcije:

1. Monetaristička koncepcija, prema kojoj monetarni faktori imaju dominantno delovanje u opredeljivanju tokova reprodukcije (proizvodnja, cene, zaposlenost, stabilnost, platno–bilansna ravnoteža, korišćenje kapaciteta i dr.).
2. Realma *M* materljallstička koracepcija, prema kojoj presudno delovanje na tokove reprodukcije imaju realni faktori (investicije, potrošnja i raspodela, proizvodnja, nivo dohotka i dr.), dok su monetarni faktori neutralnog karaktera i nemaju nikakav uticaj na tokove reprodukcije.
3. Varijanta realističkog pristupa u prvi plan ističe primamu ulogu realnih faktora, ali priznaje i povratno aktivno delovanje novčanog faktora. Ova teorija danas, uglavnom, dominira u monetarnoj teoriji.

Prema prvoj konccpciji monetarni faktori, a time i monetarna politika, imaju odlučujuće delovanje na sve tokove reprodukcije. Da li će privredni rast biti brži ili

[230] Kreditje, videli smo.izvor savremenog novca. Sto mnogi autori stalno isliču kada navodc daje savremeni novac. u slvari kreditni novac.

sporiji, da li će ekonomska politika uspeti da očuva veću ili manju stabilnost privrede u osnovi zavisi od uspeha kojim je u stanju da sebi podredi monetarni faktor, da „upravlja" novcem u privredi. To znači, zapravo, da li je u stanju da provodi više ili manje uspešno monetarno–kreditnu politiku. Ciklično kretandje konjunkture, videli smo, ova koncepcija objašnjava delovanjem novčanog faktora. Liberalna kreditna politika i ekspanzija novca dovode redovno do bržeg razvoja privrede i uzlazne faze ciklusa. Nasuprot tome, kontraktivno–kreditna politika sigumo vodi depresiji i visokoj nezaposlenosti rada i kapaciteta. Isto tako, kretanje cena, odnosno inflacioni poremećaj ova koncepcija isključivo veže za preteranis eranMJB novca (ekspanzivnu monetarno–kreditnu politiku), pad cena za restriktivnu monetarno–kreditnu politiku. Time je ovaj pravac neposredno posledica kvantitativne teorije novca, mada je ova koncepcija znatno šira od kvantitativne koja uglavnom promene cena posmatra kao isključivu posledicu delovanja monetarnog faktora. Doduše, i danas se emprijski može dokazati uska povezanost u kretanju reprodukcije i novčanog opticaja, pri čemu visokoj konjunkturi odgovara rasta cena i rast mase novca i kredita u privredi, kao što u fazi recesije i pada nacionalnog donotka i zaposlenosti gotovo redovno imamo pojavu padanja mase novca i kredita u privredi (mada ne dolazi do sniženja cena). Međutim, ova koncepcija, polazeći od površnih posmatranja, nije u stanju da sagleda: da promene ciklusa i zaokret konjunkture potiču od reaSnih faktora reprodnkcije, te da monetarni faktori samo prate takva kretanja, prilagođavajući se nastalim promenama. Marks je to uočio u svojoj kritici kvantitativne teorije sledećim rečima „od širenja i ograničavanja kredita, koji su samo simptom naizmeničnih perioda industrijskog ciklusa, pravi njihove uzorke".[231]

Druga, realna koncepcija, videli smo, polazi od stava da su realni tokovi reprodukcije od primamog značaja, dok su monetarni faktori sekundarnog. To su faktori koji se samo prilagođavaju promenama realnih faktora reprodukcije, omogućavajući njihov normalan tok („da od strane novčanog faktora ne bi došlo do smetnji u normalnim tokovima reprodukcije"). Prema ovoj kcncepciji, realni faktori dovode do cikličnog kretanja privrede, do zaokreta konjunkture, dok se monetarni faktori samo prilagođavaju tim, već nastalim, promenama. Visoku fazu konjunkturnog ciklusa prati rast novca i kredita u privredi, dok fazu recesije ili krize prati oskudica novca i restrikcija kredita. Isto tako povećanje nivoa cena povlači za sobom rast mase novca u opticaju, kao što i njihovo sniženje dovodi do smanjenja potrebne količine prometnih znakova za obavljanje smanjenog robnog prometa.

Budući da je očito, da u savremenm privredama nraoimetaml ffaktori MenuliaJM pasivnu ulogu, odnosno samo ulogu posrednika u preprodukciji, već da su i značajan aktivan faktor, a često i inicijalni faktor određenih promena u reprodukciji, to se ova realna koncepcija na kraju „koriguje", pretvarajući se u znatno realističnu treću varijantu.

Treća varijanta o ulozi monetarnih faktora u privredi i dalje ističe prlmarnu ulogu realnih faktora, ali priznaje i aktivnu uloga monetarnih faktora u svim tokovima reprodukcije. Monetarna kretanja, prema velikom broju ovih autora, ne samo da se prliagođavaju materijalnim kretanjima, već postaju i samostalan aktivan faktor kojim se može svesno delovati na tokove privrede. Prema ovoj koncepciji, bankarski sistem će kroz odgovarajuću monetarnu politiku staviti na raspolaganje privredi onoliko hovca i kredita, koliko to zahteva dati nivo proizvodnje i robnog prometa, uz dati nivo cena (društveni proizvod po tekućim cenama kao indikator „normalnog" snabdevanja reprodukcije novcem). Ova varijantaje danas dominantna u teoriji i politici, što je usko vezano za

[231] K. Marks: Kapital I. str. S29.

razvoj kreditnog (depozitnog) novca, manipulisanog novca u sve razvijenijem državnom intervencionizmu, pri čemu država za ostvarenje određenih ciljeva ekonomske politike (razvojnih, socijalnih, strukturnih i drugih) koristi novac i novčanu politiku centralne banke (koja joj je i dalje u rukama). Sve veći budžetski deficit, povezani sa sve većim javnim rashodima (investicionog, transfemog, čisto vojnog karaktera) koji se pokrivaju emisijom novca, dovode do njihovog sve većeg delovanja u privredi, izvan njegovih normalnih funkcija prometa i plaćanja.

To znači da danas postoji dijalektičko jedinstvo realnih i monetarnih faktora u reprodukciji, pa u jednom momentu mogu imati primat prvi, u drugom drugi faktori, mada u osnovnom odnosu treba istaknuti primarnu ulogu realnih faktora reprodukcije. Ovim smo dobili odgovor na pitanje vođenja i efikasnosti monetarne politike (o čemu kasnije šire raspravljamo), da joj se ne bi, što se često čini, stavljali u zadatak i takvi ciljevi u razvoju, koje ona objektivno ne može ostvariti. Zbog čega se često ističe – da za uspešno sprovođenje monetarno–kreditne politike, treba paralelno sprovoditi i drugi kompleks mera na području stabilizacije kao:

1. Fiskalnu politiku,
2. Spoljnotrgovinsku politiku,
3. Deviznu politiku,
4. Politiku dohodaka,
5. Politiku investicija i dr.

Da bismo dobili zadovoljavajući rezultat na području politike novca i kredita.[232] Mogućnost delovanja novca i kredita u reprodukciji šire je objašnjena u delu gde se objašnjava značaj i uloga bankarskog kredita u savremenoj privredi.

2. TEORIJSKA SHVATANJA O PRENOŠENJU MONETARNIH EFEKATA U REPRODUKCIJI

Novac je, videli smo, ne samo dosta heterogen mehanizam u modemoj privredi, već i izvanredno efikasan faktor u procesu stabilizacije (ili destabilizacije) privrednog organizma, ali i omogućavanja tokova reprodukcije u celini.

Moderna teorija nastoji, pre svega, da nađe odgovor na pitanje **transmisionog** mehanizma u delovanju osnovnih monetarnih varijabla na procese reprodukcije. Drugim rečima, kako i kojom brzinom mogu instrumenti monetarne politike delovati na osnovne makro–agregate, kao što su: nacionalni dohodak, cene, zaposlenost, konjunktura, uvozno–izvozni kompleks i platni bilans, likvidnost reprodukcije i dr.

Novac i monetarne mere, sigurno je, deluju **na ekonomsku aktivnost.** Međutim, što se tiče prirode i mehanizma transmisije ovog delovanja shvatanja se u samoj osnovi mnogo razlikuju. Jedno shvatanje je **kejnzijanska koncepcija** (u čijoj osnovi su odnosi

[232] „Dovoljna koliEina novca jesle potreban, a!i ne dovoljan usiov za ekonomsku ekspanziju" (Alvin Hansen: Monetarv Thieory and Fiscal Policv, New York, 1949., sir. 198).

prihodi – rashodi) i mehanizam kamate kao glavna veza između novca i ekonomske aktivnosti, odnosno dinamike **i** ponašanja osnovnih agregata (investicija, zaposlenosti, dohotka i dr.). Drugo shvatanje odbacuje podelu ekonomske teorije na analizu nacionalnog dohotka (makroekonomija) i na teorliju cena (mikroekonomija). Prema ovoj teoriji, proizvodnja **i** zaposlenost se objašnjavaju odgovarajućim promenama relativnih odnosa i promenama cena. Ovo bi **se** moglo smatrati srednjim shvatanjem. I konačno, na sasvim drugom polu, nalazi se poznata **neokvantitativna koncepcija s** poznatim elementima.

Predstavnici kvantitativne teorije, u svim varijantama u kojima se ona pojavljuje, posmatraju varijacije količine novca u odnosu prema nacionalnom dohotku kao stratesku kategoriju stabilnosti i ekonomskog rasta.

Predstavnici neokvantitativne teorije novca, posebno čikaška škola, polaze od toga da su novac i monetarna politika od primarnog značaja u regulisanju konjunkture, da promene „monetarne baže" odlučujuće deluju na nacionalni dohodak i ostale makroagregate.[233]

Promena volumena novca postaje, dakle, globalni izraz monetarne politike, a provodi se uz neposredno delovanje mase novca na ekonomsku aktivnost. Time promena stope rasta obima novca deluje na realni društveni proizvod (posle izvesnog vremenskog intervala, u kojem se ogleda zakašnjavanje u delovanju monetarne politike, o čemu ćemo na drugom mestu šire raspravljati). Monetarna_pohtika je, znači, putem kontrole novčane mase veoma efikasna kao instrument stabilizacije, znatno efikasnija od fiskalne politike.[234] Ovakva neokvantitativna shvatanja su podvrgnuta ozbiljnoj kritici, posebno u zadnje vreme. Polazeći od toga da očita uzajamna povezanost koja postoji između dohotka i količine novca, može poticati ne od strane novčane mase, već od strane ponašanja dohotka, uzrok i posledicu je teško odvojiti i jasno diferencirati, jer najčešće vlada uverenje da se „ne prilagođava ekonomski proces količini novca, već obrnuto, količina novca ekonomskom procesu".[235]

Monetarni impulsi, prema ovim shvatanjima, prenose se na privredu preko relativnih promena cena, koje sa svoje strane, deiuju na tražnju novca, na realne vrednosti, stvaranje novih sredstava i obaveza i „prinosa od sredstava" (kamatu), odnosno na proizvodnju i potrošnju. Prve analize ovog delovanja nalazimo kod K. Wicksella, I. Fishera i M. Kevnesa.[236] Postoji, dakle, tipičan redosled međuuticaja novca i dohotka, odnosno cena.

Funkcija tražnje novca i tražnje kredita se uključuju u celovit sistem s funkcijama investicija, potrošnje i formiranja dohotka. Do sada formirani ekonometrijski modeli su pokazali kako početna promena u raspoloživoj novčanoj masi sukcesivno deluje na nacionalni dohodak i cene, a ovo se dalje sa svoje strane odražava na promene kamatnih stopa, cenu kapitaia, sklonost potrošnji. Konačno, sve skupa povratno deluje na formiranje dohotka.[237]

Teško je danas prihvatiti stavove neokejnzijanaca da ukupna količina novca predstavljaju jednu od varijabila koje utiču na konjunkturu, ali samo indirektno, putem

---

233 M. Friedman: A. Schwartz: Money and Businciss Cycles, Review of Economic Statistics. 1963. str. 32–64 (sv. HLV).

234 K. Brunner: The Role of Moncv and Monetary Policy, Rcviciw of the FRB of St. Luis. br. 7. 1968. str. 9–24. Tczaproizlazi izstavadaje funkcijatražnje novcaznatnostabilnijaod funkcije poirošnje.dokje upravo funkcija potrošnje ta na kojoj se zasniva delovanje i efekti promcna javnih rashoda i poreskih stopa.

235 M. Wilms – J. Siebke: Teoretičari i monctarnapolitika, NBJ. Prevodi, 8. 1971., str. 25.

236 Videti: J. G. Clouwer–E. Shaw: Money inaTheory of Financc. Washington, DC, 1960, Brooking Institutc.

237 K. Brunner: The Role ofMoney and Monetary Policy, NBJ, br. 2. 1970.

transmisije preko kamate. Lančana reakcija, koja nastaje promenama količine novca preko kamate, deluje na tražnju investicija (I). Investicije, pak predstavljaju samo sastavni deo globalne tražnje, koja deluje na privredni rast.[238]

Funkcija i visoka korelacija u kretanju količine novca, dohotka i piatnog bilansa je u teoriji dokazana, bez obzira da li je predominantno delovanje na strani novca lii dohotka kao endogenog parametra.

Postoje i druga shvatanja prema kojima promene i serije novčane mase prethode serijama dohotka, ali to još uvek ne znači da uzročn veza ide od novca prema dohotku. Jer,

1. Promene novčane mase, koje **prethode promenama serija dohotka,** mogu biti posledica reagovanja monetarne politike na faze cikličnog kolebanja,'
2. Promene koje se očekuju u troškovima (izdacima) mogu dovesti do promena u novčanoj masi, odnosno do promena novčane mase pre promena dohotka.

U kraćim vjemenskim periodima postoji uzajamno delovanje novca i dohotka, i to kroz stalni pročes monetizacije **privrede.**

Postojanje stalne veze između novca i dohotka ne znači da postoji veza samo u jednom pravcu, odnosno da novac deluje na dohodak. Postoji uska povratna veza dohotka i procesa stvaranja i poništavanja novca s većim uzročnim delovanjem dohotka (ekonomske aktivnosti) na novac, što teoretičarima, koji pripadaju realističnom pravcu, daje izvesne jače argumente.[239]

Drugo, vremenska povezanost novca i ekonomske aktivnosti (kroz izvesno zaostajanje del&vanja u vremenu) nije u mogućnosti da objasni precizno koliko variranje monetarnog rasta dovodi do fluktuacija ekonomske aktivnosti.

Treće, visoka korelacija između promena količine novca i ekonomske aktivnosti u cikličnim kretanjima je dokazana, uz određeno zaostajanje u ponašanju agregata privrede iza promena količine novca.

Četvrto, u projekcijama i analizi efekata „promena količine novca treba da uhvati i interval između emitiranja monetarnog impulsa i njegovog krajnjeg delovanja na ekonomsku aktivnost".[240]

Kako postoji čvrst odnos između dohotka i količine novca, raspoloživa količina novca može da se menja autonomnim monetarnim merama – pri čemu preduzeća i proizvođači prilagođavaju svoje izdatke stanja opšte likvidnosti, da bi uspostavili željeni nivo sredstava. Ukupna količina novca, u krajnjem slučaju, **de**luje na izdatke privrede, a ovi na nacionalni dohodak i zaposlenost te se povećanja vrše do onog nivoa koji odgovara novom odnosu novca i dohotka.

Teorija novčane baze je.uspela da dokaže usku vezu između stopa promena novčane mase i društvenog proizvoda, ali se time još ništa ne kaže o uzročnoj vezi ovih agregata. Ciklična kretanja kod više zemalja nastoje se objasniti upravo promenama ukupne novčane mase. Promene štope rasta novčane mase, prema ovim shvatanjima redovno prethode fluktuacijama privrednog ciklusa.[241] Tp znači, ukoliko se žele stabilizovati

---

238 Kakodaseuposlednjimgodinamakamatanijepovećalana 12– 18% (čak i eskontna stopa 10– 12%). praćen visokom stopom inflacije. visokom tražnjom, padom stope rasta i zaposlenosti.

239 Dr S. Korhazec: Stratcgija stabilizacije ekonomskog sistcma,.., str. 357.

240 Karl Brunner. The Rolč of Money and Monetarv Policy..., str. 17.

241 Isto tako i fluktuacijamaindustrijskc proizvodnje, bankarskih kredita, ponaSanje potrošaia i dr. Prekrctnica u monetarriom rastu prethodi prcokretu u ekonomskoj aklivnosti, ali se to može objašnjavati i delovanjem realnih ekonomskih faktora na novčanu masu. Studije iz oblasti monetarne tcorije ukazuju na ovakvo delovanje, odnosno zbog čega ciklična pomeranja monetarnog rasta prcthodc promenama ekonomske aktivnosti, budući da to značajno

oscilacije konjunkture – treba stabilizovati ekspanziju ukupne količine novca – a time se, prema M. Fridmanu, došlo do „konstantne godišnje stope rasta novčane mase".[242]

Povezanost monetarnog 'i ekonomskog ubrzanja, odnosno usporavanja, je u teoriji dosta jasna. Zapaženo je da su veća ubrzanja ili usporavanja monetarnih impulsa praćena ubrzanim, odnosno usporenim, kretanjem realnog nacionalnog proizvoda.

Ne upuštajući se dublje u teorijske probleme uzajamnog delovanja monetarnih i realnih faktora u reprodukciji, neophodno je, još jednom, navesti da se disproporcije u privredi i neuravnoteženost javljaju pre svega na strani realnih faktora reprodukcije, masa i monetarni faktori mogu postati samostalan faktor krize ili faktor „koji produbljuje već nastalu krizu".[243]

Poznato je da u usiovima ekspanzije dolazi, pored ostalog, i do porasta cena, što je usko vezano za proširenje monetarnog volumena koji deluje na porast proizvodnje i prometa, ali i na daljnji rast cena. Time ekspanzija novčane mase, delujući na rast proizvodnje i zaposlenosti, istovremeno dovodi i do porasta ukupne novčane tražnje, odnosno potrošnje. Istina, ekspanzija novca i kredita ne stoji u većoj stalnoj i utvrđenoj srazmeri prema formiranju tražnje, ali je opsta tendencija u ponašanju ova dva agregata ista. Rast novčane mase dovodi do rasta tražnje, a ona sa svoje strane, dovodi do proširenja reprodukcije i porasta svih oblika potrošnje.

Kredit i novac podržavaju ili ograničavaju reprodukciju – zavisno od osnovne orijentacije monetarne politike, odnosno da li je ekspanziono ili restriktivno orijentisana. Prema ovakvim shvatanjima, ukoliko se žele ograničiti ciklična kretanja u realnom sektoru privrede, mora se staviti pod kontrolu i ograničiti ekspanzija ukupne količine novca u privredi.[244]

U fazi preteranog uspona konjunkture centralna banka i kmg poslovnih banaka nastoje – smanjiti stopu rasta bankarskih kredita – da bi se suzbila preterana konjunktura, naravno, uzimajući u obzir i vremensko zaostajanje u delovanju mera monetarne mase na konjunkturu, sve više preovladava uverenje da bi povećanje količine novca i kredita trebalo biti dosta ujednačeno i nezavisno od fluktuacija privrednog ciklusa. Ovakvi stavovi ne uzimaju dovoljno u obzir osnove stvaranja novca u danas dirigovanoj privredi, u kojoj sve manje ostaje paralelan odnos i suprotna kretanja robe i novca, u kojoj novac postaje instrument za celi niz drugih često neekonomskih ciljeva, posebno u sferi pokrivanja sve većeg obima javnih rashoda.

deluje na strategiju monetarne vlasti u sprovođenju monetarne politike (već prema oceni postojeće, a ne neke buduće situacije).

242 M. Fridman: Teorijanovca i monetarna politika... str. 86. Vidi i H. Johnson: Monelary Theory and Policy. American Economic Review,jun, 1962.

243 Videti: J.Tobin: Notes on Optimal Monetarv Growth, Joumal of Politica! Economv, aug. 1968. i A. Marty: The Optimal Rate of Growth of Moncy, ibidem.

244 Polazi se od pretpostavke da se novac ubrizgava u proccsu proizvodno–prometne sfere. da podstiču investicije i likvidnost privrednih subjekata i time dovode do porasta potrošnje. Novčana tražnja prethodi finalnoj potrošnji. Moguće je da se emisija novca vrši za finanslianje budžeta i lične potrošnje, te dolazi do gotovo automatskog porasta mase novca i novčane fmalne tražnje.

3. NOVAC I PRIVREDNA AKTIVNOST

ULoga novca u određivanju tokova ekonomskih procesa i danas je predmet oštrog razilaženja ekonomista. Dok novac, prema jednima, vrši kontrolu nad ekonomskim procesima, drugi veruju da on nema neki veći uticaj na ekonomske procese, odnosno da je on gotovo neutralan faktor u reprodukciji. Prema stavovima neaktivnog novca, obično se polazi od toga da se količma novca samo prflagođa'va realnisn poinrebania privrednog razvoja, tako da se svodi na pasivan element sistema. S druge strane, odnos novca prema drugim agregatima je promenljiv, zapravo ne može se uspostaviti neki stalni odnos kao faktor s kojim se može u politici unapred računati, a time i svesno uticati promenama mase novca na privrednu aktivnost.

Tvrdnju da je novčana masa aktivan faktor u privrednim procesima, obično se nastoji potkrepiti s tri sledeća elementa:

1. Promene količine novca u privredi imaju redovno određena veća ili manja delovanja u celokupnoj privredi.
2. Odnos novca prema većem broju makroagregata (dohodak, investicije, potrošnja) nije relativno stablian i predvidljiv u vremenu, a time postaje instrument svesnog usmeravanja privredne aktivnosti.
3. Novčanu masu u privredi je moguće dosta efikasno kontrolisati preko instrumenata monetarne politike, a s njom danas uspešno manipuliše centralna banka s krugom poslovnih banaka.

Kod Kejnza i neokejnzijanaca u razrađenoj teoriji potrošnje dohotka pošlo se, videli smo, od toga da sklonost likvidnosti određuje kamatnu stopu, a odnos kamatne stope i stope marginalne efikasnosti kapitala određuje ponašanje investicija. S druge strane, u jednom logičnom nizu, investicije i marginalna sklonost potro.šnji, određuju dohodak, proizvodnju i nivo zaposlenosti.

Budući da je marginalna sklonost potrošnji dosta stabilna, kao i muStipLikator investicija, određivanje nacionalnog dohotka je dato proizvodnjom promene investicija i rnultiplikatora (AY = AI • Mm). Predstavnici neokvantitativne teorije poiaze od toga da porast novčane mase (AM) dovodi do porasta dohotka, a on je jednak proizvodu porasta količine novca i brzine formiranja dohotka, dakle Y = M • V. „Dohodak se nalazi u linearnom odnosu prema količini novca".[245]

Prema M. Fidmanu i D. Meiselmannu, koji su upoređivali brzinu opticaja novca i multiplikator potrošnje (investicija), brzina opticaja je stabilnija funkcija dohotka. Tražnja novca je stabilna, bilo u nominalnom bilo u realnom izrazu. Mnogi modeli su ukazali da postoji konzistentniji odnos između potrošnje i količine novca od konzistentnosti investicija i rashoda kod kejnzijanske teorije.[246] Time se došlo do zaključka da je količina novca značajniji indikator u određivanju potrošnje nego „rashodi

[245] Dž. MaćeSić: Novac, monctarna politika i ekonometrijski modcli, Jugoslovensko bankarstvo, br. 12, 1973. str. 16. Prema ovom autoru bVzina formiranja doholka je u SAD i Kanadi daleko stabilnija od investicionog multiplikalora u svim posmatranim godinama.

[246] Dž. MaceJić: Oživljavanje značaja monetarne i finansijskc politike, Jugoslovensko bankarstvo, br. 3.1973, str. 8. Vldeli u tom pogiedu i G. Macesish: The Canadian Journa! of Economics and Political Science, VLiI. 1964. str. 368.

iz nekog ranijeg perioda".[247]

Postoji mišljenje da dugoročne promene u realnoj količini novca po stanovniku stoje u visokoj korelaciji s dugoročnim promenama u realnom dohotku po stanovniku. Prema M. Fridmanu, korelacija se kreće od 0,99, uz elastičnost od 1,8, što znači da je povećanje realnog dohotka po stanovniku za I % povezano s povećanjem realne količine novca za 1,8% a time i opadanja dohodne brzine opticaja za 0,8%.[248] Količina raspoloživog novca koleba u suprotnom pravcu od brzine opticaja. Time se izvodi zaključak da „velika kolebanja u cenama vemo odražavaju velika kolebanja u količini novca po jedinici proizvoda".[249]

U pokušaju testiranja navedenih hipoteza, u našoj privredi takvu zakonitost i povezanost nismo uočili.

Posmatrajući kretanje realne količine novca i realnog nacionalnog dohotka u ciklusu, primećeno je da realna količina novca raste u fazi ekspanzije i opada, ili sporije raste, u fazi kontrakcije ciklusa. „Međutim, amplituda kretanja u realnoj količini novca ima daleko manji raspon nego amplituda kretanja u realnom dohotku".[250]

Time bi, u stvari, realna količina novca trebala delovati stabilizaciono na ciklične oscilacije, smirujući ih, odnosno sužavajući raspon oscilacija. To, izgleda, ne vidi kvantitativna teorija novca, već naprotiv, polazi od suprotnog stava, da oscilacije u monetarnom rastu dovode (i uzrokuju) oscilacije u privrednim kretanjima (ciklične oscilacije).

Posleratni ekonomski razvoj je jasno.pokazao da tvrdnja o stabilnosti monetarnog multiplikatora (kao i multiplikatora javnih rashoda i multiplikatora poreza) nema osnova, odnosno nema dovoljno indicija za potvrdu takve hipoteze, te je i poverenje koje je dato njihovom delovanju u privredi bilo preterano, posebno u odnosu na efekte koji se postižu promenama brzine opticaja novca u svim privredama.[251] Tako je i teorija da je „i novac značajan u razvoju i stabilnosti privrede". Ovo je posebno došlo do izražaja onog momenta kada se promenama novčane mase donekle postigla stabilnost cena, kada je uspostavljena kontrola nad novčanim opticajem i kada se u poslednje vreme kamata slobodnije formirala na visokom nivou (12–15%).[252]

Ppstoji, dakle, veća korelacija između ukupne količine novca i potrošnje, odnosno nacionalnog dohotka, nego između **autonomnih rashoda** (kejnzijanskih investicija) i **potrošnje.** Novije makro–analize, isto tako, pokazuju da ranije tvrdnje – po kojima ukupna količina novca nije od značaja, te da se dohodna brzina opticaja ponaša veoma neravnomerno i da stoga ne mogu biti elemenat sigurnosti i predviđanja u aktivnoj stabilizacionoj politici – nemaju stvarne važnosti. Takvi stavovi, a dominirali su do pre desetak godina, su ,i doveli do podređene uloge novca u ekonomskoj analizi i politici stabilizacije.

Novija istraživanja su otkrila da promene u novčanoj masi u privredi deluju na rashode i potrošnju maksimalno nakon šest meseci od izvršenih inicijalnih promena novca.

---

247 Milion Friedman: The Quantity Theory of Money – A. Restatemcnt (u knjizi M. Fridman: Teorije novca i monetarna politika. str. 15–34).

248 M. Fridman: Teorije novca i monetarna politika. Rad. Beograd. 1972. str. 37.

249 Isto. str. 38. Realna količina novca je godišnji rast nominalne količine novca, korigovan za godišnji rast cena.

250 Isto, str. 38.

251 Dohodna brzina opticaja, prema kvantitativnoj teorijf. je odnos između nominalnog dohotka i godišnje količine novca kojase natazi u opticaju (Ml). Implicitni deflator cenajekretanje koje se dobija podelom nominalnogs realnim dohotkom. (M. Fridman, op. cit., str. 39). Realni dohodak je, da se podselimo, ostvareni dohodak sveden na nepromenjene cene, što se obično čini preračunavanjem nominalnog dohotka najednu godinu, koja se uzima kao bazna godiria (stalne cene).

252 Videti podatkc o ponašanju kamata kao Bazna godina (stalne cene).

Isto tako dokazano je da i rashodi na potrošnju imaju visoku korelaciju s promenama u novčanoj masi, ako su nastali pre dva tromesečja, dok u istom tom periodu postoji slaba korelacija između potrošnje i autonomnih rashoda.

Prema mnogim studijama, rađenim u poslednje vreme, potvrđeno je da je „brzina formiranja dohotka" stabilnija funkcija od multiplikatora investicija. Zbog toga, prema većem broju shvatanja pristup koji uzima kvantitativna teorija kod promena dohotka sigurniji je od pristupa potrošnji dohotka. Istina, ovde se još ne vidi šta je uzrok, a šta posledica promena: da li je dohodak primaran faktor, a količina novca sekundaran (izveden), ili obrnuto. Lako je prihvatljiv i stav, koji se iz toga svega izvlači, naime, da je sa stanovišta ekonomske politike lakše predvideti i kontrolisati količinu novca, nego predvideti i kontrolisati izdatke, odnosno potrošnju. Zbog vrlo promenljivog utfcaja količine novca na dohodak i privrednu aktivnost, prema neokejnzijanskoj teoriji, „teško je i pored svega prihvatiti novčanu masu kao glavni ekonomski indikator u kompenzatornoj ekonomskoj politici".[253]

Kako stvarno postoji visoka korelacija promena novčane mase i investicija, odnosno stope rasta, očito je da je ova veza jedna od jačih argumenata monetarista – i da se u posiednje vreme snažno potencira.

Kontrola ukupne količine novca, prema monetaristima, predstavlja glavni instrument ne samo inflacije već i defiacije. odnosno rasta nacionalnog dohotka i zaposlenosti. Prema njima je ranije, naročito posle velike ekonomske depresije i drugog svetskog rata, teorija dohodak – rashodi pokazivala veću efikasnost, zbog čega je, konačno, i došlo do „kejnzijanske revolucijee" tridesetih godina, alli je u savremenim privredama delovanje politike novca daleko veće i efikasnije od fiskalnih mera.

Sve je to dovelo do „velikog zaokreta" u regulisanju privrede s dotadašnjeg osnovnog odnosa dohodak → rashodi, k novom odnosu, na relaciji: novac → investicije → nacionalni dohodak → novac. Dakle, početak i kraj tog lanca međuzavisnosti jeste novac. On sada postaje osnovni faktor pokretanja ili kočenja privredne aktivnosti.

Od Kejnzovog napada na klasičnu monetarnu teoriju i odbacivanja njenih osnovnih postavki sve do drugog svetskog rata interes za novac, u okviru makrosistema, je opao, da bi ponovno oživeo kao odraz objektivnog razvoja vezanog za posleratnu inflaciju, deficitno finansiranje, javni dug i međunarodne monetarne probleme. To je pred teoriju i monetarnu politiku stavljalo brojne i složene zadatke: kako u potpuno izmenjenim odnosima i složenim faktorima razvoja odrediti mesto i prirodu savremenog novca i pravac delovanja i efikasnost monetarne politike. Gotovo nigde suprotnost stavova nije u ekonomskoj teoriji tako prisutna kao kod monetarne teorije i politike. Suprotni stavovi polaze od količine novca, koji mora biti podređen, a ne strateški element ekonomske aktivnosti, pa do shvatanje novca kao strateškog faktora u određivanju dohotka, potrošnje, investicija i zaposlenosti.[254] Očito je, dakle, da je novac i monetarni faktor danas jedan od ključnih varijabla makrosistema i da deluje na sve podsisteme privrede (raspodelu, cene, devizni, trgovinski, bankarski sistem i sistem proširene reprodukcije u celini). **To** istovremeno ukazuje da **on** ne može biti osnovni, ili, još dalje, isključivi faktor procesa

---

[253] Kvantitaitvna tcorija poiazi od razgraničenja nominalne količine novca i realne (nominalne, korigovane za rast cena). Monetarna politika stoga mže da reguliše samo nominalnu koliSinu, dok realnu i njeno ponašanje podređuje privredni sistem u celini. Na taj način odnos između promena u nominalnoj količini novca i realnoj predsiavlja okosnicu neokvantitativne teorije novca (vidi: Dž. Maćešić. op. cit.. str. 17).

[254] C. R. Barret – A. Walters: TheStability of the Keyneslan and Monetary Multiplers in the Unitcd Kingdom, The Review of Economics and Statislics, vol. 48,1966, str. 401.

stabilizacije, odnosno regulisanja potrošnje i stope ekonomskog rasta.[255]

Od monetarne politike se i dalje često zahteva da održava optimalnu količinu novca u privredi, podešenu, pre svega, određenim cikličnim kolebanjima, zapravo, da bude snažan, anticiklični mehanizam i faktor stabilizacije. **No, o** tome pitanju u narednom delu ovog rada.

4. MONETARNA POLITIKA I FORMIRANJE OPTIMALNE KOLIČINE NOVCA

Pod monetarnom politikom se podrazumeva ovladavanje i svesno usmeravanje (odnosno kontrola) svih oblika i tokova novca u reprodukciji (likvidna, nelikvidna, devizna i druga sredstva), što u monetarnoj teoriji i politici predstavlja širi pojam.

Kreditna politika predstavlja aktivno delovanje bankarskog sistema u regulisanju kreditne mase i njene strukture u privredi. Aktivnim delovanjem na jedan od osnovnih kanala stvaranja i poništavanja novčane mase i kreditnog volumena, kroz kreditnu politiku, sa najvećim delorn svesno i planski reguliše značajan deo mase ukupnog novca u privredi. Zbog toga se obično jedan i drugi pojam integrišu pod zajedničkim nazivom: monetarno–kreditna politika. Jer, ne radi se ni samo o čisto „monetarnim" ni čisto o kreditnim tokovima, mada postoji opšti stav da je savremeni novac u svojoj osnovi kreditni (depozitni) novac.

Kreditno–monetarna politika ulazi u red instrumenata opšte ekonomske politike, s .osnovnim zadatkom da reguliše „potrebnu količinu novca" u privredi. Pred monetarno–kreditnu politiku obično se u makrosis'.emu postavljaju sledeći diferencirani i međusobno povezani zadaci: strukturna monetarna politika u sferi likvidnosti.

1. Osiguranje otpimalne novčane mase za nesmetano odvijanje tokova reprodukcije, uz uočavanje dovoljne inteme i eksterne monetarne stabilnosti (generalni zadatak" monetarne politike),
2. Emisija kredita banaka treba da je tako dozirana po strukturi, da osigurava optimalnu likvidnost (novčanu masu) privrednog sektora (struktuma monetarna politika) u sferi likvidnosti,
3. Selektivno delovanje na privrednu aktivnost, odnosno određene posiove, kojim se deluje na podsticanje ili kočenje određene delatnosti u privredi, odnosno struktura ekonomskog razvoja (stmktumorazvojna poP'.Ikaj, i
4. Koordinacija na međunarodnom monetarnom planu, danas sve uže povezanih nacionalnih ekonomija i sve većeg značaja međunarodne ekonomske politike i saradnje.

Monetarna politika savremenih država najuže je vezana za njenu kreditnu politiku, jer se regulisanje novčanog opticaja ne može ograničiti samo na kontrolu

[255] Dž. Maćešić, op. cit., str. 10. Sigumoje jedno u svemu tome, daefikasnost monetarno–kreditne polilike zavisi, što smo često isticali, od primene i drugih mera ekonomske politike (politike raspodele, investicija, trgovinske i devizne politike, politike cena, ponasanja opžie i lične potrosnje t dr.).

gotovog novca, već i pre svega na kontroiu i regulisanje depozitnog novca, kvazi novca, oročenih i drugih ograničenih depozita. Dakle, ne radi se o 'kontroli i regulisanju samo novčane mase, već i monetarnog volumena u celini.

Monetarna politika, istina, najčešće se sprovodi preko regulisanja kreditnih resursa u privredi, što znači da se time na druge agregate uglavnom deluje indirektno, a to znači i manje efikasno.

Da bi pokazala dovoljnu efikasnost, monetarna politika mora biti dovoljno elastična da brzo reaguje na korekcije novčane mase, bez obzira da'Li suuzroci nastalog poremećaja monetarnog ili nemonetarnog karaktera. Fleksibilnost mera monetarne politike i njihovo brzo i elastično prilagođavanje realnim tokovima u privredi jedino su u stanju da osiguravaju i njenu dovoljnu efikasoost u stabilizaciji odnosno anticikličnom delovanju. Osnovni problem se javlja u vezi.usklađivanja novčane tražnje' i kreiranja novca. Ovo je složen zadatak, s obzlirom na brojne faktore koji deluju, kako na ponašanje tražnje novca, tako i na ponašanje ponude novca.[256]

Primarni zadatak monetarno–kreditne politike svakako je snabdevanje privrede potrebnom količinom novca i kredita, uz podsticanje stope rasta i očuvanje relativne stabilnosti privrede i nacionalne novčane jedinice. Monetarno–kreditna politika treba da snabdeva proizvodnju i promet potrebnom količinom novca, količinom koja neće dovoditi do poremećaja, odnosno koja će preko novca i kredita otklanjati već nastalu nestabilnost ili onemogućavati sam razvoj negativnih procesa u privredi. Time se pred monetarnu politiku stavlja zadatak – da podržava pozitivne procese u privredi, naglašavamo pozitivne, jer ona može, u određenim uslovima, postati faktor narušavanja ravnoteže, a ne faktor ponovnog uspostavljanja već narušene ravnoteže.

Ovaj osnovni zadatak monetarne politike treba posmatrati u sklopu drugih ciljeva ekonomske politike, a pre svega u sklopu ostvarenja politike pune zaposlenosti i uravnoteženja platnog bilansa. Novac i kredit su prisutni u svim procesima privrednog razvoja, čime postaju i aktivan faktor u odražavanju ili narušavanju interne i eksterne ravnoteže. Osnovni pravac kojim se deluje je sistem kreiranja i privlačenja novca. Uloga novca i značaj monetarne politike u privredi zavise, pre svega, od autonomnih odluka monetarnih vlasti, s jedne, kao i odluka o formiranju i raspodeli dohotka niza subjekata i nosilaca dohotka u privredi, s druge strane.

Snabdevanje privrede potrebnom količinom novca predstavlja danas jedan od najvažnijih zadataka monetarne politike. Za razliku od zlatnog važenja, čiji je automatizam omogućavao i automatsko regulisanje potrebne količine novca i internu i eksternu stabilnost novčane jedinice, danas, u periodu papirnog, nekonvertibilnog novca, to je izuzetno složen zadatak. Regulisanje porasta novčane mase, u skladu s razvojem pfoizvodnje i prometa, kao i stanja i prodmena u platnom bilansu, danas postavlja i pred teoriju i pred praktičnu monetarno–kreditnu politiku otvoreno pitanje: koja je to optimalna novčana masa, kako upravljati novčanom masom i kako njenu strukturu održavati (što je još značajnije) na optimalnom nivou? Ovo je tim značajnije i'teže što se u savremenom bankarskom sistemu ne pojavljuje samo centralna banka kao emisiona ustanova, već i svaka poslovna banka u sistemu postaje specifična emisiona banka. Nije samo problem u regulisanju novca koji emituje centralne banka, problem se javlja, pre svega, u regulisanju kredita u krugu poslovnih banaka i stvamo prisutnog procesa multiplikacije kredita i

[256] Na strani tražnje ćemo istaći samo neke, kao: brzina rasta i kvalitet rada, sklonost potrošnji i sklonost likvidnost, stalnosi i sigurnost monetarne politikc, strukture sredstava ekonomskih subjekata, opšta poslovna klima i dr. Na strani ponude novca javljase isto tako veći broj faktora, kao: orijentacija monetarne politike (ekspanzivna ili restriktivna), brzina trošenja dohotka, brzina opticaja, uključenost u svetske monetarno–flnansijske i trgovinskc odnose, stanje platnog bilansa i dr.

depozita.[257] Procesi stvaranja i poništavanja novca koji se tu razvijaju otežavaju i gotovo onemogućavaju vođenje adekvatne monetarno–kreditne politike i snabdevanje privrede „potrebnom količinom novca". Ne samo zbog toga, već i zbog činejnice da ova količina mora biti sposobna da se brzo širi ili sužava, da reaguje brzo i elastično na promene u ostalim makroagregatima u privredi (proizvodnja, raspodela, promet, uvoz, izvoz i dr.), da bi se približila i dinamički odražavala na optimalnom nivou.

Polazeći od marksističke koncepcije potrebne količine novca, naime faktora koji je određuju: suma robnih cena, plus dospela plaćanja u roku, minus robne vrednosti date na krediti, minus međusobna prebijanja, sve to podeljeno s brzinom opticaja istoimenog komada novca – pokazuje se da su svi elementi vrlo dinamični i promenljivi. Suma robnih cena je faktor ex ante formiran u reprodukciji, čime se novčana masa stavlja u ulogu ex post formiranja prema Rc. Brzina opticaja je vrlo složen ekonomski fenomen na koji deluju brojni faktori struktumog i konjunktumog karaktera (stepen sinhronizacije plaćanja, razvoj bankarskog platnog prometa, perspektiva razvoja privrede, nivo razvoja kreditnih odnosa, izmena kamatnih stopa, perspektiva povećanja cena robe, brzina inflacionog procesa i dr.). Međutim, novija istraživanja pokazala su da je brzina novca relativno stabilnija na duži rok (za privrede SAD i Kanade). Pored toga, dospela plaćanja i prebijanja iz proširene formule obično se u praktičnoj kreditnoj politici ne uzimaju u obzir, što samo otežava utvrđivanja potrebne količine novca u privredi.

Isto tako, ovde se mogu postaviti bar tri pitanja u vezi navedene formule:

1. **Suma** robnih vrednosti data na kredit se uzima kao odbitna stavka, što znači da se kreditni novac „ne priznaje" za deo novčane mase, već, izgleda, samo gotov novac u opticaju,
2. Najveći deo odnosa u formuli odnosi se upravo na depozitni novac, što znači da su ovde odnosi isuviše globalno dati pošto je različita sfera plaćanja gotovim novcem, njegova brzina i dr. od plaćanja depozitnim novcem. Nekakav prosek ovde iskrivljuje stvamo potrebnu masu novca u op'.icaju. Od sve većeg je značaja struktura novčane mase i struktura plaćanja u privredi u okviru proizvodnog i raspodeljenog (utrošenog) društvenog proizvoda.
3. Tako postavljeni odnosi nisu pogodno „merilo" za sprovođenje stvame monetarno–kreditne politike i formiranja optimalne novčane mase.

Što je to optimalni nivo novčane mase u dinamički posmatranoj privredi?

Dinamički posmatrano, optimalna novčana masa je neki dugoročni prosek odstupanja naviše ili naniže, u odnosu na stvamo „optimalnu" novčanu 'masu, tako da se monetarno–kreditna politika, u stvari, postavlja u položaj da se stalno ex post prilagođava već nastalim:

a. Proizvodno–finansijskim procesima u privredi,
b. Eventualno, neophodnoj korekturi kojoj treba pribeći – da bi se otklonili neki već nastali poremećaji iz prethodnog perioda,
c. Veća ili manja restrikcija ili ekspanzija novca i kredita u tekućem periodu, da bi se suzbio razvoj negativnih procesa u narednom periodu, što znači da u tekućem periodu odstupa od stvarno optimalne zone novčane mase.

Porast novčane mase iznad optimalne (potrebne), odnosno kretanje ispod optimalne količine, održava se na povećanje ili smanjenje proizvodnje i prometa, dohotka,

[257] Videti deo u kojerrj se obrađuje problem multiplikacije novca i kredita.

ekstemu ekonomiju i kretanje cena. Time monetarna politika ekspanzivnom orijentacijom i stimulacijom potrošnje može da postane inicijalni faktor inflacije, odnosno u slučaju deflacije – da postane faktor oživljavanja. S druge strane, restriktivnom orijentacijom može se, u slučaju inflacije, pojaviti kao faktor stabilizacije.

Međutim, utvrđena optimalna količina novca u masi ne znači da je ona istovremeno i strukturno dovoljno separirana, odnosno da je postignuta optimalna količina u svim sektorima privrede. U masi može biti na optimalnom nivou, ali na nekim sektorima je iznad optimalnog, a na drugim ispod optimalnog nivoa što je već dugoročna karakteristika naše privrede.

U teoriji se javljaju divergentni stavovi o mestu i mogućnostima stabilizacionog delovanja monetarne politike i privrednom r'azvoju.

U tom pravcu mogu se izdiferencirati tri koncepta:

1. Prva koncepcija ističe monetarnu politiku i novčani faktor uopšte kao primarne i odlučujuće u ekonomskom razvoju. Pri tome vođenje ekspanzivne kreditne politike s.igurno vodi u konjunkturu, dok vođenje restriktivne kreditne politike vodi u depresiju i nezaposlenost.
2. Druga koncepcija ističe pasivnu ulogu monetarno–kreditne politike, koja u osnovi ima zadatak da se samo prilagođava potrebama reprodukcije, zato ne može biti aktivan faktor privrednog razvoja.[258]
3. Treća koncepcija ističe u prvi plan realne faktore reprodukcije, ali ne potcenjuje ni ulogu monetarnih, koji su, sa svoje strane, aktivan faktor razvoja.

Određeni nivo cena, proizvodnje i prometa zahteva određenu novčanu masu koja se formira određenom kreditnom aktivnošću banaka. No, postavlja se pitanje: da li je ta aktivnost adekvatna ili ne, da li je formirana veća ili manja masa novca i kredita u privredi? U prvom slučaju nastupa inflacija, u drugom deflacija. Prema jednim shvatanjima, kreditno–monetarna politika je najvažnije sredstvo ekonomske politike, što bi se moglo približiti stavovima kvantitativne teorije (ovom shvatanju je podlegla i naša praktična ekonomska politika), prema dmgim shvatanjima, realni faktori reprodukcije su od primamog značaja (politika ličnih dohodaka, investiciona, fiskalna politika, politika cena, politika platnog bilansa, politika rezervi i dr.), dok je monetarno–kreditna politika sekundambg značaja. Ovakva shvatanja „realista", svakako su bliža stvarnosti, mada u izvesnim uslovima razvoja monetarno–kreditna politika može dobiti primami značaj, odnosno može dovesti do stvamih „kriza novca" u reprodukciji.

[258] Ovakva koncepcija uglavnom odgovara ccntralisličkoin sistcrriu upravljanja privredom u kojem novac gubi najveći broj svojih funkcija – svodeći se, uglavnom. na „sredstvo obračuna". Treća koncepcija odgovara uglavnom tržišnim privredama.

GLAVA DRUGA

ULOGA I CILJEVI MONETARNE POLITIKE

1. OSNOVNI CILJEVI MONETARNO–KREDITNE POLITIKE

Monetarno–kreditna politika ulazi u red instrumenata opšte ekonomske politike, čiji je osnovni zadatak, sve do nedavno bio, isključivo regulisanje potrebne količine novca u privredi. Prema tome, kreiranje i povlačenje novca u cilju nesmetanog odvijanja procesa proizvodnje, raspodele i potrošnje jeste osnovna uloga monetarno–kreditne politike, ali kao „dopuštajućeg faktora". Ona time treba da osigura optimalne monetarne uslove za normalno odvijanje svih tokova proširene reprodukcije. Međutim, usvajanjem politike „aktivnog novca" i korišćenjem novca kao sredstva za postizanje određenih razvojnih i drugih ciljeva u privredi, monetarna politika dobija i druge, brojne zadatke. Pre svega, svojim selektivnim delovanjem na određene oblike proizvodnje, potrošnje (vezane za deficitno fmansiranje), posebno delovanje na izvoz i dr. ona značajno deluje i na strukturu, tempo i stabilnost ekonomskog razvoja.

Zadaci i ciljevi monetarno–kreditne politike danas mogu biti sledeći:

1. Kvantitativni (regulisanje potrebne količine novca u privredi, novčane mase),
2. Kvalitativni (selektivni krediti, kreditiranje budžeta, kao i drugih neposrednih korisnika emisije).

Primarni zadatak monetarno–kreditne politike svakako je i dalje ostao – snabdevanje privrede potrebnom količinom novca i kredita, ostvarivanje optimalne stope ekonomskog rasta i održavanje relativne stabilnosti privrede i nacionalne novčane jedinice. Isto tako u bitne ciljeve monetarne politike spada i održavanje uravnoteženih odnosa u platnom bilansu i očuvanje monetarne politike. Odgovornost monetarne politike da pravilno dozira i održava masu novca u privrednim tokovima, je posebno naglašena u uslovima otvorene privrede.[259]

[259] U centralno–planskim socijalistickim privredama prcovladava stanovište pasivne uloge novca. Novac je puki instrument plana, a monetarno–kreditna politika ne može imati nikakvu aktivnu ulogu u ekonomskom razvoju. U poslednje vreme sve su češći napori da se širc uvažavaju delovanja ekonomskih zakonitosti proizvodnje i tržišta, ćime *se* daje znatno veći značaj ulozi novca i monctarnoj politici.

Monetarno–kreditna politika u ostvarivanju svih navedenih ciljeva mora redovno da ostvaruje osnovni zadatak: snabdevanje proizvodnje i prometa potrebnom količinom novca koja neće izazvati negativna kretanja, odnosno poremećaje. To znači da istovremeno treba nastojati da preko novca i kredita otklanja i onemogućava negativne tokove u privredi, posebno one koji mogu poticati od preterane ili nedovoljne količine novca u privredi.[260]

Monetarna politika, kada se racionalno i efikasno koristi, pozitivno utiče na razvojni tok proizvodnje, zaposlenost, spoljnu i unutrašnju stabilnost novca, kao i na olakšanje ostvarivanja drugih ciljeva tekuće ekonomske politike.[261]

U sprovođenju monetarne politike treba voditi računa o suprotnim efektima njenog delovanja. Naime, videli smo, restrikcija novca i kredita dovodi do usporavanja tempa ekonomskog rasta, do pojave nezaposlenosti, uz eventualne pozitivne efekte na području stabilizacije cena i smirivanja potrošnje. Ekspanzija novca i kredita, s druge strane, dovodi do ubrzavanja stope rasta, do povećanja investicija, potrošnje i zaposlenosti. Međutim ta pozitivna delovanja, praćena su istovremenim pritiskom na rast cena, inflacionim ponašanjima privrednih subjekata i pritiskom na platni bilans (preko brzog rasta uvoza, koji u tom slučaju često brže raste od rasta proizvodnje). Konačno, sve ovo skupa izaziva monetarnu nestabilnost privrede.

U tome se i sastoji protivrečno delovanje monetarne politike u njenom planiranju, sprovođenju i pokušaju ostvarivanja određenih ekonomskih ciljeva. Optimalno vođe'na monetarna politika u svakoj privredi mora voditi računa i o opasnostima do kojih može dovesti preterana restriktivna ili preterana ekspanzivna politika, jer negativni efekti takve politike mogu biti veći od pozitivnih.

Osnovni ciljevi monetarne politike mogu biti dvojaki:

1. Dugoročni, strateški ciljevi delovanja monetarne politike,
2. Kratkoročni, trenutni (korektivni) ciljevi.

1) DUGOROČNI ILI STRATEŠKI CILJEVI MONETARNE POLITIKE

Dugoročni ciljevi monetarne politike predstavljaju njenu osnovnu orijentaciju u ostvarivanju određenih razvojnih i stabilizacionih zadataka. To su, u stvari, i njeni osnovni ciljevi. U duhu opštih koncepcija „aktivnog" novca, najveći deo ciljeva monetarno–kreditne politike orijentisan je (ili bi to trebao biti) na dugoročni oblik delovanja. Dakle, ciljevi se određuju ne sao u pravcu stvaranja potrebne likvidnosti privrede i stvaranja „optimalne količine novca", što je u duhu gotovo „neutralnog novca" i neutralne monetarno–kreditne politike, već, sve više, i u pravcu određenog struktumog **i** dugoročnog delovanja u privredi.

U osnovne ciljeve monetarne politike mogli bismo navesti:

a. Ostvarivanje optimalne stope ekonomskog rasta,
b. Ostvarivanje politike pune zaposlenosti,
c. Stabilnost nivoa cena (monetarna i ekonomska stabilnost privrede),
d. Stabilnost spoljne vrednosti novca, vezana za ravnotežu platnog bilansa i spoljnih finansija uopšte,

[260] Dr *N.* Miljanić: Novčano–kreditna politika i privrađna stabilnost, Na5a stvamost. Beograd. 8,1963.
[261] IJr S. Koinazcc: Tcorija optimalne novčane mase i monetarna politika, Jugoslovensko bankarstvo, br. 10, str 3–18.

e. Ostvarivanje određenih strukturnih promena u privredi (podržavanih kroz monetarno–kreditnu politiku)
f. Strmulacija ili destimulacija stvaranja akumulacije u privredi i dr.

U pogledu osnovnih ciljeva monetarno–kreditne politike, treba istaknuti da je već odavno prevaziđeno klasično načelo da su održavanje stabilnosti cena i deviznog kursa (spoljna vrednost novca) – osnovni ciljevi monetarne politike, a održavanje optimalne stope privrednog rasta i pune zaposlenosti – sekundarni ciljevi. Sada su, uglavnom, jedinstveni stavovi u pogledu opštih ciljeva, naime stopa rasta i puna zaposlenost, uz monetarnu stabilnost, su ravnopravni ciljevi monetarno–kreditne politike.[262]

To se ogieda u stalnom zahtevu da se, uz optimalnu stopu rasta, osigura dovoljna unutrašnja i spoljna vrednost novca, da se uz uravnotežene robno–novčane odnose u privredi osigura i uravnoteženost platnog bilansa.[263] Upravo se tu i ogleda sva složenost vođenja monetarne politike, koja treba da kroz ekspanziju novca podstiče proizvodnju i zaposlenost, ali da ne dovede do inflacionih ili deflacionih poremećaja. Jer, to su međusobno suprotstavljeni (isključivi) ciljevi, za šta su potrebne i druge mere ekonomske politike (fiskalna politika, politika dohotka i cena, spoljno–trgovinska politika, devizna politika, politika raspodele i dr).

Ovaj zadatak monetarne politike svakako treba posmatrati u skopu i drugih ciljeva ekonomske politike, a, pre svega, ostvarenja pune zaposlenosti kapaciteta i radne snage i uravnoteženosti platnog bilansa – jer ovo nisu samo područja delovanja monetarne politike, već i drugih segmenata opšte ekonomske politike.

Snabdevanje privrede potrebnom količinom novca danas je jedan od najsloženijih zadataka monetarno–kreditne i ekonomske politike uopšte. Za razliku od zlatnog važenja, čiji je automatizam omogućavao i automatizam regulisanja „potrebne količine novca" unutar privrede (preko slobodnog kovanja i prekrivanja zlata) i stabilnost novčane jedinice,[264] danas je to izuzetno složen zadatak. Regulisanje porasta novčanog opticaja, u skladu s razvojem proizvodnje i prometa, danas, u uslovima papirnog važenja i depozitnog novca, predstavlja otvoreno i osnovno pitanje aktivnosti kreditnog i bankarskog sistema. U savremenom bankarskom sistemu ne pojavljuje se samo centralna banka kao emisiona ustanova, već se i sve ostale poslovne banke u savremenim uslovima javljaju kao emisione banke. One preko emisije bankarskog kredita, posebno potencirano procesom multiplikacije, istovremeno višestruko kreiraju novac, (kredit je, podsetimo je, osnova savremenog novca). Nije problem samo regulisanje novca koji emituje centralna banka, problem se javlja, pre svega, u regulisanju kredita poslovnih banaka i procesa multiplikacije, jer kreditni mehanizam predstavlja jedan od najvažnijih faktora kreiranja novca. Takvi procesi otežavaju i gotovo onemogućavaju vođenje adekvatne monetarno–kreditne politike i snabdevanje privrede „optimalnom novčanom masom".[265]

---

262 Dr M. Golijanin: Bankarstvojugoslavije. Privredni pregled, Beograd, 1977.

263 Osnovni ciljevi monelarno–kreditne politike, npr. u 1978, godini, koncipirani su u sledcćem: podražvanje ostvarivanja optimalne stope rasta (5,9–6,7%), usporavanje stope rasla cena i njihovo svođenje na rast iz prethodne godine (uravnotežavanje robno–novčanih odnosa u privredi), smanjenje deficita platnog bilansa (na 1,2 milijarde dolara), odnosno podržavanje procesa platno–bilansnog uravnotežavanja (Narodna banka Jugoslavije, Godišnji izvcštaj, 1978, str. 25).

264 U slučajevima pada vrednosti domaćeg novca na svelskom tržištu, što je bilo praćeno sniženjem monetarnih rezervi (zbog intervenisanja za njegovo podržavanje), dolazilo je do monetarne restrikcije, dizala se domaća i intervalutama vrednost novca. Cena ove politike je gotovo redovno bila deflacija, pad nivoa zaposlenosti, opadanje stope domaćeg rasta, ali ne i obavezno snižavanje cena. Tempo proširene reprodukcije odvija se ispod optimalnog.

265 Pod novcem se u novcanora sistemu podrazumeva gotov novac, depozitni novac i sredstva u platnom promelu (novčana masa). U zapadnoj literaturi razlikuje se novac Ml, M2. *m3*. Prvi oblik novca obuhvata gotov novac (monelu i banknotu) i depozite po videnju kod banaka (čekovni računi). Drugi oblik M2 obuhvata prvi oblik uvećan za oročene depozite i štedne uloge kod banaka. Novac M3 obuhvata M2 uvećan za rezervne fondove banaka.

2) KRATKOROČNI CILJEVI MONETARNE POLITIKE

Kratkoročni ciljevi monetarno–kreditne politike kreću se oko čisto korektivnih mera, kojim treba, da se u okviru dugoročnih ciljeva monetarne politike, operativnim potezima, rešavaju određene disproporcije nastale u procesu ekonomskog razvoja. Ovde se radi, istovremeno, o korektivnoj politici novca i kredita, o politici koja ne traži dublje zahteve u strukturu privrede, u lečenju većih strukturnih poremećaja, u delovanje na razvoj određenih grana, oblasti ili regiona privrede i dr. Time kratkoročna monetarna politika treba da otklanja manje i prolazne disproporcije u privredi, što znači da ovako usmeravana monetarna politika mora biti vrlo elastična, brzo reagovati na uočene slabosti privrede, ali i davati brze efekte (bez drugih odgođenih efekata).

Ciljevi kratkorocno vođene monetarne politike obično se postavljaju u toku jedne godine, u toj godini se nastoje i ostvariti, tako da je svaka godina u okviru dugoročno planirane monetarno–kreditne politike u stvari obeležena specifičnim ciljevima kratkoročne monetarne politike (jednom je to stimulacija izvoza, kroz selektivnu kreditnu politiku, drugi put je povećanje ili smanjenje neodgovarajuće formirane likvidnosti privrede ili banaka prenesene iz prethodne godine, likvidnosti reprodukcije, treći put podsticanje poljoprivredne proizvodnje i dr.).

Ciljevi kratkoročne monetarno–kreditne politike, dakle, moraju se poklapati s ciljevima postavljene dugoročne monetarne politike, mada ulaze u sastav dugoročnog ekonomskog ciklusa u kojem se ostvaruju dugoročni ciljevi ove politike. To je, prema nekim autorima, „taktička konkretizacija strateške orijentacije dugoročne monetarne politike".

2. ULOGA MONETARNO–KREDITNE POLITIKE

U teoriji i praksi javljaju se divergentni stavovi o mestu i mogućnostima delovanja monetarno–kreditne politike. U pogledu uloge monetarno–kreditne politike u literaturi mogu se izdiferencirati tri koncepcije:

1. Prva ističe monetarnu politiku i novčani faktor uopšte kao primarne i odlučujuće u ekonomskom razvoju. Pri tome treba reći da ekspanzivna kreditna politika sigurno vodi u konjunkturu, a restriktivna kreditna politika u depresiju i nezaposlenost. Dakle, monetarna politika ima dominantan značaj u privrednom razvoju i stabilnosti privrede.
2. Druga ističe pasivnu ulogu monetarno–kreditne politike, i, u osnovi ima zadatak da se samo prilagođava potrebama reprodukcije, pa ne može biti aktivan faktor privrednog razvoja.[266]
3. Treća ističe u prvi plan realne faktore reprodukcije, ali ne potcenjuje ni ulogu monetarnih, koji su takođe aktivan faktor razvoja. Osnovni faktor u privrednom razvoju i stabilnosti reprodukcije su realni faktori, a monetarni faktori samo

[266] Ovakva koncepcija odgovara ccntralisličkom sistemu upravljanja privredom u kojoj novac gubi najveći broj svojih funkcija – svodeći se na „sredstvo obračuna". Treća koncepcija odgovara, uglavnom, tržišnim privredama.

dopunjavaju i olakšavaju, ili otežavaju, delovanje realnih faktora. Monetarna politika je, dakle, sekundarnog karaktera i samo „dopunski" elemenat realnim faktorima reprodukcije.

Određen nivo cena, proizvodnje i prometa zahteva određenu novčanu masu, a ona se formira određenom kreditnom aktivnošću banaka. Međutim, postavlja se pitanje: da li je ta aktivnost adekvatna ili nije, da li je formirana veća ili manja masa novca i kredita u privredi? **U** prvom slučaju nastupa inflacija, u drugom deflacija. Prema jednim shvatanjima, kreditno–monetarna politika je najvažnije sredstvo ekonomske politike (ovom shvatanju je podlegla i naša praktična ekonomska politika), prema drugim, realni faktori reprodukcije su od primarnog značaja (politika ličnih dohodaka, investiciona politika, fiskalna politika, politika cena, politika platnog bilansa, politika rezervi i dr.), dok je monetarno–kreditna politika sekundarnog. Ovakva shvatanja „realista" svakako su bliža stvarnosti, mada u izvesnim uslovima razvoja monetarno–kreditna politika može dobiti primarni značaj.

3. FLEKSIBILNA I DUGOROČNA MONETARNA POLITKA

Stabilizaciona monetarna politika, usmerena u pravcu regulisanja agregatne tražnje, odnosno monetarnog sektora privrede, može se postaviti na dva osnovna koncepta:

1. Fleksibilno vođena ili kratkoročna monetarna politika, i
2. Politika konstantne stope rasta monetarne politike (permanentna, dugoročna monetarna politika).

Ovde ćemo odvojeno prikazati osnovne karakteristike ove dve koncepcije, i, konačno, pokušaj njihove sinteze u savremenoj monetarnoj politici.

1) FLEKSIBILNA ILI KRATKOROČNA MONETARNA POLITIKA

Fleksibilno vođena monetarna poSitika ima vremenski uži prostor deiovanja, ali joj je zato operativnost vrlo široka. Naime, polazeći od određenih indikatora poremećaja privredne ravnoteže, ili same tendencije koja vodi poremećaju, centralna banka može odmah pristupiti primeni korektivnih mera monetarne politike. Ukoliko se osećaju inflacioni pritisci, porast određenog oblika ili svih oblika finalne tražnje, ili je došio do porasta brzine opticaja novca, centralna banka pristupa uvođenju mera restriktivne kreditne politike kojom nastoji restringirati ukupnu tražnju preko smanjenja novčane mase. Time, u stvari, kompenzaciono deluje na negativne tokove konjunkture.[267] Suprotno se dešavau slučaju recesionih tendencija, odnosno usporavanja brzine opticaja novca. Time se sprovodi anticiklična monetarna politika, kojom se, u okviru određenih

[267] Istina, ovde treba obavezno računati s određenim efektima preduzctih mera monetarne politike, posebno onim cfektima koji imaju relativno dug period odgođenih delovanja.

faza jednog ciklusa, stabilizaciono deluje na tokove privrede.

Ova koncepcija uglavnom danas dominira, kako u teoriji, tako i u ekonomskoj politici, jer centralna banka redovno vrši adaptaciju mera monetarne politike prema određenim indikatorima privredne dinamike.

Fleksibilna monetarna politika je time u potpunosti podešena fazama cikličnog kretanja privrede. Naime, u fazi konjunkture centralna banka redovno provodi restriktivnu monetarnu politiku, preko smanjenja novčane mase i tražnje, čime dovodi do „hlađenja preterane konjunkture". Suprotno tome, kada se privreda nalazi u fazi recesije, centralna banka sprovodi ekspanzivnu monetarnu politiku kroz brži rast novčane mase od rasta realnih kretanja privrede, te dolazi do povećanja agregatne tražnje i likvidnosti subjekata i sektora privrede, budući da treba „izvući" privredu iz recesione faze ciklusa. Time se kratkoročna monetarna politika ugrađuje u tokove ekonomskog cikla. No, ovde se postavljaju pitanja: da li centralna banka blagovremeno preduzima određene mere, da li je izvršen pravilan izbor snera i da li su preduzete mere pravilno „dozirane" – da bi dale očekivane rezultate. Pogrešan izbor mera, neblagovremeno preduzete mere, veće ili manje doziranje mera – mogu imati čak i suprotne efekte od očekivanih. S obzirom na to da se ciklusi nepravilno ponavljaju, da postoji različito ponašanje agregata u dva uzastopna ciklusa, očito je da se monetarna politika ne može „unapred" voditi. Zato se obično kao osnova za vođenje monetarne politike uzimaju osnovni ciljevi ekonomske politike i stope rasta, zaposlenost, piatnobilansna situacija, devizne rezerve i dr.

Slabost koncepta fleksibilne monetarne politike leži upravo u tome što ne postoji siguran oslonac da će centralna banka blagovremeno, dovoljno i adekvatno preduzeti mere monetarne korekture, bilo u fazi recesije, bilo u fazi visoke konjunkture. Takva monetarna politika, regulisanja na kratak rok, danas u modemim ekonomijama, s duboko izmenjenom prirodom savremenog ciklusa, nije u stanju da osigura zadovoljavajuće efekte u privredi. To je monetarnu teoriju navelo na drugi pravac: sprovođenje monetarne politike na dugi rok, i vezivanje za koncepte konstantne stope rasta novčane mase na duži rok.

2) POLITIKA KONSTANTNE STOPE RASTA NOVČANE MASE

Fleksibilna monetarna politika, vezana'za diskrecione mere centralne banke, nije u stanju da osigura efikasnu monetarnu korekturu, ne samo u kraćem već i u dužem periodu cikličnog kolebanja privrede (posebno zbog odgođenih efekata).' Monetarno regulisanje se umesto diskrecionih kratkoročnih mera prenosi na duži period, te se u njemu održava konstantna stopa rasta novčane mase iz godine u godinu u celom tom periodu. U tako dugoročno postavljenoj monetarnoj politici ne bi bila dbzvoijena odstupanja novčane mase od linije trenda za celi izabrani period. Rast novčane mase se dekomponira ne samo na godišnje intervale u okvim ciklusa, već 'i na mesečne. Time se u osnovi isključuju i sezonska kolebanja u toku godine i u tom ciklusu. Teorijska osnova ove teze omogućava, bar prema njenim autorima, takvo kretanje novčane mase koje će osigurati stabilizaciono delovanje na privredu. Znači, kada dođe do faze visoke konjunkture i ubrzanja opticaja novća, politika konstantne stope rasta novčane mase deluje u pravcu smirivanja, a u obrnutom smislu – delovanje bi bi!o u situaciji deflacione (recesione) neravnoteže. Ovim se koncept permanentne stope unutrašnjeg rasta orijentiše na ex ante delovanje monetarnim faktorom na privredne procese. Prema ovoj koncepciji, kratkroočno vođena monetarna politika, posebno politika koja brzo dozvoljava osnovne

zaokrete, dovodi često do poremećaja koji upravo proističu iz monetarne sfere. Prema tome, fleksibilna (kratkoročna) monetarna politika se vodi više ex post, korektivno, mada su poremećaji u privrednom rjrganizmu već nastali. Ono malo doprinosi da se otkloni njihova pojava i širenje.

Međutim, koncept permanentne stope monetarnog rasta u izvesnom smislu znači i negiranje aktivne uloge monetarne politike i novca (što je za teoriju M. Friedmafta[268] čak i čudno!), s obzirom da otklanja njeno svesno i elastično korišćenje u regulisanju privrednih tokova. Ovom koncepcijom centralna banka je u stanju da reguliše samo nominalnu, ali ne i realnu količinu novca, što dalje ograničava ovaj koncept u smislu aktivnog delovanja monetarne politike na privrednu aktivnost.[269] Stvarnu količinu novca (realnu) ne može da reguliše banka i krug poslovnih banaka. To je određeno ponašanjem ekonomskih jedinica i brojnih odluka u nemonetarnom sektoru (preduzeća, stanovništvo i država). Danas je to prisutno u svim razvijenim i nerazvijenim zemljama kada se žele upravo preko monetarne politike postići određeni razvojni ciljevi nemonetarnog karaktera.[270]

I jedna i dmga koncepcija, očito je, imaju svoje slabosti zbog čega su teško prihvatljive kao „čisti" modeli monetarne politike, te se u poslednje vreme javlja težnja za sintezom fleksibilne i dugoročne monetarne politike.[271]

3) SINTEZA FLEKSIBILNE I DUGOROČNE MONETARNE POLITIKE

Ova koncepcija prihvata dugoročnu stratešku orijentaciju monetarne politike, s određenom optimainom programiranom stopom monetarnog rasta, ali uz određene mogućnosti uvođenja elemenata fieksibilnosti (kratkoročnih intervencija radi otklanjanja određenih disproporcija u razvoju). Time monetarna politika istovremeno postaje instrument i aktivan faktor stabilizacione (korektivne) politike. Istina, oscilacije stopa monetarnog rasta u odnosu prema dugoročnoj stopi ne bi smele biti velike, jer bi to predstavljalo značajnu nesigurnost u tokovima reprodukcije i poslovnoj politici privrednih i drugih subjekta. Ovo se posebno oseća kada dolazi •do odstupanja stope monetarnog rasta naniže u odnosu prema dugoročno programiranoj stopi rasta novčane mase.[272] Sinteza kratkoročne i dugoročne monetarne politike omogućava korišćenje pozitivnih efekata monetarnih faktora u kratkom roku u dužem (odgođenom) vremenskom horizontu.

---

268 Šire o navedenom problemu videli u delu u kojem se razmatra formiranje optimaine novčane mase i stvaranje novca u celokupnom bankarskom sistemu.

269 M. Friedman kaoosnivač ove teze, analizirajući iskusiva SAD. došao je do zaključka daje lo slopa rasta novčane mase od 3%, a nešto kasnije da je 5%.

270 Stvama količina novca (realna količina) određena je ponašanjem i odlukama ekonomskih jedinica kako u realnom tako i u monetarnom sektoru. Takoćesklonostpotrosnji, sklonost investiranju, državni budžet. sklonost uvozu i izvozu, biti determinante stvarne ukupne količine novca – isto toliko koliko funkcija ponudc novca. To znači da nije ispravno tražiti determinante ukupne novčane mase i njenog ponašanja samo u monetarnom sektoru i politici.

271 O navedenom problemu videti šire rad: dr M. Ćirović: Strategija monetarnog rasta. Finansije, Beograd, br. 3–4, 1976, str. 127–151.

272 Restriktivna monetarna politika obično pogađa privredne subjekte korisnika kredita poslovnih banaka. Povlačenje novca i kredila iz pri vrednih kanala obično se v rši u prvoj liniji od sektora privrednih subjekata (posebno u manje razvijenim zemljama).

GLAVA TREĆA

MONETARNA POLITIKA I MONETARNI MENADŽMENT

1. MONETARNO UPRAVLJANJE I MONETARNA POLITIKA

Novac i stabilizacija su danas centralni problemi makroekonomije i makroekonomske politike. Od velike ekonomske depresije, politika novca ili manipulisane valute dobija posebno značenje. Stvara se u pravom smislu reči „dirigovani novac", odnosno novac potpuno podređen ciljevima nacionalne ekonomske politike. Napuštanje automatizma zlatnog važenja u pogfedu mehanizma monetarnog regulisanja, ne samo unutar privrede već i spoljnih finansija, dovelo je do preuzimanja odgovornosti države za razvoj unutrašnje monetarne situacije i sistema međunarodnih platnih odnosa, odnosno eksteme likvidnosti privrede. Država preuzima direktno (istina, preko centralne banke, koja joj je u nikama) odgovomost za kreditno–monetarnu politiku u celini, za regulisanje novčane mase, ali i za regulisanje osnovnih robno–novčanih tokova unutar privrede.

Taj zaokret u monetarnoj politici vezan je za najnovije rasprave u teoriji o tri ključna pitanja:

1. Da Li isključivi cilj kreditno–monetarne politike i dalje treba da ostane stabilnost cena i ravnoteže platnog bilansa (ravnoteža i stabilnost deviznog kursa) odnosno da li da samo „dopunjava" odnos dohodakrashodi u regulisanju zaposlenosti, ekonomskog rasta i regionalnog (strukturnog) razvoja;
2. Kakva je priroda monetarnog procesa i domet delovanja monetarne politike u odnosu na druge regulativne mere ekonomske politike;
3. Koje su granice delovanja te poSitike u strateškom nastupanju na koje svaka privreda mora da računa kada počinje da primenjuje određene mere, odnosno kada se učini „generalni zaokret" u opštoj orijentaciji, odnosno da svesno reguliše novčane tokove.

Ovde ćemo, imajući to u vidu, da razmatramo probleme i način delovanja monetarne politike na promene ravnotežnog nivoa nacionalnog dohotka, odnosno stopu rasta i visinu zaposlenosu', a zatim instrumentarij koji poznaje savremena ekonomska politika u sprovođenju monetarno–kreditne politike.

Centralne banke, u većini zemalja, su institucije koje pre svega treba da brinu, prema zahtevima monetarne teorije, za sledeće:

1. Kada konjunktura i zaposlenost padaju da ekspanzivnom monetarno–kreditnom politikom, koja će dovesti do povećanja obima novca i kredita iznad optimalne, podrže konjunktum koja je u padu .i
2. Da smanje obim novca i kredita u periodu kada potrošnja preti da postane ekscesivno velika, da daljim rastom može da izazove porast cena, odnosno inflaciju.. Monetarna korektura treba da f orrmra novčanu masu ispod optimalne u zavisnosti od visine poremećaja ravnoteže. Dakle onda se vodi restriktivna monetarna politika.

To znači da danas i ne može više da se govori o bankama koje treba da se brinu samo o količini novca u privredi, već o centramim bankama koje treba da se brinu o celokupnoj privrednoj situaciji u zemlji, što je prihvaćeno gotovo u svim zemljama.

Dakle, u teoriji je opšteprihvaćeno gledište da je osnovni smiseao monetarne politike njeno delovanje na nivo i dinamiku privredne aktivnosti regulisanjem obima i strukture efektivne novčane tražnje[273] adekvatnim formiranjem visine i strukture novčane mase.

Monetarna politika umesto pasivnog postaje izuzetno aktivno sredstvo koje uz fiskalnu politiku postaje sredstvo u vođenju stabilizacione, odnosno konjunkturne politike.[274]

Za monetarnu politiku u vreme depresije naročito su relevantni fenomeni nedovoljne potrošnje nacionalnog dohotka i neobično visoka „sklonost likvidnosti". Težnja za čuvanjem likvidnih sredstava inspirisana je nepovoljnom poslovnom perspektivom, velikom oprcznošću i spekulativnim razlozima zasnovanim na daljnjem očekivanju pada cena. „Publika i poslovni krugovi ne žele da zajme, a želja za likvidnošću zadovoljava se smanjenjem trošenja, što pogađa proizvodnju i investicije". Bankrotstvo banaka i nezaposlenost dovode do toga da se daije otežavaju uslovi kreditiranja, što izaziva dalje smanjenje potrošnje. Da bi se pariralo kumulisanju depresionog procesa i uticalo na oživljavanje privredne aktivnosti, monetarna politika mora da bude orijentisana na ekspanziju monetarne mase i stvaranje povoljnih uslova za povećanje Likvidnosti. Potražnju za likvidnim sredstvima treba zadovoljiti jevtinim kreditima, podstaći publiku da zajmi i troši, povoljnim kreditima uticati na porast investicione potrošnje i efikasnije oplođavanje kapitala, odnosno društvene reprodukcije.

Radi ostvarenja takve politike u zemljama s razvijenim tržištem vrednosnih papira javnog sektora, centralna banka će pristupiti kupovini obveznica u „open–market operacijama", čime će dovesti do porasta depozita poslovnih banaka i osposobiti ih za proširenje kreditiranja komitenata. Intervencija može da se sastoji ne samo u uslovima globalne kreditne ekspanzije nego i u posebnom favorizovanju određene vrste kredita koji imaju povoljno delovanje u pokretanju privredne inicijative ili su naročito senzitivni na sniženje i na uslove kreditiranja. Iskustvo pojedinih zemalja pokazuje da to mogu

[273] Takva uloga monetarne politike posebno izrasta u periodu dirigovanog novca, posle ukidanja zlatnog važenja i potpunim krahom tog monetarnog sistema.

[274] Dr M. Vučković: Savrcmeni problemi monelaroe teorije i politike. Naučna knjiga, Beograd 1960., str. 79.

biti, na primer, krediti za izvoz, krediti za stambenu izgradnju, krediti za trajna potrošna dobra i slično.

Stvaranju povoljnih kreditnih uslova i podsticanje opšte i pojedinačne sklonosti ka potrošnji, monetarne vlasti danas sve manje utiču manipulisanjem kamatnom stopom, a sve više drugim instrumentima. Istina, sniženjem eskontne stope, odnosno stope po kojoj centralna banka daje kreditnom tržištu vlastite kredite, a i samim operacijama „otvorenog tržišta" pridonosi se opštem snižavanju kamatne stope i stvaranju povoljnih kreditnih uslova radi ekspandiranja profitne stope i stvaranju povoljnih kreditnih uslova radi ekspandisanja ukupne potrošnje. Međutim, to je samo „barometar" za publiku da je došlo do zaokreta u upravljanju novcem i kreditnoj politici i da se prešlo na Liberalnu politiku, čemu treba da se prilagođe i drugi instrumenti, a ne samo kamata. Određujući osnovnu orijentaciju u sprovođenju monetarne politike, vidimo da ova politika može da se vodi u dva strateška pravca:

1. Ekspanzivno i
2. Kontraktivno

što u krajnjem slučaju treba da pridonese uklanjanju neželjenih tokova konjunkture, odnosno dovede do stabilizacije privrede.

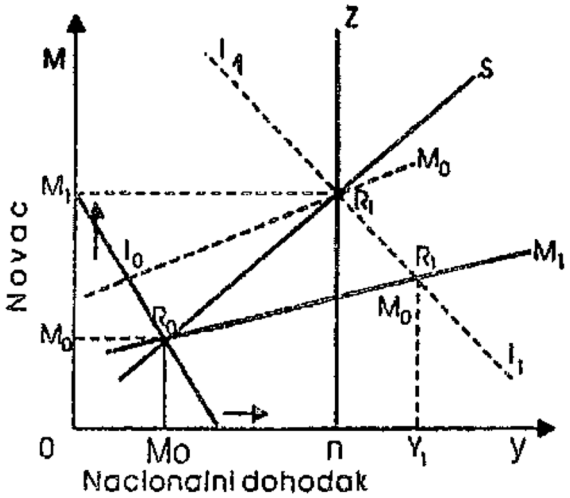
Kako postoji mogućnost globalnog regulisanja novčane mase i selektivnog regulisanja, obično se polazi od toga da se uvođenjem globalnih olakšica podstiče stopa rasta, ali uz žrtvovanje određenih sekktivnih i strukturnih problema privrede. S druge strane, globalno regulisanje se obično odražava na investicije, pa je nedovoljno elastično, odnosno dosta je kruto. Savremena shvatanja polaze od zahteva sve selektivnijeg monetarnog regulisanja uz podržavanje aktivnosti koje pridonose razvoju privrede (npr. izvoz). Time je velikim delom monetarna ravnoteža žrtvovana visokoj stopi ekonomskog rasta.

2. EKSPANZIVNA MONETARNA POLITIKA

Monetarno–kreditna politika u osnovnoj orijentaciji videli smo, može da bude ekspanzivna i kontraktivna. Ekspanzivna monetarna politika treba u uslovimapada proizvodnje i zaposlenosti, odnosno u skladu s našim ranijim zapažanjima,[275] već pri samim tendencijama njihovog snižavanja, da ekspanzijom novca i kredita iznad optimalne, dovede do njihovog podizanja naviše. Instmmentima monetarne politike, liberalno postavljenim, nastoji se da se podstakne potrošnja, investicije i „poslovna klima" u privredi, koji treba da dovedu do rasta reainog dohotka i zaposlenosti. Grafički bi se to moglo prikazati na sledeći način:

[275] Tcorijski'se polazi, islina prećulno, od pretposlavke visoke oselljivosli investitora i privrede na promcrie kamatne stope, šlo u savremenoj privredi ne mo;a i da posloji. posebno u privredi s visokom stopom infiacije ki:ja prelazi 3–5 puta visinu kamatne slope. Niska i negativna Kamatna stopa javlja se kao premija za ulazak u *Mvcslicije.*

DELOVANJE MONETARNE POLITLiCE NA INVESTICIJE



Prema kejnzijanskoj teoriji, politika jevtinog novca (niske kamate) dovodi do porasta tražnje kredita, zbog porasta efikasnosti kapitala, uz porast investicija.

Porast investicija sa I na visinu Li, uz postojeću krivu štednje S.dovešće do multiplikovanog porasta nacionalnog dohotka sa Om na On, uz prelazak ravnotežne tačke Ro na Ri (koja bi, po mogućnosti, trebalo da se nađe na liniji pune zaposlenosti Z).

Pod delovanjem ekspanzije novca i kredita došlo je do multiplikovanog porasta nacionalnog dohotka u odnosu prema inicijalnom rastu investicija nastalom kreditnom politikom.

Na makroplanu, povezivanjem monetarne politike s analizom nacionalnog dohotka, dolazi se do sledećih opštih stavova:

1. Ekspanzivna monetarna politika može značajno da doprinese uklanjanju već nastale ili sprečavanju redovnog kumulativnog procesa recesije i nezaposlenosti.
2. Ekspanzivna monetarna politika (kao uostalom i restriktivna), primarne efekte daje u internoj ekonomiji, pre svega u nedovoljno razvijenoj privredi, dok u razvijenim zemljama slobodnim kretanjem novca i kapitala (zbog razlika u kamatnim stopama i reagovanju novca i kapitala na te razlike) primarne i osnovne efekte davaće u eksternoj ekonomiji (platni bilars), a manje u internoj ekonomiji.
3. Ekspanzivna politika danas se ne sprovodi samo snižavanjem kamatne stope već daleko senzibilnijim i elastičnijim instrumentima iz kojih se bira upravo onaj koji će u monetarnoj i privrednoj situaciji određene ekonomije da da optimalne rezultate. Takav stav nalazimo i kod J. Tinbergena,[276] koji konstatuje da za svaki poseban cilj ekonomske politike treba poseban instrument. To bi bilo previše da se očekuje od monetarne politike, čak i pod pretpostavkom da njome može da se reguliše ukupna tražnja, što i danas tvrdi neokvantitativna

[276] J. Tinbergen: On The Theorv of Economics Policv, Amsterdam, 1952.

teorija, polazeći od toga da se samo njenim delovanjem može da osigura stabilnost cena i visoka zaposlenost.[277]

4. **Povećanje količine novca** u uslovima stabilnih cena može da se koristi kao metod stimulacije porasta proizvodnje i zaposlenosti.

Privredni subjekti se odlučuju na **nova ulaganja** i povećanje **privredne ak**tivnosti. Veća količina novca daje period nastupajućeg prosperiteta, ali šu signali često bili lažni. Kada se to otkrije, prestaje stimulativno dejstvo na proizvodnju „očekivana ekspanzija pretvara se u inflaciju i ništa više".

U određivanju osnovne orijentacije monetarne politike, očito je, treba je vezati ža određene privredne agregate ili parametre.

Monetarna politika se obično vezuje za kretanje društvenog proizvoda. Iz odnosa stopa rasta društvenog proizvoda i novčane mase određuje se i karakter monetarne politike. Naime, ako je stopa rasta novčane mase veća od stope rasta društvenog proizvoda u tom periodu smatra se da se vodi ekspanzivna monetarna politika, ako je niža tada se vodi restriktivna monetarna politika.

Osnovno pitanje koje se postavija jeste: da li rast realnog ili nominalnog društvelog proizvoda ili rast proizvodnje kao mera rasta novčane mase, a nekada realni rast uvećan za „tolerantnu", izabranu stopu inflacije (koja označava blagu inflaciju).

Ekspanzivna monetarna politika danas se, uglavnom, sprovodi primenom sledećih instrumenata: sniženjem eskontne stope, sniženjem kamatne stope na kredite u bankarskom sistemu, ekspanzijom kredita privredi, ekspanzijom krelita stanovništvu, smanjenjem stope obavezne rezerve, smanjenjem stope rezerve likvidnosti, oslobađanjem od plafoniranja kredita, ekspanzivnom politikom otvorenog tržišta, monetizacijom zlata i rezervnih sredstava i dr.

Monetarne vlasti danas nastoje da prilagođavaju novčanu masu promenama dohotka regulisanjem kredita (privredi i stanovništvu), operacijama na otvorenom tržištu smanjenjem obavezne rezerve, dok izbegavaju nagle i velike promene kamatnih stopa, do čega je u većoj inflaciji, odnosno recesiji moralo nužno da dolazi.

Monetarnom infuzijom u privredi preko ekspanzivne monetarno–kreditne politike u borbi protiv recesije i krize, kao i ostalim komplementamim merama makroekonomske politike, može da se relativno brzo i lako i u vrlo kratkom roku poveća agregatna tražnja, a time dovede i do uravnotežavanja agregatne tražnje ponude. Međutim, stabilnost i ravnoteža na duži rok ne mogu da se održe i bez ekonomskog rasta, a time i povećanja agregatne ponude.

Iz navedenog razloga dugoročne mere makroekonomske politike (posebno monetarne) moraju da budu koncentrisane na porastproizvodnje i ponude robnih fondova.

U manje razvijenim privredama, bez razvijenog finansijskog tržišta, slabo monetizovanim privredama, neelastičnosti faktora proizvodnje na monetarne infuzije i dr., takav ekscesivan monetarni rast se odražava na rast cena. Pri tome proizvodnja ostaje rezistentna, često i u opadanju.

Danas preovladava shvatanje da je monetarna politika nedovoljno efikasan segment ekonomske politike, i pored brojnih i oprobanih instrumenata, posebno u sprečavanju recesije, kao što je neefikasna i u suzbijanju inflacije troškova.

[277] Danas su mnogi ekonomisti spremni da se slože s tim da monetarna politika ima dominantnu ulogu u regulisanju ukupne tražnje.

3. MONETARNA POLITIKA PROTIV INFLACIJE – RESTRIKTIVNA MONETARNA POLITIKA

Suprotno ekspanzivno vođenoj monetarnoj politici. kontrakciona politika treba da otežavanjem uslova kredita i restriktivno postavljenim drugim instrumentima sma'nji količine novca u opticaju. Vodi se politika „skupog novca", odnosno uobičajeno rečeno, restriktivna kreditna politika banaka. Por?.st kamate i smanjenje likvidnosti dovode do opadanja privatnih i javnih investicija i ukupne potrošnje. Da bi bila efikasna u svom delovanju, ovako usmerena politika novca mora da bude „neumerena". Ona obično dovodi do deceleracije ekonomskog rasta, što prisiljava monetarne vlasti da budu oprezne u sprovođenju te politike, jer cena koja se za to plaća, vrlo je visoka. Pokušaj da se dođe do finansijske stabilnosti ograničavanjem globalne tražnje; verovatno će da izazove veći gubitak u stopi rasta i zaposlenosti, ali redovno pogađaju stopu rasta, pa kada već moraju da se sprovode, sprovode se dosta oprezno i veoma dozirano.[278] Pravilna odmerena i dozirana kontraktivna politika novca i kredita treba da dovede do smanjenja ili uklanjanja inflacionog procesa, mada je to, u uslovima savremene inflacije, i teorijski i praktički teško da se očekuje.

Problem kontraktivne politike upravo je u tome što sniženje cena nedovoljno elastično reaguje na smanjenje novčane mase i platežno sposobne tražnje, što bi trebalo da bude pretpostavka veće efikasnosti te politike.[279]

Sa dovoljno sigumosti može da se tvrdi da je monetarna politika pokazala potrebnu efikasnost, kada su uzroci nestabilnosti, uglavnom, monetarni faktori, dok se u drugim faktorima redovno javlja potreba za sinhronizacijom i drugih mera. Međutim, teško je, gotovo nemoguće, da se razgraniče monetaroi od realnih faktora nestabilnosti i njihova „specifična težina", u tome.

I ovde je činjenica da je jedan od primamih ciljeva monetarne politike da, u uslovima optimalne zaposlenosti, očuva traženu unutrašnju i spoljnu vrednost nacionalne novčane jedinice. Međutim, to znači da redovno monetarna politika ne bi smela da žrtvuje stopu rasta i zaposlenost kako bi očuvala stabilnost, što je i dalje ostala jedna od osnovnih kontroverzi u sprovođenju bilo koje osnovne koncepcije monetarne politike.

Današnja stagflacija dovodi monetarnu politiku pred dilemu: ili da se orijentiše na stabilnost ili da nastoji da se ostvari puna zaposlenost. Ukoliko se želi da ostvari stabilizacija, mora da se sužava monetarna baza, poveća kamata i dr., a time i troškovi, što vodi u recesiju i nezaposlenost i obrnuto.

Monetarna politika koja je usmerena na stabilnost cena dovodi do pojačavanja u oscijacijama realnog dohotka, dok monetarna politika usmerena na porast zaposlenosti –

---

[278] Poučan je primer Japana iz 1994. godine. kada se ošlrim rcsirikcijama u borbi protiv inflacije gotovo prepolovila stoparasta. ali i Jugoslavije iz 1996. godine. kadase nštrom reslriktivnom kreditnom politikom pokušalo da stabilizuje privreda, ali je izazvana ozbiljna recesija, bezstvarncstabilizacije.

[279] U kontrakcionemeremonetarne politikc obično spadaju sledeće: povcćanjediskontnestope, povećanje kamatnestope u bankarskotn sistcmu. kontraktivna politika otvorenogtrlišta, restrikcija kredita privredi, restrikcija potrošačkih kredita, povećanje stope rczervi likvidnosti, povcćanje stopc obavcznih rczcrvi, blokiranje uloga banaka posebno namenjenih investicijama.stimulacijasvih oblika štednje i dr. Obično se vodi sinhronizovana politika primene mnogih inslrumenata.

dovodi do varijacija u cenama (porast).

Monetaristička politika, visoka kamata i oštra restrikcija ponude novca može u razvijenim privredama (da H i u nerazvijenim?) da da određene efekte u regulisanju inflacije, mada se u ekonomskoj teoriji stoji na stanovištu da za dinamizovanje proizvodnje i povećanje zaposlenosti veće efekte daje kejnzijanska politika budžetskog deficita.

Oštra restriktivna monetarna politika (kamate i devizni kurs) onemogućavaju širenje inflacije, dok budžetski deficit pokreće realne agregate privrede. Istina, kejnzijanski efekti regulisanja tražnje na ovaj način polaze od rigidnosti cena, pošto se realni efekti (proizvodnja, zaposlenost, izvoz) ostvaruju prre nego što dođe do procesa prilagođavanja i rasta cena. Država budžetski deficit može da pokriva (što se obično i čini) gomilanjem duga ili inflatomim porezom preko nove emisije novca centralne banke, čija se vrednost stalno smanjuje u inflaciji.

Kejnzijanska teorija polazi od toga da smanjivanje poreza (oslobađanjem dohodaka poreskim obveznicima) vrlo brzo povećava tražnju i proizvodnju (zaposlenost), bez povećanja cena. Fiskalna ekspanzija je moguća, dakle, u uslovima čvrste monetarne politike, bez opasnosti od ubrzanja inflacije. Suprotno tome, povećanje poreza i smanjivanje državnih izdataka dovodi do izvlačenja novca iz privrede i od stanovništva, što vodi padu investicija i proizvodnje. Fiskalna politika deiuje i na devizni kurs (platni bilans) preko „efekta bogatstva" izmenom pojedinih oblika imovine svih subjekata, uz pretpostavku veće mobilnosti kapitala i međusobne zamenljivosti pojedinih oblika imovine.

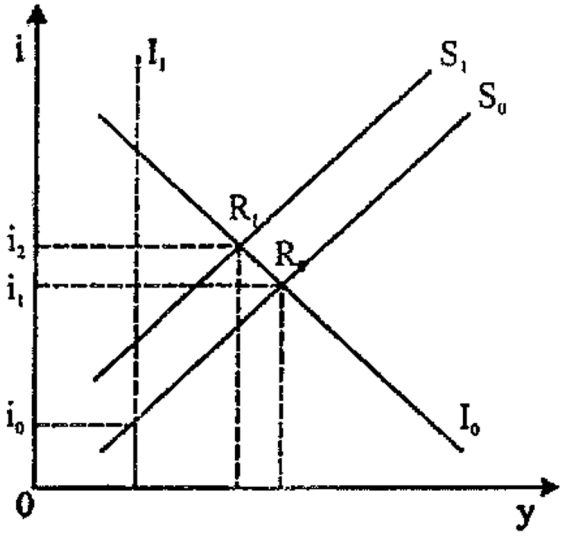
4. MONETARNI MENADŽMENT U EKONOMSKOJ KRIZI – EFIKASNOST MONETARNE POLITIKE

Duboku depresiju i krizu karakteriše neiskorišćenost kapaciteta, nizak nivo investicija i proizvodnje i nenormalno visok nivo neprodate robe, što je posledica izuzetnog pada globalne tražnje. Zelje za investiranjem, zbog pada profita i slabih poslovnih izgleda, svedene su gotovo na nulu. „Granična efikasnost kapitala" je u takvoj situaciji na nivou kamatne stope, a u dubokoj krizi i ispod nje. Bruto profit, često, u takvim uslovima ne pokriva troškove kamate. Preduzetnici se teško odlučuju na nove investicije, pa i ukoliko dođe do takvog sniženja kamata[280] da se pojavljuje negativna kamata, odnosno premija za ulazak u investicije. Dakle, i u slučaju kada kamatna stopa postane jednaka nuli, ili uz negativnu kamatnu stopu (premije za investiranje), oni se neće odlučivati na nove investicije, jer su poslovni izgledi veoma slabi (ako se odluče, to će biti pod posebnim uslovima). Sama kamatna stopa i operacije kamatom nedovoljni su da okrenu konjunkturu koja je u padu, odnosno da pokrenu investicije i poslovnu aktivnost.

[280] Snižavanje kamatne stopc danas vclikim delom, dovelo bi do kretanja kapitala iz zemlje u inostranstvo. Naime. u uskoj povezanosti međunarodnog tržišta novca i kapitala, razlika u nivou kamale u raznim privredama prouzrokovala bi njihovo kretanje u privrede s višom kamatnom stopom, dok domaća likvidnost može ostati nepromenjena. Konfliknost domacih i spoljnih ciljeva ekonomske politike ovde posebno dolazi do izražaja.

Kriva tražnje investicija gotovo je vertikalna (I) i nezavisna od kamate (i). Pogledajmo to na sledećoj slici:

KAMATA I INVESTICIJE U DUBOKOJ DEPRESIJI



Investicije ostaju neosetljive na promene kamatne stope (i0, li), tako da ni promene štednje ne dovode do promena u krivoj investicija. Investicije malo ili gotovo neznatno reaguju na kamatu, te ona ne može obaviti svoju funkciju regulatora investicija. Iz krive netoefikasnosti novca proizlazi da u fazi recesije i pada nacionalnog dohotka kamata mora biti vrlo niska i to niža od negativne stope nacionalnog dohotka.

Manipulisanje kamatnom stopom u takvim uslovima potpuno je neefikasno da bi se podigla kriva investicija naviše i da bi se time podigao nivo nacionalnog dohotka i zaposlenosti. Međutim, suprotno dosadašnjim teorijskim stavovima, monetarna politika ipak nije samo politika kamatne stope. Ona, videli smo, raspolaže mnogim, znatno efikasnijim instrumentima u regulisanju novčane mase i monetarne baze. S druge strane, fiskaiha politika, a pre svega javni rashodi trebalo bi uspešno da kompezuje nedovoljan obim privatnog investiranja, kako bi ukupna kriva investicija bila pomerena naviše. Osim navedenog, i drugi oblici poreskih olakšica trebalo bi da suzbiju politiku preterane štednje[281] da bi brže došlo do procesa uravnotežavanja.

Sama monetarna politika, dakle, po takvim shvatanjima, nije u stanju da dovede do preokreta u kretanju proizvodnje i zaposlenosti (što se pokazalo u praksi u velikoj krizi 30–tih godina ovog stoleća). Zbog toga je fiskalna politika, posle 1933, došla na prvo mesto u reguiaciji tražnje i potrošnje, odnosno konjunkture, posebno privrede, kada je došla u duboku depresijp. Mere moEetarne polltike pokaznju se kao potpuno neefikasne, posebno mere inače zakasnelog snižavanja kamate, odnosno politika jeftinog novca i kredita. Fiskalizam zauzima mesto ranije dominirajućeg monetarizma u ekonomskoj teoriji koji se zadržao sve do šezdesetih godina ovog veka. Duboku krizu tridesetih godina monetaristi pripisuju isključivo ioše vođenoj monetarnoj politici.[282] U SAD je, na

[281] Harry G. Johnson: O nckim problemima monetarne i fiskalne politike. NBJ, br. 4, 1969., slr. 22–40.
[282] Millon Fridman: Teorija novca S monetarna politika, izd. Rad, Bgd. 1972. str. 280.

primer, 1929–1933. godine, došlo do smanjenja količine novca u opticaju za jednu trećinu. Smanjenje opticaja produbilo je i produžilo krizu.[283] Monetarna politika sprovodila se tako da je dovela do neverovatne deflacije u SAD i u drugim privredama u svetu.

Savremeni kejnzijanci, pa i monetaristi, smatraju da je pred veliku ekonomsku krizu 1929. trebalo voditi xbekspanzivnu monetarnu politiku, preplaviti tržište jevtinim novcem i drugim pogodnim usiovima, čime bi se sprečilo padanje proizvodnje i zaposlenosti, a time i ulazak u krizu.

Kada je depresija uzeSa maha, svi pokušaji centralnih banaka da smanjivanjem kamatne stope pokrenu nove investicije i konjunktum doživeli su neuspeh. Međutim, M. Fridman ispravno konstatuje da problem nije u tome što se pokušala promeniti monetarna politika i što se, tada, uvidelo da je neefikasna. Naprotiv, Federalni rezervni sistem uopšte nije ni pokušao da je primeni. Ono što je pokušano, učinjeno je potpuno obmuto (restrikcije u monetarnoj politici).[284] Nije problem u tome što ne postoji dopunska tražnja i „želje za investiranjem", već je preterana opreznost banaka u odobravanju kredita. Pokazalo se da su mnogo bolje prošle banke koje su odobrile kredite i Iošim partnerima iz privatnog sektora, nego one koje su kupovale državne vrednosne papsre da bi povećale svoju sekundarnu Likvidnost Na temelju toga se tvrdilo da je monetarna politika prevaziđena i da novac nije više značajan, da je osnovna funkcija monetarne politike održavanje niske kamatne stope. Tako je, u posleratnom periodu, bila prihvaćena politika jevtinog novca. Inflacija, koja se kasnije snažno razvila i bila stimulisana takvom politikom jevtinog novca, značila je ponovno vraćanje na aktivnu monetarnu politiku.

Mnoge analize privredne ekspanzije 1983–1995. pripisuju (J. S. Duesenberrv) takav preokret fiskalnoj politici (sniženje poreza, javni dug, dok se odaje priznanje monetarnoj politici koja je to omogućila, pošto nije stala na put takvom delovanju fiskalne politike (dodatna emisija novca i niska kamatna stopa).

Monetarna politika, usmerena na stabilnost cena, u takvim odnosima će pojačavati oscilacije realnog dohotka, dok monetarna politika usmerena na postizanje visoke zaposlenosti i dohotka istovremeno pojačava varijacije cena. Delujući u uslovima recesivne inflacije, koja je danas dosta prisutna u svetu, monetarna politika gotovo uvek ima destabilizacioni karakter. Ukoliko se stabilizuje zaposlenost i poveća stopa rasta nacionalnog dohotka, redovmo dolazi i do rasta cena. Ako se, s dmge strane, žele stabilizovati cene, dolazi do rasta nezaposlenosti i pada nacionalnog dohotka, odnosno društvenog proizvoda.

---

[283] Kriza likvidnosti nije posledica toga što je porasla sklonost likvidnosti („Konji dovedeni do vcde nisu hteli da piju"). To je direktna posledica ncadekvatne monelame politike.

[284] M. Fridman, op. cit. str. 220.

5. OGRANIČENJA U SPROVOĐENJU I EFIKASNOSTI MONETARNE POLITIKE

Oživljavanje monetarne politike, kao prilično specifičnog područja ekonomske politike, podstaklo je i istraživanje delovanja monetarne politike, kao celine, i njenih instrumenata u pojedinim fazama privrednog razvoja. Oživljavanje monetarne politike, kao instrumenta kratkoročne politike, postavilo je i pitanje primene i efikasnosti tradicionalnih instrumenata te politike: kamatne stope, kreditnog volumena, otvorenog tržišta, stope rezerve likvidnosti, obavezne rezerve i dr.

Pre kejnzijanske revolucije, monetarna politika je bila, uglavnom, jedini instrument celokupne ekonomske politike – kao sredstvo stabilizacije cena, dok je kasnije uvedena fiskalna politika kao sredstvo osiguranja pune zaposlenosti.

Od pedesetih godina monetarna politika ponovo preuzima najveći deo odgovornosti za ekonomsku stabilizaciju na kratak rok, što je posledica sve većeg budžetskog deficita i njegovog teškog prilagođavanja ciljevima nacionalne politike stabilizacije, odnosno prevlasti ostalih ciljeva nad ciljem stabilizacije.[285] Od monetarne politike se zahteva sve veća elastičnost u osnovnom strateškom delovanju, što je u situaciji korišćenja novca i kredita za brojne neekonomske svrhe vrlo teško. Elastičnost monetarne politike je sposobnost brzog menjanja određenih in.itrumenata i njihovo prilagođavanje, pre svega, privrednim procesima. Pred monetarnu politiku se, imajući u vidu ta dva momenta, postavlja izvesna kritična tačka efikasnosti uopšte:

1. Da li monetarne vlasti preduzimaju određenu akciju pravovremeno,
2. Da li se elovanje monetarne akcije u privredi ispoljava dovoljno brzo i
3. Da li daje dovoljan stabilizacioni efekat, odnosno da li se monetarna politika koristi i za druge ciljeve izvan „normalnih" kojima treba da je podređena.

Pretpostavka efikasnosti monetarne politike jeste blagovremeno, često i eks ante, preduzimanje određenih zaokreta u monetarnoj politici, što pretpostavlja sintezu realnog monetarnog planiranja.[286] Preduzimanje tih mera vezano je za određenu procedum koja će se smanjiti na minimum, ukoliko se sve više, ex ante, preduzimaju. I u brzini efekata preduzetih mera trebalo bi da svaka privreda, bar orijentaciono, poznaje odgođene efekte te politike, brzinu opticaja, multiplikator i dmge faktore vezane za koncept planirane optimalne količine novca u opticaju.

Ako postoje velike deformacije u monetarnim tokovima u odnosu na normalna kretanja i ako postoje nekontrolisani monetarni tokovi od strane centralne banke, tada monetarna politika ne može biti efikasna i davati očekivane rezultate (efekte).287

Sto se tiče stabilizacionog efekta i korišćenja monetarne mase (primame emisije) za finansiranje, najčešće budžetskih rashoda, ta dva elementa su danas, u fazi inflacije, u očitom raskoraku. Organi ekonomske politike moraju jasno da odvoje ta dva pitanja: ili stabilizaciona monetarna politika ili inflaciono naduvavanje novčane tražnje većim ili

[285] H. Johnson: Monetary Theory and Po!icy, The American Economic Review, june 1962. No 3.

[286] Gotovo u svim tržišnim privredama nedostaje jedan adekvatan i izrađen instrumentarij i sistem monetarnog planiranja. Ukoliko nešto u tom pogledu i postoji, to su više neobavezne projekcije i rezultati kompromisa raznih vanekonomskih struktura.

[287] Videti šire: Deformacije monetarnih tokova i pravci usavršavanja monetarno–finansijskog upravljanja, studija, Narodna banka Jugoslavije, 1995. (direktor projekta dr Slobodan Komazec).

manjim sistemom deficitnog finansiranja budžeta (državnih rashoda).

Novi pristupi monetarnoj dinamici zahtevaju i sve složenija istraživanja teorije realnog ievestiranja, paralelno s analizom delovanja osmovnifa nnonetarnih agregata, jer se sve više operiše količinom novca umesto, kao ranije, kamatnom stopom (uticajem promena u kamatnim stopama na pojedine oblike troškova). Tako je period dugotrajne posleratne inflacije i neosetljivost kamate na investicije i troškove reprodukcije dovelo do generaimog zaokreta od kamate ka koEičini novca. Monetarna teorija, s jedne strane, postaje sastavni elemenat opšte teorije reprodukcije (teorije kapitala), a, s druge strane, elemenat stabilizacije sistema i sistema planiranja formiranjem određene monetarne dinamike.

Monetarna politika, uz fiskalnu politiku dohodaka i spoljno–trgovinsku politiku, postaje osnovna poluga u dinamiziranju privrednog rasta i stabilizacije privrede. Ovo se posebno odnosi na privredu pogođenu inflatomom neravnotežom. Međutim, faktori koji određuju tempo i kvalitet ekonomskog rasta su daleko brojniji.

6. DEFORMACIJE U MONETARNIM TOKOVIMA I MONETARNA POLITIKA

Posebno značajna ograničenja u provođenju efikasne monetarne politike javljaju se kada u privredi postoje velike deformacije u monetarnim i finansijskim tokovima.

Deformacije monetarnih tokova u odnosu na „normalna" kretanja, koja osiguravaju ravnotežu ponude i tražnje novca, a posebno na sektoru preduzeća i banaka, postale su kao problem izuzetno prisutne kod nas, ne samo kod tih segmenata privrede, već i kod organa zaduženih za vođenje monetarne i ukuplie makroekonomske politike.

Deformisani monetarni tokovi vode i deformaciji raspodele, očekivane upotrebe novčanih holdinga, dok deformisana tražnja novca onemogućava kvalitetnu, struktumo podešenu i blagovremenu ponudu novca, a time i efikasnu (i kontrolisanu) monetarnu politiku. Deformisani monetarni tokovi vode disproporciji ponude i tražnje na svim tržištima (robna, novčana, devizna, kapitalska), čime često postaju uzrok brojnih neravnoteža u privredi, ali i globalne neravnoteže. Ovakvi monetarni tokovi u osnovi znače nekonfrolisane tokove, ne samo sa pozicije Centralne banke, poslovnih banaka, drugih finansijskih institucija i države, već i svih subjekata koji raspolažu određenim novčanim oblicima. Kako nema dovoljno snažne, brze i efikasne pravne zaštite (koja u usiovima inflacije ili hiperinfiacijp ostaje uvek nedovoljna i zakašnjela) sve se prelama kroz dva jasna fenomena:

1. Nedostatak pravne države i poštovanja normalnih obligacionih odnosa u privredi,
2. Osećaj nesigurnosti i stvaranje ekonomije bez poverenja i poslovnog morala. Odatle do stihije i gotovo anarhičnog ponašanja nije dug put. Poslovna klima je tada puna neizvesnosti, a finansijski i drugi rizici vrlo izraženi. Temelji zdrave ekonomije i restrukturisanja privrede, selekcija u razvoju i programima, gotovo

su nemogući. Finansijsko i monetarno planiranje i funkcionisanje finansijskog tržišta gotovo su onemogućeni. Očito je da je početak i kraj svakog ciklusa reprodukcije postao potpuno neizvestan (novac). T6 su samo propratne pojave koje se neminovno kumuliraju u nckontrolisanin? monetarnim tokovima.

Može li se voditi efikasna i nužno programirana monetarna politika? Očito je da se novac ubačen u privredno–finansijske tokove odliva nekontrolisano u sektore i nosioce novca i dohodaka, dovodeći do nelikvidnosti određenih vitalnih sektora (preduzeća i banaka) i hiperlikvidnosts (praćene deformisanom novčanom tražnjom) na drugim sektorima. Moć kontrole funkcije potrošnje opada, ali i veza rnonetarne politike i osnovnih agregatnih odnosa.

Koji su to'deformiteti u monetarnim tokovima koje treba odgovarajućim merama i instrumentima monetarne i finansijske politike otklanjati, ali i izmenama u samom privrednom i finansijskom sistemu?

1. Osnovna deformacija je prekid funkcije u odnosima krediti–depoziti banaka, što vode stainom slabljenju depozitne osnove banaka, a time i njihove finansijske i kreditne sposobnosti. Time je prestao i proces monetarne multiplikacije, odnosno stvaranje novca od strane bankarskog sistema (uz stalni pritisak na Centralnu banku i primami novac). Banke su se pretvorile u obične distributere primarnog novca, posebno u potpunom izostanku štednje stanovništva i depozita drugih sektora.
2. Finansijski sistem omogućava automatski odliv novca iz sektora preduzeća, čak i po osnovu uzetih kredita kod banaka, stvarajući permanentnu „organsktl" nelikvidnost preduzeća i visoku zavisnost od kredita banaka (ili međusobnih kredita).
3. Struktura novčanih sredstava privrede, banaka i javnog sektora je poremećena, posebno'iz aspekta mobilnosti i likvidnosti, čime je prestao da funkcioniše onaj fini mehanizam povratne veze odliva i priliva novca iz sektora u sektor (kupovinama i prodajama robe i usluga, porezima i rashodima, dizanja gotovine i uplata pazara i dr).
4. Pretvaranje tekućeg novca u novčani kapital je onemogućeno, a njegovo ispadanje iz cirkulacije je trajno otvoren proces.
5. Deformisanje u strukturi novčanih sredstava, posebno prelivanjem likvidnih u nelikvidne oblike novca, što stvara permanentan „nedostatak" novca za plaćanje (gotov novac i depozitni novac), a posebno u strukturi depozitnog novca po sektorima, što direktno deluje na brzinu opticaja novčane mase.
6. OpštLsistem neplaćanja u privredi i izbegavanje podmirivanja novčanih obaveza, zaoštrava „problem novca" šireći opšti lanac neplaćanja i nelikvidnosti.
7. Monetarna struktura u bilansima banaka je potpuno poremećena, a time i njihova sposobnost transformacije pojedinih novčanih oblika u druge oblike.
8. Navedenim odnosima struktura novčane mase i likvidnost po sektorima teško se mogu kontrolisati i svesno regulisati od strane Centralne banke i monetarne politike, ppsebno kada je učešće gotovog novca u novčanoj masi izuzetno visoko (44–50%).
9. Deformacije u novčanim tokovima sektora stanovništva su izuzetno izražene, posebno kroz sistem formiranja dohodaka, njihove disperzije i finalne upotrebe.

10. Deformacijom se smatra i prevelika količina gotovog novca u opticaju u strukturi novčane mase, posebno u odnosu na razvijene tržišne privrede, uz ngmogućnost kontrole opticaja gotovog novca, ali i nedostatak odgovarajućih 9šire prihvatljivih) oblika hartaja od vrednosti, kao pravih surogata gotovog novca. Ovaj problem je već dugi niz godina prisutan i poznat javnosti, ali se gotovo ništa nije uradilo u s'manjivanju uloge gotovog novca u opticaju, uz porast odgovarajućih oblika hartije od vrednosti.
11. Defor'miteti postojećeg sistema. poreza i doprinosa 'iz aspekta kontrdle. monetarnih tokova, formiranja optimalne strukture sredstava i likvidnosti privfede, su izuzetno naglašeni, posebno automatski odliv novca iz sektora preduzeća u javni sektor, bez obzira na finansijsku snagu, poslovne efekte i poresku moć privrede. **U** odlivu i prilivu sredstava iz privrede (masa i struktura) u javni sektor nastaju i problemi medovoijne kontrole javne potrošnje (rashoda), strukture i fleksibilnosti ove potrošnje, bez čega nema ni stabilizacije privrede, ni stabilnog novca. Pri tome se mora postaviti i jedno od najkrupnijih pitanja – kakav fiskalni sistem izgraditi u funkciji veće kontrole monetarnih tokova (prelivanja) i efikasne monetarne politike (bolja koordinacija i sinhronizacija monetarne i fiskalne politike).
12. Nenamensko (i nekontrolisano) korišeenje novčanih sredstava kod niza nebankarskih finansijskih institucija, koje su se praktično pretvorile u kredilne institucije – dovodeći do velikih deformacija na kreditnom tržištu i u kamatnom sistemu.
13. Iz navedenih razloga nastala je i deformacija u odnosima proizvodno–Likvidne i često konzumne upotrebe novca, što zaslužuje posebnu pažnju u našim istraživanjirha.
14. Deformacije u raspodeli dohodaka, nekontrolisana (bar svesno) prelivanja novca, u potpunosti ograničavaju kvalitete i efikasnost emisionog mehanizma. Dakle, neusklađena raspodela postaje faktor nekontrolisanih novčanih tokova i neefikasne (redovno pod pritiskom i „krive za sve") monetarne politike. Stoga se nameće i pitanje istraživanja mogućih pravaca usavršavanja raspodele u Funkciji veće kontrole monetarnih lokova i efikasnije monetarne politike.
15. Najčešće prisutni oblici deformacija u monetarnim tokovima, mada nisu dominantni i značajni iz aspekta monetarno–finansijskog sistema i monetarne politike (ali i stabilizacione i razvojne politike u celini), koji se često nazivaju „siva emisija", su sledeći:
    - Nevraćanje ili neuredno vraćanje dospelih kredita od strane preduzeća (i irugih korisnika) poslovnim bankama,
    - Korišćenje bankarskih kredita za isplate ličnih dohodaka zaposlenih, plaćanje poreza, doprinosa, kamata i dr.,

      Bankarski krediti, čak i oni zasnovani na emisiji Centralne banke su van kontrole monetarnih organa. Ako se od iskorištenih kredita preduzeća kod banaka automatski odliva novac oko 65–85% i to u centralne depozite, gotov novac u Dpticaju, posebno preko plaćanja u vidu poreza i doprinosa, ličnih dohodaka ;i deo koji cirkuliše na deviznom tržištu), pa čak i u obaveznu rezervu banaka, očito je, radi se o novčanim tokovima van kontrole monetarne politike Centralne banke. Centralna banka ne može da „srcđuje" sferu raspodele i preraspodele. Tu joj je moć potpuno ograničena. Time

Centralna banka ne može da drži pod kontrolom funkciju potrošnje. Takvi nekontrolisani tokovi novca (kredita) imaju za posledicu da se prekida normalni proces kreditno–depozitne multiplikacije i stvaranje depozitnog novca od tfrane poslovnih banaka.

- Spekulativno zadržavanje gotovog novca (tezauracija), odnosno upotreba gotovog novca za kupovinu deviznih sredstava (i njihova tezauracija, odnosno neproduktivno korišćenje – sterilizacija, pa i odliv u inostranstvo). Time se na „crnom" deviznom tržištu stvara paralelan i odvojen novčani tok spekulativnog karaktera, a ne proizvodno–prometnog tipa,
- Korišćenje od strane banaka kredita za likvidnost i njihovo nenamensko korišćenjej
- Cesto i nenamensko korišćenje obavezne rezerve banaka,
- „Ulazak u crveno" poslovnih banaka, odnosno tolerisanje negativnog salda na poslovnim računima banaka, a to znači tolerisanje finansijske neravno teže u bilansima banaka i nepridržavanje osnovnog načela bankarstva likvidnosti i soiventnosti,
- Neuplaćivanje dnevnog pazara na poslovni račun kod odgovarajuće SPP, čime je prekinut proces pretvaranja gotovog u depozitni novac,
- Nelegalno zadržavanje tuđeg novca i dohotka vrlo razvijenim sistemom neplaćanja, odnosno bujanjem nekontrolisanih dužničko–poverilačkih odnosa. To je poznati problem „finansijske nediscipline", koji se „rešava" gotovo punih 45 godina, mada je to samo posledica nefunkcionisanja pravog i finansijskog sistema,
- Nekontrolisano formiranje kamata i raznih oblika dodataka na kamatu (zatezne kamate, provizije, garancije, oročavanje, upis akcija, osiguranje i sl.), što „naduvava" novčane obaveze, iskrivljuje normalne poslovne odnose i vodi odvajanju normalnih poslovnih odnosa i njihovih novčanih izraza. Ovde su deformacije izuzetno naglašene,
- Pretvaranje dela kratkoročnih kredita u trajni osnivački kapital preduzeća, a posebno banaka (davalaca kredita), čime se funkcija kratkorocnih kredita potpuno deformiše, a cena kredita indirektno izuzetno povećava (mada skrivenim oblicima),
- Isplate stare devizne štednje u dinarskoj protiwrednosti, oslonjene na kredite kod Narodne banke Jugoslavije,
- Vrlo veliki iznos izdatih čekova bez novčanog pokrića kod banaka i Poštanske štedionice, .
- Kursne razlike i njihovi monetarnl efekti (ukupne, pozitivne, negativne, kursne razlike po sektorima),
- Deformacije i nekontrolisani tokovi nalaze se i unutar bankarskog sistema, posebno kada preduzeća osnivaju svoju banku, odnosno poslovne banke svoja preduzeća, te kroz brojne novčane transakcije i prelivanja dovode do velikih nekontrolisanih novčanih tokova, uz vrlo često izbegavanje društvenih obaveza, ali i izvršavanja novčanih obaveza prema drugima.

Osnovno, ne samo teorijsko pitanje jeste: kako staviti pod kontrolu sve kanale sive emisije novca, ili je velikim delom eliminisati, a delom nkljnati u novčanu masu. To je sve posledica neracionalnog finansijskog sistema.

Moć i dometi uticaja monetarne politike u regulisanju mase novca u opticaju značajno je ograničena postojanjem nekontrolisanih monetarnih tokova, koje ona ne može držati pod kontrolom.

Novčana masa je samo jedan deo likvidnog i platno–sposobnog potencijala u privredi i društvu koji generiše platežno–sposobnu novčanu tražnju. Surogati novca, nasuprot zvaničnom (državnom) novcu, postaju dominantni. To su kanali i tokovi kreiranja novca izvan kontrole monetarno–kreditne politike. Monetarna politika tu nema veću moć uticaja, dok centralna banka nad tim tokovima nema. efikasnu monetarnu kontrolu, a bez toga nema osmišljene i efikasne monetarne politike.

7. MONETARNA POLITIKA, DEVIZNE REZERVE I DEVIZNI KURS

Monetarna politika, videli smo, treba d'a bsigura ostvarivanje osnovnih clijeva makroekonomske politike: stabilnost vrednosti novca (monetarnu stabilnost), optimalni rast, uravnotežen p'latni bilans i optimalnu Likvidnost privrede („optimalno snabdevanje privrede potrebnom količinom novca"). Navedeni ciljevi su često međusobno suprotstavljeni, posebno u kraćem vremenskom periodu, tako da se monetarna vlast odlučuje i bira jedan od prioritetnih ciljeva.

Snabdevanje privrede potrebnom količinom novca (posebno preko primarne emisije centralne banke i poslovnih banaka) odvija se preko pet kanala, među kojima je promena deviznih rezervi jedan od tih tokova.

Naime, porast deviznih rezervi i kupovina deviza od strane centralne banke znače emisiju primarnog novca, a smanjenje deviznih rezervi preko prodaje deviza bankama, izvoznicima i plaćanja inostranstvu – znače povlačenje novca i njegovo poništavanje. Odatle i potiče poznati stav u našoj privredi da će se „emisija novca vršiti samo na osnovu deviznog pokrića".

Devizne rezerve su odraz ukupnog stanja platnog bilansa, a ne samo njegovog trgovačkog podbilansa (izvoza i uvoza roba i usluga). Porast deviznog priliva nastab većim izvozom rezultat je dva paralelna toka:

1. Odliv robnih fondova (roba i usluga) u inostranstvo – za čiju proizvodnju su u privredi ostali svi troškovi (plate, porezi i doprinosi, materijalni troškovi, kamate na kredite i dr).
2. Devizni priliv nastao na osnovu toga izvoza i dopunska emisija novca na osnovu prodaje deviza centralnoj banci.

Ova dva robno–novčana toka imaju direktno suprotne efekte, ali i niz sekundarnih efekata.

Smanjenje ponude robralh fondova na domaćem tržištu ostvareno izvozom, praćeno je istovremenim porastom emisije novca u privredi preko bankarskog sistema. emisija u osnovi pokriva troškove nastale u proizvodnji robe. U slučaju nabujalih troškova tada monetarna emisija „pokriva" troškovnu inflaciju, uz ugrađenu neravnotežu

na domaćem tržištu. Ako devizni kurs uz to i devalvira, tada udar troškova skupljeg uvoza i na toj osnovi nastala emisija novca samo podstiče inflaciju i neravnotežu na domaćem tržištu. Domaća proizvodnja i robno–novčani tokovi suprotnog su kretanja od emisije novca (i novčane mase). Proces uravnotežavanja ovde je vrlo teško postići, jer radi se u „ugrađenoj neravnoteži".

Uvoz roba, koje prati izvoz, može da poboljša odnose na domaćem tržištu, ali ostaje neravnoteža strakturnog karaktera, koju monetarna politika rte može otkloniti. Istovremeno dohodak i novac se prelivaju iz uvoznih u izvozne grane, što pojačava neravnotežu na tržištu. To se posebno oseća nakon promene deviznog kursa (devalvacije).

Promena deviznih rezervi, odnosno „potpuno devizno pokriće za emisiju novca" suprotna je koncepcija od „optimalnog snabdevanja privrede potrebnom količinom novca". Ukoliko je uvoz permanentno veći od izvoza, dakle kada se povećava trgovinski deficit, tada zbog slabijenja deviznih rezervi (koje se tope) morala bi da se vodi permanentno restriktivna monetarna politika i povlačenje novca iz privrede. Nelikvidnost preduzeća i banaka bila bi stalni problem.[288]

Devizne rezerve mogu biti formirane u konvertibilnim, transferablinim i klirinškim sredstvima plaćanja. Uglavnom se odnose na efektivni strani novac, međunarodne hartije od vrednosti i do nedavno monetarno zlato.[289]

Uvoz i izvoz se odvijaju kako sa zemljama sa konvertibilnim valutama (i plaćanjima), tako i područjima sa klirinškirn plaćanjima. Emisija novca na bazi „deviznog pokrića" uglavnom se odnosi na konvertibilna sredstva plaćanja, bez hartija od vrednosti, što još više umanjuje značaj i kvalitet ovog kanala emisije novca i vođenja optinaalne novčane raiase formirane na ovoj osnovi.

Ukoliko bi se devizne rezerve povećale ©dobravanjern kredita u inostranstvu i unosom deviza u zemlju (zbog jačanja deviznih rezervi) tada se emisija novca vrši bez neposredne veze sa robnim fondovima u privredi, čime bi se snažno inflatorno delovalo dodatnom emisijom novca. Odobravanje kredita u inostranstvu za komercijalni uvoz (robni krediti) ima stabilizacioni efekat. No, tada je moguće paralelno otvoriti kanal kreditiranja uvoza, jer dolazi do paralelnog povećanja tobnih fondova (uvozom) i kreiranja domaće novčane tražnje. Istina i ovde ostaje problem strnkturnog prilagođavanja i paraielnog kretanja procesa stvaranja novca i pojave robnih fondova na domaćem trži. štu, ali i održavanja dugoročne ravnoteže robnih fondova iz uvoza i kreirane domaće novčane tražnje.

Održavanje usklađenih odnosa u kretanju izvoza i uvoza, kako po strukturi, tako i po vremenskoj dinamici 1 efikasnijem usklađivanju (uz efikasnu selektivnu monetarnu politiku) može se ostvariti direktnim kreditiranjem izvoza I uvoza roba i usluga. Selekcija namena, izbor prioriteta, regiona izvoza i uvoza, stimulativni ili destimulativni instrumenti monetarnog regulisanja (kamata, visina reeskonta, rokovi vraćanja kredita i dr.) dolaze do posebnog izražaja. Izvozni krediti u razvijenim privredama su izuzetno razvijeni i postali snažna poluga razvoja.[290]

---

[288] Ova spoznaja naterala je i našu Centralnu banku da već u samom početku primene „Programa monetarne rekonslrukcije i ekonomskog oporavka" (januar 1994), vrlo brzo odstupi od ove koncepcije, uključujući uz „devizno pokriće" i rcalni rast proizvodnje. No, i to je koncepcija kvantitativnih ograničenja u monetarnoj rcgulaciji i ne može dati odgovarajuće rezultate u svim napied navedenim uslovima koji se žele ostvariti monclarnom politikom.

[289] Demonetizacija zlata izvršena je 1976. godine odlukama Skupštine MMF.

[290] Videti šire u knjizi: Dr S. Komazec, dr J. Kovač, drŽ. Ristić: Međunarodni finansijski menadžment, Beograd, 1996.

Monetarna politika i devizni kurs su samo indirektno povezani. Naime, smatra se da oskudica novca i restriktivna monetarna politika smanjuju efektivnu novčanu tražnju na tržištu, a nedostatak viškova novca sprečava njihov odliv i pritisak tražnje na deviznom tržištu, uz porast kurseva stranih valuta. Ovakav stav ima osnovanost pod nekim pretpostavkama:

Višak neuposlenog novca (visoka likvidnost privrede i banaka) ne može se profltabilnije uložiti u drage svrhe (investicije, ulaganja u hartije od vrednosti i sl.) u odnosu na ulaganja u devize,

Slabe devizne rezerve i pritisak potreba za plaćanje potrebnog uvoza vode stalnom pritisku tražnje deviza, posebno preko banaka, što podiže devizni kurs stranih valuta („šticovani" kurs).[291] Kurs domaćeg novca slabi, što ga brzo uvodi u zonu precenjenog kursa. Ako je to praćeno i istovremenim bržim rastom cena ili inflacije u zemlji u odnosu na inostranstvo, nižom produktivnošću rada, nekonkurentnošću, pritisku troškova i slabom dinamikom proizvodnje, tada je uz sve veće slabljenje deviznilh rezervi nužno provesti devaSvaciju nacionalne valute.

Monetarna politika nakon izvršene devalvacije i pritiska sada skupljeg uvoza, odnosno pritiska uvozne inflacije „mora" da se tome prilagođava sa novom dodatnom emisijom novca. Stoga, nakon devalvacije često usledi nagli rast ceria.

[291] Sektor stanovništva u Jugoslaviji zbog izostanka slobodnih viškova novca (dohodaka), a!i i potpuno razorene dinarske štednje kod banaka (kao potencijalne rezcrve za konverziju u devizna sredstva) nije u poziciji da podigne devizni kurs stranih sredstava plaćanja, posebno dugoročno. To su u stanju da čine poslovne banke, posebno zbog brojnih nekontrolisanih novčanih tokova.

GLAVA ČETVRTA

INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE

1. KVANTITATIVNI I KVALITATIVNI INSTRUMENTI MONETARNO–KREDITNE POLITIKE

Da bi monetarno–kreditna politika u svojoj osnovnoj funkciji regulisanja potrebne količine novca u privredi bila maksimalno efikasna, u granicama svog dometa, kako u pogledu monetarne i ekonomske stabilnosti, tako i u pogledu stope rasta, potrebno je da raspolaže određenim instrumentima svog delovanja.[292]

Raspolaganje određenim efikasnim instrumentima pretpostavka je osiguranja realizacije određenih kvantifikovanih ciljeva koji se u određenom periodu postavljaju pred kreditno–monetarnu politiku. Pod instrumentima monetarno–kreditne politike podrazumevaju se sredstva i metode koje centralna banka primenjuje da bi održavala masu i strukturu novca i kredita na optimalnom nivou. U postavljaju i deiovanju instrumenata kreditno–monetarne politike presudnu ulogu imaju institucionalni uslovi delovanja bankarskog i finansijskog sistema u određenoj zemlji, kao i postojanje jednobankarskog ili visebankarskog sistema.

U decentralizovanom bankarsko–kreditnom sistemu kreditno–monetarna politika se sprovodi preko određenih instmmenata kojim ona reguliše kreditni potencijal i politiku plasmana poslovnih banaka. Smisao monetarno–kreditne politike je upravo u tome da se preko regulisanja primame emisije deluje na ponašanje celokupnog bankarskog sistema. Regulisanjem kreditnog potencijala poslovnih banaka zapravo se vrši indirektno regulisanje monetarne politike svih poslovnih banaka. Instrumenti monetarne politike mogu se podeliti na dve grupe:

1. Kvantitativni instmmenti,
2. Kvalitativni (selektivni) instrumenti.

Kvantitativni instrumenti monetarne politike treba da deluju samo globalno u celoj privredi, dok kvalitativni instramenti treba da deluju selektivno u pogledu vrste kredita, korisnika, namena, načina korišćenja rokova, kamate i sl.

---

[292] Dr S, Komazec: Monetarna 1 finansijska ekonomija, NIŠRO „Štampa" – Šibenik, 1988.

Osnovni oblici kvantitativnih instrumenata u monetarnoj teoriji i politici su sledeći:

1. Politika obaveznih rezervi,[293]
2. Politika eksontne i uopšet kamatne stope, i
3. Politika otvorenog tržišta.

Osnovni oblici kvalitativnih ili selektivnih instrumenata monetarne politike su:

1. Regulisanje kredita centralne banke poslovnim bankama,
2. Regulisanje uslova kredita,
3. Selektivna kreditna politika.

Osnovno pitanje koje se ovde postavlja jeste: da li centralna banka kod nas treba da uz kvantitativnu monetarnu politiku (regulisanje kreditnog potencijala poslovnih banaka i njihove globalne emisije) treba da sprovodi i kvalitativnu monetarno–kreditnu politiku (regulisanje strukture kredita, oblika plasmana, usmeravanja u određene namene, selektivno delovanje i sl.).[294]

U našem kreditnom sistemu centralna banka sprovodi kako kvalitativnu tako i kvantitativnu monetarno–kreditnu politiku, ali uz sve veću samostalnost, poslovnih banaka u tome.

U daljim izlaganjima poći ćemo od pretpostavke institucionalnih uslova koji postoje u našem bankarskom i kreditnom sistemu.

Instrumenti monetarno–kreditne politike, koji se primenjuju kod nas, mogu se podeliti u četiri grupe:

1. Regulisanje kreditnog potencijala poslovnih banaka od strane centralne banke (regulisanje stope obavezne rezerve, regulisanje stope rezerve likvidnosti, regulisanje kredita Narodne banke poslovnim bankama),
2. Regulisanje visihe kamatne stope, posebno povećanje ili smanjenje eskontne stope centralne banke,
3. Regulisanje uslova kreditiranja ili selektivna kreditna politika,
4. Međubankarski sporazumi,
5. Politika „otvorenog tržišta".[295]

---

[293] Isto,str.2l6.
[294] Dr S. Komazcc. dr Ž. Ristić: Monctarna i fiskalna stratcgija. izd. GLAS, Beograd. 1993.
[295] Ibidem.

2. OBAVEZNA REZERVA BANAKA KAO INSTRUMENT MONETARNE POLITIKE

1) OSNOVNE KARAKTERISTIKE I DELOVANJA OBAVEZNE REZERVE

Obavezna rezerva se javlja u našem kreditnom i bankarskom sistemu tek napuštanjem jednobankarskog sistema (u kojem ovaj instrument ne može da deluje), odnosno prelaskom na višebankarski sistem **1956.** godine.[296] Radi se o novom instrumentu monetarne politike, u odnosu na ostale tradicionalne instrumente, uvedenom prvi put u SAD 1927. godine,[297] ali uz njeno stalno širenje i, danas, opštu upotrebu u gotovo svim zemljama.

Suština ovog instmmenta sastoji se u tome da svaka poslovna banka mora držati određeni deo depozita po viđenju na posebnom računu obavezne rezerve kod centralne banke. Pošto se izdvajanja vrše u određenom postotku, u odnosu perma tim depozitima po viđenju, stopa obavezne rezerve je funkcija navedenih depozita. Ova sredstva se ne mogu koristiti za kreditno poslovanje ovih banaka.

Obavezna rezerva može dvostruko delovati u pogledu korištenja izdvojenih sredstava kod centralne banke:

1. Kao instrument regulisanja kreditnog potencijala poslovnih banaka, kada se sredstva potpuno isključuju iz potencijala banaka, i
2. Kao instrument za održavanje dnevne likvidnosti poslovnih banaka, kada poslovne banke mogu plasirati deo sredstava svog potencijala koji bi inače čuvale za održavanje tekuće likvjdnosti.

Zbog toga je obavezna rezerva u rukama centralne banke, kao instrument monetarnog regulisanja, uz regulisanje količine novca u opticaju, postala i instrument kontrole Tikvidnosti i kreditnog potencijala banaka.

Ako se ocenjuje da je u datom periodu potrebna restriktivna kreditno–monetarna politika i ograničavanje kreditnog potencijala banaka, provodi se povećanje stope obavezne rezerve, što dovddi do imobilizacije dela potencijala poslovnih banaka. Prema tome, ako u privredi vladaju inflacione tendencije reaino je očekivati ograničavanje (kontrakciju) novca i kredita u privredi uz smanjenje kreditnog volumena banaka, što se provodi povećanjem stope obavezne rezerve. Potpuno je suprotna situacija kada u privredi vlada deflacija, odnosno depresivne tendencije, koje treba otklanjati ekspanzijom novca 1 kredita. Tada se pristupa smanjenju stope obavezne rezerve.

---

[296] Ncfunkcionalnost obavezne rczerve kao instrumenta monetarne polilike u centralizovanom bankarskom sistemu proizlazi iz činjenicc da postoji centralizovani sistem depozita (dirigovani novčani opticaj), čime preslaje i psnova za njeno delovanje.

[297] Ohaveznarezerva je prvi put uvcdena !927. u SADs eiljem da se nculralizuje monetarni efekat velikog priliva zlata iz Evropc. Tek posk ekonomske krize 1933. ovaj instrumcm se koristi fleksibilnije kao snažno sredstvo regulisanja potcncijala banaka i mase novca i kredita u privredi.

Porast, odnosno smanjenje stope obavezne rezerve kao instrumenta kreditnog regulisanja (manipulisanje stopom obavezne rezerve), dobilo je izraziti karakter instrumenta anticiklične monetarno–kreditine politike.

Operacijama povećanja ili sniženja stope obavezne rezerve centralna banka može snažno delovati na kreditni potencijal poslovnih banaka, a time i novčanu masu u privredi. S drage strane, institucija obavezne rezerve značajno ograničava proces kreditne multiplikacije i stvaranje kredita i depozita u procesu multiplikacija od strane sistema poslovnih banaka.

Mnogi smatraju da je delovanje obavezne rezerve znatno jače u ograničavanju „nevidljivog" procesa kreiranja depozitnog novca, u procesu kreditne multiplikacije, od „vidijive" strane, putem imoblizacije depozita banaka.

Stopa obavezne rezerve je zakonom maksimalno određena do 30%, s pravom centralne banke da to te granice operativno menja stopu – u zavisnosti od ciljeva monetarno–kreditne politike.

Stopa obavezne rezerve može se odrediti diferencirano, prema vrsti depozita. Tako na depozite po viđenju može biti viša (zbog ograničavanja procesa monetarno–kreditne multiplikacije), a na dugoročna sredstva – niža (zbog njenog manjeg neposrednog delovanja na investicije u privredi).[298]

Obaveznom rezervom se „zahvata" oko 50% dobijenih kredita centralne banke. Tako centralna banka jednom rukom daje, a drugom uzima sredstva banaka, ali pod različitim kamatama (plaća nižu kamatu od kamate koje banke daju na depozite).

Masa izdvojenih sredstava obavezne rezerve stalno se menja, i pri istoj stopi obavezne rezerve, što je uslovljeno promenama depozita koji čine osnovu za obračun obavezne rezerve. To je jedan od elemenata veće efikasnosti ovog instrumenta.

Obavezna rezerva banaka, kao globalan kvantitativan instrument monetarnog regulisanja, ima nekoliko, čisto „sporednih" delovanja:

1. Odraz na strukturu izvora sredstava u kreditnom potencijalnu banaka (oduzimanje depozita banaka i „dodavanje" kredita iz primarne emisije),
2. Stavljanje u veću ili manju zavisnost poslovne banke od centralne banke,
3. Različito regionalno delovanje,
4. Redistribuciono delovanje (oduzimanje od banaka s jačom depozitnom osnovom i „davanje", preko kredita, drugim poslovnim bankama),
5. Dolazi do prelivanja dohotka između poslovnih i centralne banke preko razlike na kamati na obaveznu rezervu i na dobijene kredite od centralne banke.

Instrument obavezne rezerve banaka je dosta efikasan i najčešće koristan instrument monetarnog regulisanja, mada ima i određenih slabosti. Ove slabosti se ogledaju, uglavnom u sledećem:

1. Stopa obavezne rezerve je previsoka, znatno viša u odnosu na dmge zemlje, što vodi velikoj imobilizaciji depozita bankaka i sve većoj njihovoj zavisnosti od kredita centralne banke. Visoka stopa obavezne rezerve smanjuje kreditnu sposobnost banaka, dovodeći do velikog prelivanja sredstava i'z poslovnih u centralnu banku,

[298] Polilika obavezne rezerve u razvijenim zemljama obi£no se provodi diferencirano, tako da su više stope ha depozite po viđenju, a znatno niže na oročene i druge dugoročne depozite. Time obavezna rezerva postaje dosta fieksibilan instrument monetarne politike u regulisanju kreditnog potencijaia banaka, ali i regulisanja mase novca i kredita u privredi.

2. Na izdvojena sredstva obaveznih rezervi poslovne banke nisu dobijale kamatu, ali su plaćale kamatu na kredite dbbijene od centralne banke. To se moralo odraziti na cenu kredita i kapitala poslovnih banaka.[299]
3. Banke koje imaju najveći deo depozita u svom kreditnom potencijalu znatno više su pogođene u odnosu na banke koje imaju kredite kod Narodne banke na koje se ne izdvaja obavezna rezerva,
4. Neelastičnost stope obavezne rezerve i njeno zadržavanje („ukočenost") na najvećoj dozvoljenoj visini, dok su češće oscilacije i manje izmene redovno bile posledica pokušaja centralne banke da ovaj instrument učini efikasnijim i elastičnijim. S druge strane dugo se koristila jedinstvena stopa koja se obično nalazila na maksimalnom nivou, a ne diferencirana stopa (za različite depozite).
   To su i najveći prigovori poslovnih banaka Narodnoj banci i ovom instrumentu monetarnog regulisanja.
5. Nesinhronizovane operacije obaveznom rezervom i promene eskontne i uopšte kamatne stope[300] na bankarske kredite,
6. Decentralizacijom novca i akumulacije uz sve veće učešće sektora organizacija udruženog rada u potencijalu banaka (jačanjem depozitne banke) nastaje sve veće zahvatanje mase sredstava obaveznom rezervom, mada se stopa obavezne rezerve može pri tome i snižavati.
   Iz strukture osnovice za obračun obavezne rezerve vidljivo je da su tć najvećim delom sredstva sektora privrede, koja se na ovaj način zahvataju i prelivaju iz prjvrede u nadgradnju, makar i indirektno. Na depozite sektora privrede otpada gotovo 62–68% svih depozita zahvaćenih obaveznom rezervom banaka.
7. Obavezna rezerva, mada lineamo deluje, u suštini vrlo različito pogađa svaku poslovnu banku. Ovo se posebno ispoljava kod banaka koje imaju visoka dinarska i devizna sredstva stanovništva, koja su potpuno izvan domašaja delćvanaj ovog instmmenta.

Obavezna rezerva znači i preraspodelu sredstava koja se ostvaruje „oduzimanjem i davanjem" (jednom mkom se uzima, dragom daje), ali pod nejednakim uslovima i pod nejednakim regionalnim delovanjem.

U našem privrednom i novčanom sistemu postavlja se zahtev za stalno snižavanje stope obavezne rezerve, pa konačno i za njeno ukidanje kao instramenta monetarnog regulisanja.[301] Nasuprot tome centralna banka često ističe da je „bitno osiromašen repertoar instramenata monetarnog regulisanja... odnosno mera kojim se uspešno može regulisati količina novca u opticaju".

Obaveznu rezervu treba smanjiti. Jer, ni pod pretpostavkom ukidanja stope obavezne rezerve nema opasnosti od beskonačne kreditno–monetarne multiplikacije, na što se mnogi autori osvrću kao realnu opasnost, jer, postoji bar 6–7 kontrafaktora s jakim

---

299 Prema odluci Saveta guvernera od 10. 05. 1973. na izdvojena sredstva obavezne rezerve poslovnih banaka plača se kamata po stopi od 2%. Odluka je stupila na snagu 24.05.1973. god. (Vidi: Jugoslovensko bankarstvo, br. 6, 1973., str. 63). Od 1977. kamata na izdvojena sredstva obavezne rezerve iznosi 3%, dok na blagajničke zapise iznosi 6%, a na sredstva rezerve likvidnosti 8%.

300 Izuzev 1967. i 1968. godine (usp. dr S. Komazec: Novac, kredit i kamata..., str. 350).

301 Stavovi koji se suprotstavljaju ukidanju rezerve polaze od toga da bi time „nastao proces beskonačne monetarno–kreditne muitiplikacije" kod nas. Međulim, zbog delovanja niza drugih kontrafaktora (odliv u gotov novac, nema automatizma prelivanja od jedne do druge banke, delovanje rezerve likvidnosti, banke ne koriste u potpunosti svoj potencijal, ne postoji automatizam u odobravanju kredita, vremenski je to dug proces i dr.), što znači da se, osim teorijski, ne postavlja i praktično problem bcskonačne multiplikacije novca i kredita.

delovanjem koji će taj proces onemogućiti. Multiplikator će biti viši. Tako je u 1995. neto kreditni multiplikator iznosio 1,6; brato kreditni multiplikator 2,6; multiplikator bruto emisije oko 2, a teorijski za naše uslove 2,2.

Prema nekim stavovima „pri vrlo niskim stopama obaveznih rezervi, monetarni sistem postaje potencijalno nestabilniji i potrebna je znatno kvalitetnija centralna banka, jer se svaka greška u kreiranju primarnog novca multiplicira sa većim faktorom".[302]

Postoji mogućnost da se već sada brže pristupi smanjenju osnovice obavezen rezerve za iznos reeskonta vrednosnih papira, uz smanjenje stope obavezne rezerve na 10–12%, kao i njihovo koriscenje za određene razvojne izabrane selektivne namene (ali ne i za kreditiranje države). Sistem indirektnog, „negativnog" globalnog regulisanja novčanog opticaja za sada potpuno dominira, dok stimulativni (selektivni krediti neposredno dati privredi sada izostaju).

U našem kreditnom i bankarskom sistemu sve ozbiljnije se pristupa istraživanju mogućnosti širih izmena u sistemu monetarnog regulisanja. Regulacioni mehanizam novca i kredita prenosi se postepeno na instrumente koji proističu iz proizvodno–prometnih kanala privrede, a ne globalnim i nedovoljno selektivnim instrumentima monetarnog regulisanja, kao što je slučaj s obaveznom rezervom.

2) OSNOVICA OBAVEZNE REZERVE

Instrumentom obavezne rezerve može se delovati na tri načina:

1. Da se menja stopa obavezne rezerve pri datoj osnovici sredstava banaka na koja'se primenjuju;
2. Da se zadržava postojeća stopa obavezne rezerve, ali da se proširuje krug sredstava koja ulaze u osnovicu za obračun obavezne rezerve u pravcu širenja ili sužavanja osnovice;
3. Da se istovremeno menja i stopa obavezne rezerve i osnovica za obračun. Čest je slučaj da se menja stopa, odnosno osnovica (visina) sredstava, naravno autonomnom aktivnošću privrede i banaka.[303]

Ako se radi o kratkoročnoj monetarnoj politici, s željora za brzim effektiraa, obično se pristupa promeni stope obavezne rezervc, a ako se radi o dugoročnoj monetarnoj politici – pristupa se izmeni osnove za obračun.

Tako je u Jugoslaviji 1995. ukinuta obavezna rezerva, a zatim u toku 1996. ponovo uvedena, najpre u visini od 10% na sva kratkoročna sredstva (bez obzira na kvalitet sredstava i ročnost), a zatim povećana na 15%.

Osnovica za obračun obavezne rezerve je nekvalitetno određena, što je naišlo na bume negativne reakcije poslovnog bankarstva.

U osnovu za obračun obavezne rezerve uključena su sledeća sredstva banaka: depoziti po viđenju, depoziti oročeni do tri meseca, sredstva prikupljena izdavanjem hartije od vrednosti do tri meseca, krediti dobijeni od pravnih lica i građana sa rokom do tri meseca, kao i navedena sredstva oročena i dobijena na tri i više meseci i "visina minusa na žiro računima banaka.

---

302 Dr M. Ćirović: Monetarno–kreditnisistem. Savremena adminislracija, Beograd, 1976.. str. 304.

303 Centrala banka je ponovo reaktivirala instrument obavezne rezerve, jer je shvatila da je bez ograničavajućeg delovanja obavczne rezerve proces multiplikacije kredita i depozita omogućio bankama gotovo nekontrolisano kreiranjakrcdila.

1) Da se u osnovu uzmu samo transakcioni depoziti (depoziti po viđenju) i 2) Da se u osnovicu uključe, uz transakcione depozite i oročeni depoziti i štednja kod banaka. Prvi koncept je zasnovan na tezi da centralna banka treba da reguliše samo kratkoročni kreditni potencijal banaka, a to se efikasno može provesti preko regulacije kratkoročnih kredita banaka (a time i novčane mase koju oni visoko determinišu). Drugi koncept polazi od stava da postoji tok prelivanja iz jednog u drugi oblik sredstava, da je teško odvojiti kratkoročne depozife cd investicionih i, konačno, da monetarna politika može i treba da reguliše i investicioni deo potencijala banaka, jer se preko njega stvara dodatna kupovna snaga na tržištu. S druge strane, politika obavezne rezerve je efikasnija, ako je ova osnonca šira i obračunom obuvhaćeni kreditni potencijal veći.

Krediti centralne banke sve više prelaze masu izdvojenih sredstava obaveznom rezervom u našem bankarskom sistemu, što znači da dolazi do bržeg rasta zaduženosti banaka kod centralne banke i sve veće zavisnosti kreditne politike od primarne emisije. U pogledu strukture stopa obavezne rezerve po pojecmim oblicima sredstava, vidljivo je da preko 86% obavezne rezerve otpada na depo/.ite po viđenju. Sada je stopa obavezne rezerve banaka 15% depozita.

Dugoročna sredstva na duži rok pokazuju tendenciju bržeg rasta od kralkoročnih, čime i prosečna stopa na ukupne depozite pokazuje dugoročno tendenciju stalnog snižavanja.[304]

Stalna je tendencija velikog raspona u stopama obavezne rezerve na dvgoročne (niža), u odnosu prema kratkoročnim depozitima (više), pa je i efikasuost monetarne politike preko ovog instrumenta ograničena. Ako centralna banka, povećanjem stope obavezne rezerve na kratkoročne sredstva pokuša ograničiti likvidni potencijal banaka, odnosno pokuša dovesti do prelivanja dchodnog u transakcioni novac (uz ograničavanje finalne tražnje, i, posebno investic'ja), ostaće bez rezultata – zbog ras'ta međusobnih kredita u privredi. To znači da centralna banka može dovesti i na sektor investicija i potrošnje, ako je u osnovu za obračun obav.ezne rezerve uključen i deo investicionog potencijala banaka (dohodni novac).

Danas se polazi od stava da centralna banka treba da reguliše samo kratkoročni kreditni potencijal banaka, jer bi ograničavanje investicionog kreditnog potencijala banaka moralo dovesti do velikih efekata na planu visine kamatne stope na štednju i kredite stanovništvu i privredi.

Međutim, danas, u skladu s koncepcijom „aktivnog novca", monetarnom politikom se nastoji, videli smo, regulisati tražnja, investicije, platno–bilansna situacija i sl., tako da kada treba regulisati nepovoljna kretanja privrede i neutralizovati inflacione tendencije i visinu tražnje – javlja se potreba uključivanja i dohodnih depozita u obračun obavezne rezerve, mada postoje i vrlo značajna indirektna.delovanja politike novca na investicije, potrošnju i privredni ciklus.

[304] Visok porast kratkoročnih kredita eentraine banke poslovnim bankama u 1994. godini rezultira iz odebrenih kreditabanaka po osnovu dinarske protivrednosti položenih sredstava devizne itednje stanovništva radi zaštite od kunnog rizika.

3) STRUKTURA STOPA OBAVEZNIH REZERVI

U pogledu strukture stopa obaveznih rezervi, teorijski se mogu posaviti tri koncepta:

1. Viša stopa na transakcioni nego na dohodni novac,
2. Viša stopa na dohodni novac nego na transakcioni, i
3. Jedinstvene stope obavezne rezerve na sve depozite.

Viša stopa obavezne rezerve na transakcioni isovae objašnjava se višim monetarnim multiplikatorima na ovom segmentu nego kod multiplikatora na podmčju investicionih kredita. Istina i na bazi investicionih kredita banaka dolazi do pojave multiplikatora dohotka, ali zbog brojnih faktora ograničenja, taj proces je znatno uži i multiplikator manji. Ovde se radi o tipičnom multiplikatoru investicija**,** čiji je incijalni priliv nastao, a proces započeo investicionim kreditom banaka. Ako se uvede obavezna rezerva na sve oblike depozlia, onda će doći do smanjenja monetarnog multiplikatora. To znači da teorijski postoji osnova da se stopa obavezne rezerve na **transakcioni novac** nalazi znatno iznad stope obavezne rezerve na **dohodni novac.** Drugi momenat koji se uzima pri tome u obzir je i brzina **opticaja** različitog oblika novca, jer je brzina opticaja transakcinog novca znatno veća od brzine opticaja investicionih sredstava kod banaka.

Istina, i pri obračunu obavezne rezerve samo na transakcioni novac vodi se **diferencirana politika obavezne rezerve,** s obzirom na to da to dovodi do različite strukture formiranja kreditnog potencijala banaka (oslobađane investicionih depozita) i do promena u strukturi kredita. Naime, to dovodi do orijetacije banaka na porast investicionih, a ne kratkoročnih kredita, db smanjenja ukupnog proces multiplikacije, odnosno smanjenja **prosečnog multiplikatora** (depozitnog i investicionog karaktera).

4) RAVNOTEŽNA I PROSEČNA STOPA OBAVEZNE REZERVE

Kada u monetarnom sistemu funkcionišu diferencirane stope obaveznih rezervi, onda prosečan stopa obavezne rezerve postaje samo ponderisani prosek koji se dobija iz visina različitih stopa obavezne rezerve na razne oblike depozita i uče.šća u strukluri tih oblika sredstava na koje se primenjuju takve stope. Monetarnom politikom se, dakle, ne određuju prosečne stope, već se ona posredno izračunava i služi samo za druge svrhe, a ne kao direktni instrument monetarnog regulisanja. Istina, centralna banka može da deluje na stopu preko određivanja visine stope na različite depozite, a manje ili nikako i na strukturu sredstava koja u sklopu kreditnog potencijaia banaka ulaze u obračun obavezne rezerve.

Sigurno je da je značaj obavezne rezerve na kredniti potencijal veći nego na regulisanje finansijskog potencijala. Prosečna stopa obavezne rezerve prema kreditnom potencijalu iznosi 11,5%, a prema finansijskom 5,0%.

Danas se mogu izdvojiti **optimalne stope obavezne rezerve** i **ravnotežne stope** obaveznih rezervi.[305]

Optimalna stopa obavezne rezerve bila bi takva stopa po kojoj izdvajanja (i oslobađanja) sredstava omogućavaju bankarskom i kreditnom sistemu normalno

[305] Vidcli u pogledu dr M. Ćirović, op. cit.. str. 303.

funkcionisanje, uz održavanje normalne kreditne aktivnosti i likvidnosti privrede i banaka, bez pojave ekspanzione ili restriktivne kreditne politike. Optimalna stopa znači uključuje u sebe i elemenat veće fleksibilnosti, u smislu većeg ili manjeg menjanja u kraćim intervalima vremena. Optimalna stopa rezervi može se formirati i u nestabilnim privrednim kretanjima (inflacija ili recesija) kojim monetarna politika tada treba da se brzo **i** efikasno prilagođava. To znači da je vrlo teško voditi politiku optimalne stope rezervi, posebno u kraćem vremenskom periodu – kada se od monetarne politike obično i očekuju najbrži rezultati.

Ravnotežna stopa obavezne rezerve bila bi takva stopa koja bi odgovarala nekom dugoročnom kretanju **ove** stope (linija trend) oko koje bi se kolebale kratkoročne stope rezervi.[306] Ako su stope rezervi visoke i nalaze s'e iznad ravnotežne, vodi se politika većeg zahvatanja depozitnih sredstava banaka. Njihova imobilizacija kod centralne banke bi trebalo da predstavlja i restriktivnu kreditnu politiku u tom periodu. Međutim, tako visoka stopa smanjuje kreditni potencijal banaka, dovodi do njihove veće zavisnosti od centralne banke, a kako različito pogađa pojedine banke – to ima i regionalan snažan delovanja. Ona je praćena istovremenim prelivanjem dohotka od poslovnih ka centralnoj banci, za razliku plaćene i neplaćene kamate. Time jača i pozicija centralne banke u sistemu banaka i njena uloga u monetarnom regulisanju (posebno selektivnog programa, kada se sistemom obaveznih rezervi oduzimaju sredstva od banaka, da bi se usmeravala u drugim banaka – već prema usvojenoj selektivnoj kreditnoj politici i pojednim bankama nosiocinia te politike).

Ako se vodi politika nižih stopa obaveznih rezervi u odnosu prema ravnotežnoj stopi, vodi se u osnovi ekspanziona kreditna politika, bar što se tiče ovog instrumenta, uz povećanje kreditnog i depozitnog procesa multiplikacije. Istovremeno dolazi i do značajnog porasta oscilacija monetarnog multiplikatora, zbog sve većeg finansijskog delovanja nosioca prava, kao što je sektor stanovništva, privredni subjekti i država. Time je potrebna opreznija kreditna politika, monetarni sistem postaje nestabilniji, a potrebni su drugi vrlo efikasni instrumenti monetarnog regulisanja, da bi se na vreme sprečili negativni efekti niske stope obavezne rezerve (multiplikujući efekti).

Monetarna teorija je prihvatila kao opšti stav da više stope obaveznih rezervi osiguravaju širi prostor za efikasnije sprovođenje monetarne politike, posebno u slučaju kada se treba sprovoditi ekspanzivna monetarna politika (značajnije sniženje stopa) radi podsticanja privredne aktivnosti.

U pogledu operisanja ovim instmmentima, teorijski se može poći od tri polazna koncepta:

Fiksirana stopa obavezne rezerve u dužem periodu, gotovo u periodu dužine ciklusa, čime ona automatski deluje preko promena visine i strukture depozita u bankama i u privredi, u zavisnosti od faze ciklusa u kojem se nalazi privreda. Osnovni instmment monetarne politike jer ponuda novca centralne banke, dok se obavezna rezerva svodi uglavnom na faktor kojim se ograničava proces monetarno–kreditne multiplikacije.

Promene obavezne rezerve vršiti samo izuzetno u unapred određenim uslovima razvoja privrede i monetarne politike. Ovaj koncept je nešto širi i elasričniji od prethodnog (dozvoljava i promene ovih stopa), ali se ovaj instrument svodi na pasivno ili indirektno delovanje. Prema nekim autorima, ovo je teorijski i praktično najispravniji pristup. Polazi od činjenice da centralna banka ima gotovo potpunu kontrolu nad primamim novcem, i

[306] Ravnotczna stopa i optimalna stopa se u dugoročnom horizonlu nastoje približiti ili £ak izjednačiti.

preko toga nad kreditnim potencijalom banaka i novčanom masom, a izuzetno kada izgubi kontrolu – pribegava i promeni stope obavezne rezerve.

Ako, dakle, centralna banka izgubi kontrolu nad ponašanjem novčane mase preko kreiranja i povlačenja primamog novca (npr. kreditiranjem države, platno–bilansnom situacijom i sl.), ona treba da pribegne ovom mehanizmu monetarnog regulisanja.

3) Radi sprovođenja efikasnijeg mortetamog regulisanja, i u kraćem intervalu vremena, treba vršiti promene ovih stopa, kako naviše, tako i naniže. Time ovaj instrument postaje jedan od osnovnih u regulisanju.kreditnog potencijala banaka u kratkom periodu, posebno kada dragi instmmenti monetarnog regulisanja ne pokazuju veću efikasnost.

Smanjenje stope obavezne rezerve za banke i privredu ne predstavlja nikakav problem, posebno u privredi u kojoj postoji permanentno veća tražnja novca i kredita od ponude. Međutim, problem se javlja u slučaju kada treba pristupiti povećanju stope obavezne rezerve. Povećanje obavezne rezerve obično dovodi do povlačenja kredita iz privrede, jer se efekti povećanja obaveznih rezervi brže osećaju kod banaka nego što je njihova mogućnost da povuku deo kredita iz privrede i usmere ga u povećanu obaveznu rezervu. Time se banka nalazi u situaciji da se prilagođava i odluči se:

(a) da smanji, eventualno, raniji visok nivo likvidnih sredstava (neplasirana sredstva na žiro–računu), ili

(b) da koristi međubankarske pozajmice, ili

(c) da koriste u toj međufazi kredit za likvidnost kod centralne banke, koji će otplatiti kasnije – kroz relativno sporije povlačenje kredita krajnjih korisnika.

Da bi se izbegao takav udar na ukupan kreditni potencijal, kao i kreditnu politiku i Likvidnost banaka, obično se povećanje stope obaveznih rezervi sprovodi postepeno – kroz manja povremena povećanja ove stope.

U slučaju potrebe sprovođenja restriktivne kreditne politike i povlačenja veće mase novca iz privrede, smatra se da je povećanje stope obavezne rezerve, zbog svog linearnog delovanja na sve banke, podesniji instrument nego smanjenje kredita centralne banke poslovnim bankama za određeni procenat. Jer, ristrikcija kredita različito pogađa svaku banku, to zavisi od strukture njenog kreditnog potencijala (pretežno kratkoročni ili investicioni), visine korišćenja kredita kod centralne banke, vezanosti ovih sredstava u privredi i dr.

Da bi se otklonili. nepovoljni „udari" povećane obavezne rezerve banaka, predlaže se uvođenje tzv. marginalnih stopa obaveznih rezervi, koje se ne bi obračunavale na stanje, već na promene depozita u određenom periodu. Takve stope mpgu se kretati od 50% do 100% porasta tih depozita.[307] Ovaj sistem marginalnih stopa funkcioniše paralelno s već tradicionalnim sistemom obavezne rezerve, ali kako nije podesan za naš bankarski sistem, to ga je moguće samo izuzetno koristiti. Do sada ovaj sistem nije korišćen u našoj monetarno–kreditnoj politici.

[307] Dr M. Čirovid, op. cit.. str. 308. i dr Milan Šojić. *Eskontna stopa* i *monetarna* regulaclia, Finansije, br. 1 –2, 1993.. str. 52–61.

3. ESKONTNA STOPA KAO INSTRUMENT MONETARNE POLITIKE

1) MONETARNA POLITIKA I ESKONTNA POLITIKA

Eskontna stopa je jedan od najznačajnijih instrumenata preko koga centralna banka vrši monetarnu kontrolu i monetarno upravljanje u skladu sa postavljenim ciljevima monetarne politike.

Eskontna politika (ili diskontna politika) se sastoji u podizanju ili spuštanju kamatne stope po kojoj centralna banka daje kredite posiovnim bankama radi delovanja na tražnju novca i kredita, troškove kredita i kreditni potencijal banaka. Preko delovanja na kreditni potencijal banaka, nastoji se delovati na ukupne robno–novčane odnose, zaposlenost i stopu rasta, odnosno na nacionalni dohodak.

Eskontna politika se ne sastoji samo u operisanju eskontnom stopom (po kojoj centralna banka prima u reeskont od poslovnih banaka menice i druge vrednosnepapire), već i celi niz dmgih aktivnosti, kao: uslov reeskonta, vrste poslovne aktivnosti koja se reeskontuje, rokovi reeskonta, procenat reeskonta i dr.

Eskontndrh politikom centralna banka u stvari određuje cenu kredita koje odobrava poslovnim bankama, bilo preko reeskontnih kred.ita, bilo drugih oblika kredita. To je „zvanična" cena novca u privredi od koje dalje zavisi visina

kamata po kojoj će poslovne banke odobravati kredite svojim komitentima. Regulisanjem kamatne stope po kojoj centralna banka daje kredite poslovnim bankama i preko toga kamatne stope po kojoj poslovne banke daju kredite komitentima, neposredno se deluje na visinu tražnje kredita i novčani opticaj. Prateći materijalno–finansijske tokove monetarna vlast smatra da je visina novca i kredita u privredi dostigla nivo koji ugrožava privrednu stabilnost, da prate inflacione promene, centralna banka pristupa podizanju eskonfne stope, što znači da dolazi do poskupljenja kredita, zbog čega nastaje opšte povećanje kamatne stope u zemlji. Posledica toga bi trebala biti da se novac i kredit manje traže, da se već uzeti krediti vraćaju, ,,da se investicioni planovi odlažu" i sl. Naši privredni subjekti nisu osetljivi na promene kamatne stope i daleko veće od 1–2%, koliko se obično menja eskontna stopa.[308]

Promenama u visini eskontne centralna banka nastoji delovati na ponudu i tražnju novca na novčanom tržištu i uslove koji vladaju na području kamatne politike u celom kreditnom sistemu.

Povećanje eskontne stope trebalo bi da automatski dovede do smanjenja tražnje kredita. Suprotno navedenom, sniženje eskontne stope treba da dovede do porasta tražnej bankarskih kredita. Prema tome, kada zajmovna cena postane viša i kredit skuplji treba

[308] Dr Slobodan Komazec: Eskontna stopa centralne banke i kamatna stopa na bankarski kređit i depozitni novac, Finansije, 5–6,1971., str. 288–305. (Ovde je šire obrađena povezanost promene eskontne stope i kamatne stope u bankarskom sistemu).

da dođe do kontrakcije kredita, i obmuto, kada zajmovna cena postane niža i kredit jeftiniji, treba da dođe do ekspunzije kredita.

Povećanjem eskontne stope stvaraju se nepovoljni uslovi za reeskontne krdite, čime se deluje na opštu kamatnu stopu i tražnju kredita. Povećanje kamatne stope primenjuje se kada se na tržištu oseća veća količina novca i inflacioni poremećaji. Suprotno tome, smanjenje ove kamatne stope, treba da dovede do povećanja novčane tražnje i podizanje privredne aktivnosti – kada je njen pad posledica deflacije, odnosno nedostatka novca u privredi.[309]

Eskontna politika, uz regulisanje kamatne stope, obuhvata i dmge uslove po kojima centralna banka odobrava **reskontne kredite** poslovnim bankama (uslovi reeskonta, rokovi, vrednosni papiri koji se uzimaju u reeskont, pJafon reeskonta i dr.). To je, dakle, jedno kompleksno područje monetarnog regulisanja koje uiazi i u područje delovanja dragih instmmenata, a ne samo operisanje eskontnom stopom u smislu njenog dizanja ili spuštanja.

Ovakva šira uloga eskontne politike zahteva od centralne banke i određenu elastičnost u brzom prilagođavanju privrednim kretanjima, u zavisnosti od ciljeva koji se žele postići monetarno–kreditnom politikom. Manipulisanje eskontnom stopom u nas je dosta retko, a promene izrazito male da bi ona mogla predstavljati značajniji instrament monetarno–kreditnog regulisanja.

2) FAKTORI EFIKASNOSTI ESKONTNE STOPE I POLITIKE

Efikasnost eskontne politike centralne banke zavisi od nekoliko faktora:

1. Stepena razvoja bankarskog sistema i monetizacije privrede;
2. Povezanosti centralne banke s ostalim bankama, odnosno intenziteta kreditnih' odnosa centralne banke i poslovnih banaka. Efikasnost eskontne politike tesno je povezana i s delovanjem, visinom i strukturom tržišta novca i kredita i tržišta kapitala. Što su ova tržišta razvijenija i udeo banaka u njima veći, to je i uloga eskontne politike centralne banke veća.
3. Tražnja novca i kredita i kretanja u monetarnom sektoru,
4. Navedenim faktorima treba dodati i stepen povezanosti kamatne stope poslovnih banaka s eskontnom stopom (dugoročne, kratkoročne, kamate na kredite i na sredstva);
5. Stope inflacije u zemlji koja smanjuje značaj i efikasnost kamatne stope n privredi uopšte, a tako i eskontne stope. Postoje brojni faktori, zbog kojih politika kamatne stope nije tako efikasan instrument monetarnog regulisanja kao drugi instrumenti, no ovde o tim problemima nećemo raspravljati;
6. Postavljeni ciljevi (targeti) monetarne politike,
7. Zavisnost privrednih subjekata i kredita;
8. Zavisnost kreditne politike banaka od centralne banke,
9. Stopa rasta društvenog proizvoda, rast investicija potražuje i zaposlenost u realnom sektoru;
10. Nivo prometa deviznog kursa;

[309] Delovanje kamatne stope u periodu ziatnog važenja bilo je usko funkcionalno vezano za kretanje zlatnih rezervi, s obzirom na to da „smanjenje koliCine zlata samo povećava kamatnu stopu, dok se njeno povećanje snižava" (K. Marks, Kapital, *LiI,* str. 480).

11. Brzina opticaja novca;
12. Stanja bilansa poslovnih banaka i likvidnost banaka i privrede;
13. Uticaj promena na svetskom tržištu novca i kapitaia i promena kamatnih stopa i dr.

Poznato je da eskonta stopa centralne banke različito deluje na pojedine poslovne banke u sklopu celog bankarskog sistema, te je njeno opšte delovanje u stvari ponder velikog broja različitih uticaja na pojedine posloven banke. Ako je učešće kredita centralne banke u strukturi ukupnih sredstava poslovne banke veće, i uticaj eskontne stope na politiku kamatnih stopa takve banke biće veći, i obrnuto.

U našoj monetarno–kreditnoj teoriji i politici prevladava uverenje da se u našim uslovima eskontnom stopom malo može delovati na tražnju kredita, odnosno na cenu kredita u privredi (kamatu), što je verovatno i uticalo na to da je vrlo retko dolazilo do promena eskontne stope.[310]

U privredama, u kojima postoji visoka stopa inflacije, delovanja promena eskontne stope su minimalna. Isto tako, centralne banke u razvijenim privredama smatraju da promene eskontne stope nemaju većeg odraza na tražnju kredita (zbog većih troškova kamata), već, pre svega, zbgo novog ponašanja korisnika kredita u novoj klimi, u kojoj se promene eskontne stope javljaju kao barometar za promenjenu poslovnu klimu. Ona više postaje indikator da je došlo do izmene konunktumog toka u privredi (zaokret od visoke konjunkture ka recesiji, i obmuto). U zemljama u razvoju vrlo retko dolazi do promena eskontne stope čak i po nekoliko godina i pored izrazitih inflacionih tendencija u njima. (U Peruu ova stopa nija izmenjena od 1964. godine, precizno od 1963, Tunisu od 1966, Indiji 1965. godine i sl.).

Efikasnost eskontne stope u zemljama razvijene finansijske strukture i razvijenog novčanog i kreditnog tržišta je znatno veća, u odnosu prema privredama koje nemaju takve karakteristike. Eskontna stopa centralne banke u privredama s razvijenim finansijskim tržištem spada u red vrlo efikasnih kvantitativnih instrumenata monetarne politike.

Delovanej eskontne stope centralne banke može biti dvojako:

1. Unutrašnje delovanje u privredi jedne zemlje preko regulisanja mase novca i kredita, a zatim preko njihovog delovanja na privredu,
2. Međunarodno delovanje na području kredita novca i kapitala (posebno danas vezano za kretanje hot moneya).[311]

Delovanje promena eskontne stope unutar jedne privrede odražava se kroz nekoliko pravaca:

a. Delovanje promena eskontne stope na promene tržišne kamatne stope i strukturu kamatnih stopa u okviru bankarskog sistema,
b. Delovanje promena tržišnih i bankarsih kamata na oonašanje mase i strukture bankarskih kredita u privredi,

---

310 Dr S. Komazec: Novac, kredit i kamata u samoupravnom socijalizmu..., slr. 344 i dr Milan Šojić: Eskontna stopa i monctarna regulacija sa posebnim osvrtom na našeuslove, Beograd. 1992. i politika kamatnih stopa u uslovima stagflacije. Finansije. 1–2, 1992.

311 Na kredite za likvidnost, koje poslovne banke koriste kod centralne banke, plaća se kamata u visini od 8%, dok se na kredite za selektivne namene plaća znatno niža stopa (izvoz 1%, proizvodnja u poljoprivredi i zalihe poljoprivrednih proizvoda 3%, a na kredite za prodaju i kupovinu domaće opreme i brodova u zemlji 6%). To su kamatne stope u uslovima relativno stabilne privrede. U ušlovima hiperinflacije dolazi do prave eksplozije svih kamatnih stopa. Podaci o kretanju kamatnih stopa iz Centra za informatiku NBJ.

c. Delovanje promena mase i strukture kredita banaka na materijalno-finansijske tokove u privredi (investicije, dohodak, potrošnja, likvidnost, uvoz, izvoz, zaposlenost i dr.)

Postoje velike razlike u kretanju nivoa eskontnih stopa centralnih banaka, kao i njihovih promena. Promene su češee kod razvijenih nego kod nerazvijenih zemalja, što ukazuje na njihovu „ukočenost" kod nerazvijenih i fleksibilnije ponašanje kod razvijenih, posebno u odnosu na ponašanje konjunkture.

Eskontna politika pokazuje veću efikasno.st u zemljama u kojima je tržište više osetljivo na promene cena, kao i u zemljama s većom tradicijom, razvijenim finansliskim tržištem i dr.[312]

Uloga centralne banke u regulisanju novčanih tokova se bitno promesila. Svje veća pažnja banaka usmeren.i je u pravcu formiranja i razvoja clepozita **u** bankarskom sistenra, likvidnim sredstvima nebankarskilhi sektora (posebno stanovništva), ali i uz sve veće učešće drugih oblika novčanih surogata („druge linije likvidnosti") u obliku bonova i kratkoročnih vrednosnih papira, posebno sve razvijenijeg javnog duga i drugih nosilaca obveznica.

Danas, u uslovima razvoja savremenog kapitalizma i depozitnog, odnosno papiraog novca, politika eskontne stope dobija sve značajnije, često i dominantno mesto kao anticiklični regulator na područje novca i kredita.[313] Snižavanje eskontne stope u periodima depresije, radi izazivanja kreditne ekspanzije (koja bi trebalo da omogući ekonomski polet), odnosno povećanje eskontne stope u periodima inflacionih tendencija u privredi, u cilju provođenja kreditne restrikcije (uz implikacije na ublažavanje visoke konjunkture i „pregrejanosti" privrede, kao i uz smanjenje preterane novčane tražnje) ukazuju u osnovi da su veze u kretanju eskontne stope centralne banke i kamatne stope na bankarske kredite vrlo uske i u jednom kauzalnom odnosu. Budući da kretanja tržišne kamatne stope prate u kretanju zvanične eskontne stope – to je kretanje tržišne kamatne stope u konjunktumom ciklusu tačno suprotno od onoga kretanja koje je postojalo u zlatnom važenju – kada je vođena anticiklična ekonomska politika eskontne stope.[314]

Periodu konjunktumog prosperiteta odgovaraju rastuće zvanične eskontne stope, dok opadanje zvanične eskontne stope – uglavnom odgovara periodu depresije u konjunkturnom ciklusu. Promeni pravca zvanične eskontne stope sve se više pridaje značaj, jer se pretpostavlja da je došlo do prekretnice u konjunkturnom kretanju kapitalističke privrede.

---

[312] Tako je kamata prvorazrednim klijentima (prima rate) ui SAD početkom 1980. godine dostigla 16,5%, što je nczapamćeno visok nivo kamale u poskratnom razvoju. Centralna *banka* je povećala eskontnu stopu sa 12%, s kr.ija 1979. na 13% početkom 1980. godine.

[313] U doba zlatnog veženja manipulacije eskontnom stopom pretvorilo se u osnovni instrument kreditne politike centralnih banaka. Slom zlatnog važenja (ne samo u njegovom pravom smislu, s punim zlatnim važenjem, već i u obliku gold bullion standarda i gold exchange standarda) doveo je do napuštanja politike eskontne stope, koja se nije vodila u periodu od 1931. do 1950. godine. To je vezano i za kejnzijansku koncepciju jeftinog novca, odnosno niske kamatne stope. Eskontna stopa je trebala biti niska i što manje da se menja. Već posle 1950., a naročito posle 1960. godine do ponovnog oživljavanjapolitikeeskontne stope, kao instrumentakreditne politike kapitalističkih zemalja. Svakako da je ovaj novi položaj eskontne stope usko vezan za uočenu ekonomsku ekspanziju i povoljnu konjunktumu kapitalističkih privreda u ovom periodu, u kome su oscilacije eskontne stope uglavnom pokazivale trend porasta, jer je delovanje kreditne politike bilo usmereno uglavnom na otklanjanje i „suzbijanje inflatornih tendencija u privredama tih zemalja".

[314] Ovaj raskorak u njihovom kretanju je naročito očit u periodima depresivnih stanja u privredi, kada je u vreme važenja zlatne valute nastupalo povecanje kamatne stope. Suprotno tome, u vreme papirnog važenja, a posebno bankaiskog, depozitnog ili skripturalnog novca, kakav jedanas, dolazi do sniženja kamatnestope. (Videti šire: dr Slobodan Komazec: Novac, kredit i kamata u samoupravnom socijalizmu, NIP „Štampa", Šibenik, 1975., str. 320–343.) Videti i studiju: Centralna banka u novim usktvima tržišne ekonomjje, NBJ, Institut ekonomskih nauka, Beograd (rukovodilac projekta dr S. Komazec). M. Petrovia, M. Komatina: Politika eskontne stope, Monetarni program NBJ, Beograd, 1992.

3) ESKONTNA STOPA ILI ESKONTNA POLITIKA

Danas u ekonomskoj literaturi prevladavaju shvatanja da podizanje zvanične eskontne stope i poskupljenje kredita, što iz toga proizlazi, ne uzrokuju manju tražnju kredita od strane banaka, kontrakciju kredita i smanjenje tražnje, kao i ublažavanje inflacionog pritiska na tržištu. Smatra se da samo smanjenje.eskontne stope, odnosno pojeftinjenje kredita, bez delovanja dmgih faktora, ne može samo po sebi toliko uticati i biti dovoljno za oživljavanje privrede.

Potpuno suprotno se misli, kada je u pitanju povećanje eskontne stope, radi obuzdavanja preterane konjunkture i inflacionih poremećaja. Ovo se posebno odnosi na našu privredu, u kojoj je stopa inflacije znatno iznad „cene" novca centraine banke, tako da se redovno javlja negativna realna kamatna stopa, što stvamo predstavlja „premiju" za uzimanje kredita.

Eskootna politika u nas orijentisana je, uglavnom, na drtige uslove (uslovi reeskonta, oblici reeskonta, plafon i dr.), a ne i na promene eskontne stope koja je gotovo nepromenjena. Iz podataka je vidljivo da su u našoj privredi formirane redovno negativne kamatee stope, kako maksimalno na kredite, tako i eskontna i piaćena kamata na kredite banaka.

Promene eskontne stope imaju u takvim uslovima slabo delovanje na tražnju kredita iz prostog razloga što je ta stopa znatno niža cd svih ostalih oblika kamate, a s druge strane što se radi redovno o negativnoj realnoj stopi. To je i jedan od razloga zbog čega se ne koristi šire u regulisanju tražnje novca i kredita u privredi, tako da je došio do bazne preorijentacije eskontne politike na druge uslove i eiemente reeskontne politike.[315]

U nekim razvijenim privredama ona i dalje, čak i uz manje promene, ostvaruje vidljivo delovanje na efektivnu novčanu tražnju, investicionu potrošnju i platni blians, dakle na najvitalnije segmente reprodukcije. Međutim, treba imati u vidu i njeno signalno i psihološko delovanje na privredne subjekte' kojim se pokazuje da je došlo do osnovne preorijentacije monetarne politike, bilo od ekspnazivne k restriktivnoj (povećanje eskontne stope), blio od restriktivne k ekspanzivnoj (smanjenje stope). Isto tako, primećeno je da u sve većoj inflaciji, koja potresa razvijene kapitalističke privrede, eskontna stopa sve više gubi na značaju, uz porast značaja drugih instrumenata ove politike (kvalitet i vrsta reeskontnog posla, rokovi kredita, plafon reeskonta kod centralne banke, politika otvorenog tržišta i dr.), bez obzira na stvarnu eskalaciju eskontnih stopa i poslednjim godinama, kada se kreću i na mvou između 35% i 17%.[316]

Eskontna politika mora biti vođena u uskoj koordinaciji **sa** ostalim segmentima makroekonomske regulacije, a pre svega instrumentima politike tržiŠta i cena, politike dohodaka, fiskalne politike, spoljnotrgovinske politike, politike deviznih i robnih rezervi, politike reeskonta, opšte kamatne politike u bankarskom sistemu i dr. Mere se moraju preduzeti simultano i uz promenu pozitivnih i ne'gativnih efekata ovih mera, ali i njihova uzajamna delovanja, naročito kada je privreda u dubokoj krizi i visokoj inflaciji. Tada su i mogli instrumenti međusobno suprotstavljeni, odnosno kontraindikativni.

U razvijenim privredama i monetizovanoj ekonomiji eskontna stopa je postala pravi „barometar" za određivanje konjunkture (i njeno delovanje). Eskontna stopa pokazuje cikjično ponašanje, suprotno od kretanja privredne konjunkture. Na nominalni

[315] izvor: Dr S. Komazec: Novac, kredit i kamala... str. 339, 349, i Jugosioveasko bankarstvo, br. 7–8, 1977. i J978. godine: Bilten NBJ. br. 8 i 1996 (Pregled kamatnih slopa, tab. 27).

[316] Izvor: „International financial stlitulics" IMFi „Economic outlook" OECD, više brojeva.

i realni nivo eskontne stope veliki uticaj ima nivo i kretanje privredne konunkture, odnosno ciklične oscilacije opšte privredne aktivhosti, a naročito pojava resesije i inflacije. Nominalni nivo eskontne stope, videli smo, menja se u zavisnosti od stope inflacije, mada stopa korelacije nije maksimalna. Eskontna stopa u uslovima niske stope rasta i niske inflacije često je vrlo negativna što se tumači naporima nosilaca makroekbnomske politike u razvijenim tržišnim privredama, da se u uslovima recesije i pada privredne aktivnosti, poKrene proces oživljavanja privredne aktivnosti, investicija, potrošnje i zaposlenosti. Niska i negativna (realna) eskontna stopa pokreće proces olakšanja zaduživanja, trošenja, investiranja, dok se negativna eskontna stopa javlja kao premija za uzimanje kredita i ulaganja novca. Eskontna stopa razvijenih privreda uglavnom se kreće u pozitivnoj zoni između 1% i 3%.

Centralne banke razvijenih privreda veliki značaj daju stabilnosti monetarnih agregata, pri čemu je relevantna stabilnost eskontne stope i njeno pažljivo doziranje (uz minimalne promene kada do njih morada dođe). To je pre svega znak da je došlo do potreba i zaokreta monetarne politike i konjunkture, ali ponašanja svih subjekata u privredi. Jer, monetarna baza i dmgi elementami agregati posmatraju se u najužoj vezi sa kretanjem privrede (posebno kretanje cena, stabilnost novca, nivo uposlenosti, realnog društvenog proizvoda, investicija, budžetske potrošnje i dr.). Eskontna stopa je efikasan deo državnog instmmentarija makroekonomske politike, ali i najuže vezana za privredna i monetarna kretanja.

4. REGULISANJA KREDITA CENTRALNE BANKE POSLOVNIM BANKAMA

Regulisanje kredita centralne banke poslovnim bankama pokazalo se kao najvažniji i najinteresantniji instmment, ne samo u pogledu regulisanja kreditnog potencijala banaka, već celokupnog monetarno–kreditnog regulisanja uopšte.

Veliki deo sredstava koje poslovne banke koriste za podmirenej kreditnih zahteva privrede i drugih korisnika one dobijaju od centralne banke na bazi primame emisije. Krediti centralne banke, dati poslovnim bankama, stvaraju i određene multiplikujuće efekte, čime je učinak kreditne politiek veći kada se primamom emisijom kreditiraju poslovne banke, a ne dmgi krajnji korisnici kredita (država, stanovništvo i sl.). Regulisanje kredita centralne banke može se odnositi na reeskontne kredite (menice ili drugi oblici vrednosnih papira koji se monetizuju kod centralne banke) ili kredita za likvidnost poslovnih banaka kod centralne banke. Regulisanje jednog oblika u odnosu na dmgi oblik kredita u osnovi se značajno razlikuje. Navešćemo neke karakteristike:

1. Resskontni krediti su određeni, namenski, za sasvim određene robno novčane transakcije,
2. Reeskontni kredit deluje straktumo, odnosno selektivno,
3. Ovaj oblik kredita se Iakše kontroliše u pogledu upotrebe (obzirom na robnu dokumentaciju koja mu služi kao osnova),

4. Kod kredita za likvidnost ne postoje takve krakteristike. Radi se o opštem podržavanju kreditnog potencijala i likvidnosti bankarskog aparata (odnosno pojedine poslovne banke).

Naplata kredita od strane Narodne banke primorava poslovnu banku na povlačenje kredita iz privrede – što znači povlačenje novca iz opticaja i restriktivnu orijentaciju kreditne politike. Ekspanzivna ili restriktivna monetarna politika centralne banke automatski se prenosi na poslovne banke, a preko njih i na privredu.

Ovakvi efekti su već i neposredniji u zemljama gde su poslovne banke u visokom stepenu zavisne od kredita centralne banke, kao što je slučaj kod nas. U periodu od 1961–1968. godine kratkoročni krediti banaka pokriveni su kreditom centralne banke od 40–70%, u periodu 1970–1979. godine sa 57,4%, a u periodu 1990–1997. godina oko 30%. Pokriće ukupnih kredita poslovnih banaka ukupnim kreditima centralne banke iznosilo je u periodu 1970–1980. godinama oko 31,5%.[317]

Smanjenje stope reeskonta menica kod centralne banke (npr. sa 50% na 40%), kao u 1978. godini kod nas) ne samo da deluje selektivno, već i kao faktor ograničavanja emisije novca i kredita, što tada postaje instrument restriktivne kreditne politike. Suprotno navedenom, povećanje stope reeskonta, npr. sa 70% na 90%, deluje stbmulativno na dodatno korišćenje'emisije, čime se ovaj instrument monetarnog regulisanja pretvara u kvantitatvani instmment kontrole novca i kredita.

5. SELEKTIVNA KREDITNA POLITIKA

Kvantitativnim instramentima regulisanja novca i kredita u privredi deluje se na opšte promene mase novca i kredita (politika obaveznih rezervi, eskontna politika i politika otvorenog tržišta), što znači izvesno globalno regulisanje novčanog opticaja. Nasuprot tome, selektivnim ili kvalitativnim instrumentarijem monetarno–kreditne politike deluje se na promene novca i kredita samo u određenim sektorima privrede, namenama, regionalnom razmeštaju i dr.

Uz često kvantitativno (globalno) regulisanje novca i kredita i kreditne aktivnosti banaka kod nas se redovno provodi i određeno kvalitativno ili selektivno regulisanje kreditnog potencijala banaka u sferi kratkoročnog kreditiranja (posebno iz primame emisije novca). Narodna banka kod ovog sisi.ema regulisanja pristupa detaljnom propisivanju uslova, namena i vrsta kratkoročnih kredita, odnosno poslova koji se mogu kreditirati. Selektivno usmeravanje kredita i dalje je u nadležnosti Narodne banke, ali se postepeno prenosi u nadležnosti osnovnih banaka. Umesto kvalitativnog (selektivnog) regulisanja sve više se prelazi na kvantitativno regulisanja u kojem Narodna banka treba da reguliše samo masu novca i kredita na tržištu i kredimi potencijal poslovnih banaka.

Selektivno regulisanje od strane centralne banke svodi se na to da se indirektno reguliše kreditni potencijal poslovnih banaka, preko mogućnosti većeg ili manjeg

[317] Izvor: Di S. Komazec: Eskontna stopa! savremena monetarna politika, Informator, Udruženje banaka SRS, br. 11–12.1990.

procenta reeskonta kod centralne banke za plasmane u određene pravce ili namene. Ovde postoje tri elementa kojim centralna banka indirektno provodi selektivnu kreditnu politiku preko poslovnih banaka. Prvo, poslovne banke Imaju pravo najreeskont ukoliko su svoja sredstva u namene koje ne preferira (izvoz na primer), ako su plasirale svoja sredstva u namene koje ne preferira monetarno–kreditna politika i centralna banka – one nemaju pravo na reeskont. Drugo, budući da su poslovne banke zainteresovane za reeskontna sredstva to će se odlučivati za plasman u te namene, jer imaju podršku centralne banke, a i dobijaju relativno vrlo jevtina sredstva. Tako je u toku 1978. godine kamata na reeskontna sredstva bila kod selektivnih kredita prosečno 2,2%, fondu za izvoz 2,3%, a ukupno svega 1,9%. Na čiste izvozne kredite kamata je svega 1%, na kredite za poljoprivrednu proizvodnju i zalihe u poljoprivredi 3%, na kredite za prodaju domaće opreme 6% itd. Treće, stimulativni faktori su i dosta povoljni rokovi na koje se odobravaju ova sredstva od strane centralne banke. Naime, rokovi se kreću od 24 do 36 meseci, u zavisnosti od namene za koju se daju i kakvi se monetarni efekti žele postići u pogledu većeg ili manjeg angažovanja primarne emisije u selektivne namene.

Selektivna kreditna politika centralne banke najviše je povezana s ciljevima opšte ekonomske politike zemlje. Kvalitativnim instrumentima monetarno–kreditne politike centralna banka može da kontroliše namensko korišćenje i usmeravahje novokreiranog novca u one pravce i poslove kojima je dat prioritet (uvoz–izvoz, izvoz brodova, poljoprivredna proizvodnja i dr.) u ostvarivanju određenih ciljeva tekuće ekonomske politike. Selektivnom kreditnom politikom se određuju uslovi kreditiranja u pogledu namena kredita, rokova, kamata, korisnika, nepostojanje plafona reeskonta i sl. što znači da se radi o kvalitativnoj kontroli novca i kredita, mada se preko određivanja tih uslova kredita istovremeno određuje i kvantitativno reguliše kreditni potencijal banaka i masa novca i kredita u privredi.

Selektivni krediti zajedno s oblikom monetizacije poslova, beneficiranjem uslova kredita, stopom reeskonta (nivo refinansiranja)[318] su značajan elemenat u podržavanju zajedničkih ciljeva i strukture razvoja privrede, zbog toga oni deluju dvostruko.

a. Struktumo, i
b. Konjunktumo.

Radi se, videli smo, o destimulaciji i preusmeravanju izvoza i uvoza s određenih podmčja, poljoprivrednoj proizvodnji, izvozu opreme i brodova na kredit i dr.[319]

Tako je u 1996. godini u selektivnom programu Narodne banke u izvoz dato 52%, poljoprivredu 36% i prodaju domaće opreme na kredit 10%. Od ukupne primame emisije, na **selektivne namene** odlazi se oko 28%.

Zbog predimehzionisanog ucešća selektivnih kredita?ru emisiji primarnog novca, u poslednje vreme se ističe od strane nekih ekonomista da treba: **prvo,** prebaciti selektivni program s Narodne banke na poslovne banke; **drugo,** da se centralna banka orijentiše samo na kvantitativno (globalno) regulisanje mase novca i kredita u privredi; i treće da dominantan kanal emisije primarnog novca bude reeskont menica i drugih vrednosnih papira (monetizacija). U novoj reformi centralne banke predlaže se da se selektivni program ukine te da se emisija primarnog novca vrši isključivo preko „politike otvorenog tržišta". Međutim, osnovne pretpostavke za ovu politiku monetarne regu

[318] Stopa refinansiranja kod izvoza brodova iznosi 95%, dok je kod drugih poslova znatno niža i kreće se od 50–80%.

[319] U seiektivno regulisanje kod nas možemo još uvrstiti regulisanje potrošačkih kredita (rokovi kamata, učešće u gotovu, namena i dr.). Odredivanjem uslova kredita stanovništva određuje se i njihovo ponašanje, jer ono ima značajne efekte u pogledu delovanja na proizvodnju, potrošnju, zalihe, cene i uopšte usmeravanje velikog deia fcupovne snage u privredi.

lacije ne postoje u jugoslovenskoj privredi, zbog čega se predlaže i dalje zadržavanje selektivnih kredita u prelaznoj fazi od godinu dana. .

6. SARADNJA CENTRALNE BANKE SA POSLOVNIM BANKAMA

Veoma značajan, mada, istina, nov instrument monetarnog regulisanja kod nas, su dogovori i saradnja između svih bankarskih institucija u zemlji u provođenju zacrtane monetarno–kreditne politike. Unutar celokupnog kreditnog sistema centralna banka koordinira aktivnost svih banaka, dajući pravce ponašanja i poslovanja u konkretnim finansijskim uslovima u kojima se nalazi privreda. Dogovori između centralne banke i poslovnih banka o realizovanju određene zajedničke monetarno–kreditne politike, posebno za plan podržavanja stabilizacije privrede, jedinstvenog sistema kreditiranja, regionalnog i strukturnog razvoja, usmeravanja sredstava u određene selektivne namene, održavanje discipline i dogovora u monetarnoj politici i sl. danas u našem kreditnom sistemu postaju sve značajniji faktor u provođenju monetarno–kreditne politike.

Saradnja među centralnim bankama prelazi nacionalne granice jedne zemlje, posebno danas kada treba oktlanajti spekulacije na međunarodnom finansijskom tržištu, podržavati međusobnu likvidnost u očuvanju stabilnosti deviznih kurseva, stabilizaciji međunarodnog monetarnog sistema u celini, razvojnoj politici, sprovođenju antlinflacione politike u međunarodnim relacijama i dr.

7. OGRANIČAVANJE (LIMITARNJE) VISINE KREDITA POSLOVNIH BANAKA

Ograničavanje daljnjeg rasta kredita banaka i njihovo kontrolisano kretanje je najčešće izuzetna mera kojoj pribegava centralna banka. Ovoj meri se pribegava u slučajevima kada centralna banka oceni:

1. Da je masa kredita banaka u privredi znatno iznad planirane (projektovane za odnosnu godinu),
2. Da prate inflatorne tendencije, visoka likvidnost privrede, pritisak na uvoz i dr.
3. Da nije moguće dmgim merama kvalitativnog ili kvantitativnog monetarnog regulisanja ostvariti brze i željene efekte.

Ako se odluči za ograničavanje (limitiranje) kredita poslovnih banaka, centralna banka to može provesti na dva načina:

1. Zadržavanjem kredita na dostignutom nivou na određeni, izabrani dan,
2. Manjim procentom povećanjem u toku svakog meseca (npr. **2%,** 3% i sl.) do kraja tekuće godine.

Manje je prihvatljiva mera smanjenja kredita banaka i njihovo povlačenje iz privrede, prema jednom terminu iz pretodnog perioda. Ovo pre svega zbog očito negativnih implikacija koje bi takve mere izazvale u privredi i poslovnim bankama.

Svaka od navedenih mera gotovo redovno nailazi na otpor poslovnih banaka, mada ih ne moraju provesti.

8. POLITIKA MINIMALNE STOPE LIKVIDNOSTI POSLOVNIH BANAKA

Svaka poslovna banka, da bi bila likvidna (sposobna za plaćanje ili odobravanje kredita), mora imati na raspolaganju uvek dovoljno sredstava na svom žiro–računu. To predstavlja primamu likvidnost poslovne banke.

Stopa primarne likvidnosti je iznos sredstava koje poslovna banka mora držati na svom žiro–računu u odnosu prema svojim depozitima po viđenju, odnosno tekućim obavezama. U Zakonu o Narodnoj banci... se kaže: „Narodna banka Jugoslavije može propisati da poslovne banke, kao minimalnu obavezu za održavanje svoje likvidnosti, drže dio svojih sredstava na žiro–računu ili drugim računima, kod Narodne banke Jugoslavije i u određenim likvidnim plasmanima”.

Stopa primame likvidnosti ima identično delovanje kao i stopa obavezne rezerve. Kada se povećava ova stopa, dolazi do smanjenja raspoloživog potencijala za plasman poslovne banke, a ako se smanjuje ova stopa, onda dolazi do oslobađanja dela kreditnog potencijala sposobnog za plasman. To je instrument koji ima dva osnovna oblika delovanja:

1. osigurava dnevnu likvidnost poslovnih banaka, da bi bile u stanju da vrše normalne kreditne funkcije,
2. deluje kao ograničavajući faktor u procesu kreditno–monetarne multiplikacije, identično delovanju obavezne rezerve.

Ako centralna banka oceni da su plasmani banaka previsoki i da privredi preti pojava inflacije, ona može da propiše povećanej stope rezerve likvidnosti, što istovremeno znači smanjenje mogućnosti banaka da odobravaju kredite ili, čak povlačenje kredita iz privrede.

Centralna banka može, ukoliko oceni da je potrebno (u situaciji kada smatra da je likvidnost bankarskog sistema visoka i da preti opasnost od visoke kreditne ekspanzije), da na bazi slobodnih sredstava banaka – traži upis određenog oblika vrednosnih papira

(obaveznice zajma, određeni oblici ograničavanja depozita, usmeravanja u određene namane i sl.).

Kontrola centralne banke nad likvidnošću poslovnih banaka provodi se na nekoliko načina:

1. Propisivanjem oblika minimalne likvidnosti poslovnih banaka i drugih finannsijskih institucija,
2. Određivanjem ročne strukture kredita banaka,
3. Određivanjem načina korišćenja obavezne rezerve za popunu likvidnosti banaka,
4. Određivanjem načina korišćenja rezervnog fonda banaka u održavanju potrebne likvidnosti,
5. Određivanjem opštih uslova kreditne sposobnosti poslovne banke,
6. Odobravanjem ili neodobravanjem kredita za likvidnost poslovnoj banci,
7. Preduzimanje zakonom određenih mera prema nelikvidnoj poslovnoj banci i dr.

U našem kreditnom sistemu empirijski je utvrđeno da je normalna stopa rezerve likvidnosti banaka oko 4% u odnosu na depozite po viđenju.

Naravno, svaka poslovna banka određuje za sebe potrebnu ili optimalnu stopu likvidnosti, što zavisi od dinamike priliva i odliva sredstava na područje i sa područja banke, strukture komitenata, strukture sredstava koja formiraju njen kreditni potencijal, strukture odobrenih kredita i dr. To je tzv. primarna likvidnost lii platna likvidnost banaka. Postoji i sekundarna likvidnost, koja obuvhata rezervne fondove banaka i kratkoročna devižna sredstva, što predstavlja znatno višu stopu od primarne. Postoji i tercijalna likvidnost, koja uz navedene izvore obuhvata i kredite centralne banke za likvidnost banaka i korišćena sredstva i obavezne rezerve.

Svaka se poslovna banka mora pridržavati određenih načela likvidnosti, bilo na bazi vlastitog iskustva u kreditnoj politici, bilo na bazi međubankarskih sporazuma i dogovora, ili, konačno, na bazi stava centralne banke. Ovo posebno iz razloga što postoje brojni faktori koji mogu neočekivano predstavljati „udarac na potencijal banke", što je primorava da, već prema oceni finansijske i privredne situacije, drži veća ili manja neplasirana sredstva ili, čak, da traži podršku centralne banke – preko kredita za likvidnost (ili korišćenje sredstava obavezne rezerve).

9. POLITIKA OTVORENOG TRŽIŠTA

Politika otvorenog tržišta („Open market policy") i danas predstavlja jedan od složenijih i efikasnijih instrumenata u kapitafotičkim privredarna. Prvi put se primenjuje u V. Britaniji pre prvog svetskog rata, ali se sistematski počela provoditi i šire koristiti tek od dvadesetih godina, posebno u SAD, V. Britaniji, Nernačkoj i dmgim zemljama koje imaju razvijeno finansijsko tržište (tržište vrednosnih papira). Poktika otvorenog tržišta je postala osnovni instrament regulisanja kreditnog potencijala komercijaklii banaka.

Osnovna pretpostavka za funkcionisanje politike otvorenog tržišta jeste vrlo razvijeno tržište obveznica na kojem centralna banka može uspešno provoditi politiku kupovine i prodaje ovih obveznica, a preko toga i odgovarajuću monetarno–kreditnu politiku.

Tržište vrednosnih papira obično nastaje razvojem javnog duga i deficitnog finansiranja, kada država zbog većih rashoda od prihoda budžeta pristupa pokriću deficita kroz emisiju obveznica i formiranje javnog duga. Time država vrši planisanje obveznica prema vlasnicima raspoloživih kapitala, a ne neposredno kod centralne banke. Obveznice se emituju po različitim rokovima, apoenima* kamatama – koje tada vrede na kreditnom tržištu.

Treći značajan momenat za funkcionisanje finansijskog tržišta je da postoji uvek dovoljno velika tražnja tih obveznica i da obveznicu vlasnik svakog momenta može unovčiti. Osim toga treba da postoji dovoljna tradicija u poslovanju ovim vrednosnim papirima, viškovi kapitala i spremnost objekata dadrže jedan deo svoje aktive u raznim vrstama državnih obveznica.

Politika otvorenog tržišta provodi se preko kupovine ili prodaje vrednosnih papira (obveznica) na finansijskom tržištu od strane centralne banke, a u sklopu njene kratkoročne kreditne politike. Uglavnom se radi o kupovini i prodaji državnih vrednosnih papira, i to od strane centralne banke u svrhu operisanja monetarnom masom i kupovnom snagom u privredi. Kupovina i prodaja vrednosnih papira na finansijskom tržištu od strane dragih učesnika (privatne osobe, država, preduzeća) u svrhu menjanja strakture svoje imovine, ne smatra se operacijama otvorenog tržišta. Politika otvorenog tržišta ima dve osnovne funkcije:

1. Održavanje kursa državnih vrednosnih papira na željenom nivou, jer je to pretpostavka za buduće emisije državnih zajmova. U slučaju pada kurseva ovih vrednosnih papira, centralna'banka, kupovinom većeg broja i iznosa ovih papira na finansijskom tržištu, povećava opštu tražnju, što dovodi do povećanja ovog kursa.
2. Centralna banka određenim intervencijama, odnosno kupovinom ili prodajama ovih obligacija na kreditnom tržištu, reguliše krerlitni potencijal banaka, a preko njega i masu novca i kredita u privredi. Preko vegulisanja masa novca i kredita, ona nastoji delovati i na ponašanje investicija, lične potrošnje, cena i platno–bilansne odnose.

U slučaju pojave inflatomih tendencija u privredi kreditno–monetarna politika je orijentisana deflatorno kroz restrikciju novca i kredita. Tada centralna banka pristupa prodaji vrednosnih papira na kreditnom tržištu, što dovodi do povlačenja novca od vlasnika tih papira.

Mehanizam delovanja prodaje vrednosnih papira od strane centralne banke odvija se na taj način da se za prodani iznos vrednosnih papira iz portfelja centralne banke povlači iz privrede (i od stanovništva, ukoliko su građani kupci ovih papira) ili od poslovnih banaka deo novca, što dovodi do smanjenja depozita kod komercijalnih banaka, odnosno do smanjenja njihovog kreditnog potencijala i povlačenja kredita iz privrede. Restrikcija kredita treba da izazove smanjenje likvidnosti privrede, ograničenja investicija, ostalih oblika potrošnje, stabilzaciju cena i dr., što je inače clij kontraktivne politike otvorenog tržišta. No, ovde deluje i negativni monetarni multiplikator, što restriktivu politiku otvorenog tržišta čini dosta neizvesnom u pogledu konačnih efekata.

Suprotno navedenom, kada u privredi vladaju depresivne tendencije, pad proizvodnje, investicija i zaposlenosti, centralna banka – da bi parirala navedenim negativnim kretanjima – pristupa ekspanzivnoj monetarno–kreditnoj politici. Na otvorenom tržištu ova politika se provodi preko kupovine vrednosnih papira na kreditnom tržištu, čime se za vrednost kupljenih vrednosnih papira pušta u opticaj odgovarajuća količina novca u privredu. Ako su u pitanju privredni subjekti i fizičke osobe, oni za prodane vrednosne papire centralnoj banci dobijaju novac koji zatim ili položu u komercijalne banke (čime se stvaraju depoziti i jača kreditni potencijal banaka, te njihova sposobnost za višestmko proširenje kreditnih plasmana), kroz proces mulitplikacije ili ih neposredno troše na tržištu kupovinom roba ili usluga, što opet vodi preko preduzeća (njihove realizacije) – do porasta depozita kod banaka.

Ako vrednosne papire prodaju poslovne banke, one za iznos obveznica dobijaju primami novac centralne banke, a to im povećava slobodni oblik kreditnog potencijala za dodatno kreditiranje privrede ili stanovništva. Povećanje kredita i depozita je veće od iznosa dobijenog primamog novca za visinu multiplikatora.

Porast bankarskih kredita i dodatno ubacivanje novca u privredu treba da dovede, preko povećanja kupovne snage, do oživljavanja privredne aktivnosti i izlaska iz recesije.

Politika otvorenog tržišta, bilo da se vodi ekspanzivno, bilo kontraktivno, ima direktno delovanje na količinu novca i kredita u privredi. Međutim, ova politika se može provoditi i razvijena je samo u onim zemljama koje imaju organizovano tržište vrednosnih papira, a to su zemlje s velikom masom slobodnih kapitala, s masom koja je delom plasirala u razne oblike vrednosnih papira (faktivni kapital).

Sve većim deficitnim finansiranjem javnih rashoda i budžetskog deficita u većini razvijenih zemalja i njihovim pokrićem preko zaduživanja na finansijskom tržištu[320] stvara se široka osnova za formiranje i funkcionisanje ovog specifičnog tržišta novca i kredita.

Bitno je naglasiti da centralna banka, operacijama na otvorenom tržištu, nije ni u kakvoj direktnoj vezi s državom u pokrivanju njenog buždetskog deficita.[321] Sve se svodi na indirektno pokriće, preko kupovine obligacija državnih dugova od strane centralne banke, na ovom tržištu, čime se pušta u opticaj dodatna količina primamog novca, te time država učestvuje indirektno u definitivnom rasporedu tereta (pokrića) budžetskog deficita. Da li će država pristupiti kupovini ili prodaji obveznica na ovom tržištu, to zavisi od njenoj oceni privredne finansijske situacije, koju treba korigovati preko monetarne politike. Prema tome, sve bržim rastom javnog duga kod centralne banke, i na toj osnovi razvoj različitih oblika vrednosnih papira (u pogledu rokova, kamata, drugih beneficija i sl.), stvaraju se osnove za razvoj politike otvorenog tržišta. U zemljama u razvoju, kao i kod nas, nije razvijeno „otvoreno tržište" upravo zbog toga jer ne postoje osnovne institucionalne i druge pretpostavke za njegovo funkcionisanje (razvijeno tržište vrednosnih papira).[322]

Politikom otvorenog tržišta jača se i uloga eskontne stope centralne banke, koja u tome ima posebno mesto, jer u razvijenim zemljama novac kojim se vrše plaćanja nije kamatonosan, dok su obveznice kamatonosne. Upravo zbog toga će privredni subjekti sav

---

320 *U* toku 1992. godine. od ukupno 74 zemlje, koje prati zvaniCna statistika, 72 imaju deficit budžeta koji se najEcšće pokriva preko operacija na „otvorenom tržištu" (uglavnom to čine razvijene zemlje).

321 Ovde je £ak i zabranjeno da centralna banka direktno kreditira državu, osim izuzetno u slučaju kratkoročne, manje intcrvencije, tzv. letećeg duga kojem je parlamentamim putem određen limit i rok trajanja.

322 Vidcti deo u kojem se razmatra priroda i delovanej javnih dugova.

višak novca, koji nije potreban za plaćanja, pretvoriti u obveznice (radi dobijanja kamate). I obmutno, kada su potrebna tekuća sredstva za plaćanje (novac), subjekti će pristupiti prodaji obveznica (unovčavanju), računajući na vrstu, oblik, kamat i sl., sa što manjim gubitkom i finansijskim rizikom.[323] Prednost ove politike nad operacijama povećanja ili spuštanja eskontne stope je u tome, što se ova politika provodi permanentno, bez buke i reagovanja publike, a to nije slučaj kod promena eskontne stope, pošto publika reaguje odmah na svaku, pa i neznatnu, promenu eskontne stope.

10. OSNOVNI PRAVCI REFORME INSTRUMENATA MONETARNE POLITIKE

Funkcija finansijskog sistema i tržišta kapitaia je mobilizacija štednje i njeno usmeravanja u najefikasnije investicije. Ravnoteža na sektoru investicija i štednje uz visoka profitabilna ulaganja je jedna od osnovnih funkcija tržišta novca i kapitala. Monetarna politika i monetarna kontrola, uz sve širu upotrebu tržištnih instrumenata kontrole i regulacije koriste se za uticaj na novčane tokove, kreditiranje, pretvaranje novca u kapital, međusektorsko prelivanje novca i dohotka, stvaranje uslova za održavanje optimalne likvidnosti banaka i drugih subjekata.

Osnovni pravci reforme instrumenata monetarne politike vezani su za proces libeFalizadije inasaslijs&og seMom Taj proces u sebe uključuje sledeće segmente:

1. Dominacija tržišnih instrumenata monetarne politike, nasuprot direktivnim;
2. Preventivna kontrola kvaliteta poslovanja banaka i utvrđivanje rejtinga banke;
3. Brži razvoj finansijskog tržišta (tržišta novca i tržišta kapitala);
4. Postepeno ukidanje direktnih instrumenata monetarne regulacije;
5. Unapređenje i veća efikasnost u upotrebi operativnih bankarskih i monetarnih procedura;
6. Redovno praćenje i utvrđivanje odstupanja od usvojenih operativnih ciljeva monetarne politike;
7. Koordinacija i razvoj metoda i instmmenata veće koordinacije mera monetarne i fiskalne politike, ali i veća povezanost sa spoljnotrgovinskim (piatno–bilansnim) sektorom;
8. Promene i praćenje efekata promena kamatnih stopa u monetarnom i realnom sektoru;
9. Razvoj sekundarnog I reotkupnog tržišta, uz uključivanje kratkoročnih i dugoročnih sredstava na finansijskom tržištu;
10. Instumenti sve razvijenijeg javnog duga i veće operacije tim instrumentima na sekundarnom tržištu kapitala;

[323] Operacijama centralne banke na „otvorenom tržiJtu" deluje se i na odnose eskontne stope i cene obveznice. Naime, većim kupovinama obveznica od strane centralne banke, može doći do povećavanja cene ovih obveznica. uzadekvatno sniženje kamatenatržiš'tu obveznica. Suprotno tome, u slučaju većih prodajaobveznicia centralne banke, može doći do obaranja njihove cene i relativnog rasta kamate na finansijskom tržištu.

11. Izgradnja, usavršavanje i praćenje tako usavršenih ekomoirasMh i ffimamsijskih indikatora, bez čega nije moguće efikasno i kontrolisano vođenje monetarne i ukupne makroekonomske politike.

To su pravci u kojima se odvija proces reformisanja i nove uloge instrumenata monetarne politike i monetarne kontrole u svim razvijenim privredama. Paralelno s tim odvija se i novi proces u sledećim pravcima:

1. Preventivna monetarna po'itika i veća uloga centralne banke u tome, što traži ex ante ocenu kretanja rezervi likvidnosti, brzu popunu ili apsorbovanje likvidnih sredstava banaka. Fleksibilna politika rezervi likvidnosti kao osnova kreditne politike banaka traži uvođenje bovbIs Limstraniemato (npr. blagajnički zapisi, obveznice javnog duga) uz mogućnost njihove brze aukcije na finansijskom tržištu i refinansiranje kod centralne banke. Takva politika je prvi korak u procesu liberalizacije kamatnih stopa u razvoj finansijskog tržišta.
2. Sve više se postavlja zahtev i potreba preventivne kontrole ukupnog poslovanja banaka, kvaliteta poslovanja i poslovne politike, posebno usklađenost visine kapitala banaka sa njihovim poslovnim angažovanjem. To traži njihovu brzu intervenciju, posebno u cilju popravljanja njihove solventnosti. Finansijska kriza često u prvom redu najpre potresa banke vodeći ih u nesolventnost i stečaj. Procesi dokapitalizacije uz jaku i efikasnu kontrolu kvaliteta poslovanja banaka sprečavaju masovni stečaj banaka i raspad finansijskog i bankarskog sistema.
3. Povećana rnonetarna kontrola i razvijena regulativa bankarskog poslovanja omogućavaju brži razvoj finansijskog tržišta uz jačanje konkurencije (kvalitetom) među bankama. Kamatne stope postepeno treba sve više liberalizovati, dok se obavezna rezerva treba postepeno snižavati.

   Ukidanje direktnih Instruineimata monetarne regulacije, uz sve veću upotrebu indirektnih instrumenata je proces koji je već u toku. To ne znači da određena kontrola kamatnih stopa i marži neće i dalje biti zadržana od strane centralne banke.
4. Izabrane ciljeve monetarne politike treba redovno pratiti eflkasnirn operativnim procedorama, posebno kada se kao ciljne varijable postave monetarna masa, M? i M3 agregati. U tom pogledu kratkoročni monetarni indikatori treba da budu dostupni blagovremeno i da se na njihovo ponašanje i promene može bfzo reagovati. Centralna banka nakon procene kretanja i efekata te odstupanja između projektovanih i stvarnih ciljeva i tokova, treba da se brzo odluči u pogledu visine i dinamike (doziranja) monetarne korekture.
5. Tržišni sistem monetarne kontrole i politike traži visoku koordinaciju sa merama fiskalne politike. Ovo iz razloga sto kamatne stope i valutni kursevi postaju sve značajniji kanali prenosa efekata monetarne politike, ali i indikatori veće ili manje uspešnosti ukupne makroekonomske politike.

Monetarna politika mora biti visoko usklađena sa fiskalnom politikom. Tako npr. ako postoji visok budžetski deficit, koji predstavija glavni uzrok makroekonomske nestabilnosti „oslanjanje na restriktivnu monetarnu politiku bez bitnih fiskalnih prilagođavanja vodi prekomemim kamatnim stopama", uz značajan pad vrednosti domaće valute (inflacija) i skok deviznog kursa.

Koordinacija upravljanja domaćim dugom od strane države i emisije novca pretpostavlja i dobm koordinaciju u vođenju politike blagajničkih zapisa, obveznica javnog duga i dmgih obveznica i dr.[324]

Stabilnost kamatnih stopa za određeni period se pretpostavlja, što je i pretpostavka stabilnih uslova na finansijskom tržištu.

To su osovni pravci u kojima će se odvijati reformisanje osnovnih instmmenata monetarne politike i njihova osnovna delovanja u finansijskom i bankarskom sistemu.

2) Centralna banka određenirn intervencijama, odnosno kupovinom ili prodajom ovih obligacija na kreditnom tržištu, reguliše kreditni potencijal banaka, a preko njega i masu novca i kredita u privredi. Preko regulisanja mase novca i kredita, ona nastoji delovati i na ponašanje investicija, lične potrošnje, cena i platno–bilansne odnose.

U slučaju pojave inflatomih tendencija u privredi kreditno–monetarna politika je orijentisana deflatorno kroz restrikciju novca i kredita. Tada centralna banka pristupa prodaji vrednosnih papira na kreditnom tržištu, što dovodi do povlačenja novca od vlasnika tih papira.

Mehanizam delovanja prodaje vrednosnih papira od strane centralne banke odvija se na taj način da se za prodani iznos vrednosnih papira iz portfelja centralne banke povlači iz privrede (i od stanovništva, ukoSiko su građani kupci ovih papira) ili od poslovnih banaka deo novca, što dovodi do smanjenja depozita kod komercijalnih banaka, odnosno do smanjenja njihovog krditnog potencijala i povlačenja kredita iz privrede. Restrikcija kredita treba da izazove smanjenje likvidnosti privrede, ograničenja ivnesticija, osta^ih oblika potrošnje, stabilizaciju cena i dr., što je inače cilj kontraktivne politike otvorenog tržišta. No, ovde deluje i negativni monetarni multiplikator, što restriktivnu politiku otvorenog tržišta čini dosta neizvesnom u pogledu konačnih efekata.

Suprotno navedenom, kada u privredi viadaju depresivne tendencije, pad proizvodnje, investicija i zaposlenosti, centralna banka – da bi parirala navedenim negativnim kretanjima – pristupa ekspanzivnoJTnonetarno–kreditnoj politici, Na otvorenom tržištu ova politika se provodi preko kupovine vrednosnih papira na kreditnom tržištu, čime se za vrednost kupljenih vrednosnih papira pušta u opticaj odgovarajuća količina novca u privredi. Ako su u pitanju privredni subjekti i fizičke osobe, oni za prodane vrednosne papire centralnoj banci dobijaju novac koji zatim ili polažu u komercijalne banke (čime se stvaraju depoziti i jača kreditni potencijal banaka, te njihova sposobnost za višestruko proširenje kreditnih plasmana), kroz proces multiplikacije ili ih neposredno troše na tržištu kupovinom roba ili usluga, što opet vodi preko preduzeća (njihove realizacije) – do porasta depozita kod banaka.

Ako vrednosne papire prodaju poslovne banke, one za iznos obvezrlica dobijaju primami novac cnetralne banke, a to im povećava siobodni oblik kreditnog potencijala za dodatno kreditiranje privrede ili stanovništva. Povećanje kredita i depozita je veće od iznosa dobijenog primamog novca za visinu multiplikatora.

Porast bankarskih kredita i dodatno ubacivanje novca u privredu treba da dovede, preko povećanja kupovne snage, do oživljavanja privredne aktivnosti i izlaska iz recesije.

---

[324] U lom pravcu praćenje Jeretanja gotovog novca, ni voa zaduženosti države, praćanje i izrada meseCnih projekcija glavnih indikatora izdataka, prihoda, domarjih i inostranih zajmova, neto domaće zaduženje države. primame emisije, bankarskih kredita. krctanje kamata i kurscva. neto domacc aktive i dr.javlja se kao nužnost u vodenju efikasne monetarne politike.

Politika otvorenog tržišta, bilo da se vodi ekspanzivno, bilo kontraktivno, ima direktno delovanje na količinu novca i kredita u privredi. Međutim, ova politika se može provoditi i razvijena je samo u onim zemljama koje imaju organizovano tržište vrednosnih papira, a to su zemlje s velikom masom slobodnih kapitala, s masom koja je delom plasirana u ra'zne oblike vrednosnih papira (faktivni kapital).

Sve većim deficitnim finansiranjem javnih rashoda i budžetskog deficita u većini razvijenih zemalja i njihovim pokrićem preko zaduživanja na finansijskom tržištu.[325] stvara se široka osnova za fbrmiranje i funkcionisanje ovog specifičnog tržišta novca i kredita.

Bitno je naglasiti da centralna banka, operacijama na otvorenom tržištu, nlie ni u kakvoj direktnoj vezi s državom u pokrivanju njenog budžetskog deficita.[326] Sve se svodi na indirektno pokriće, preko kupovine obligacija državnih dugova od strane centralne banke na ovom tržištu, čime se pušta u opticaj dodatna količina primarnog novca, te time država učestvuje indirektno u definitivnom rasporedu tereta (pokrića) budžetskog deficita. Da li će država pristupiti kupovini ili prodaji obveznica na ovom tržištu, to zavisi o njenoj oceni privredne i finansijske situacije, koju treba korigovati preko monetarne politike. Prema tome, sve bržim rastom javnog duga kod centralne banke, i na toj osnovi razvoj različitih oblika vrednosnih papira (u pogledu rokova, kamata, drugih beneficija i sl.), stvaraju se osnove za razvoj politike otvorenog tržišta. U zemljama u razvoju, kao i kod nas, nije razvijeno „otvoreno tržište" upravo zbog toga jer ne postoje osnovne institucionalne i druge pretpostavke za njegovo funkcionisanje (razvijeno tržište vrednosnih papira).[327]

Politikom otvorenog tržišta jača se i uloga eskontne stope centralne banke, koja u tome ima posebno mesto, jer u razvijenijim zemljama, novac kojim se vrše plaćanja nije kamatonosan, dok su obveznice kamatonosne. Upravo zbog toga će privredni subjekti sav višak novca, koji nije potreban za plaćanja, pretvoriti u obveznice (radi dobijanja kamate). I obrnutno, kada su potrebna tekuća sredstva za plaćanje (novac), subjekti će pristupiti prodaji obveznica (unovčavanju), računajući na vrstu, oblik, karnatu i sl, sa što manjim gubitkom i finansijskim rizikom.[328] Prednost ove politike nad operacijama povećanja ili spuštanja eskontne stope je u tome, što se ova politika provodi permanentno, bez buke i reagovanja publike, a to nije slučaj kod promena eskontne stope, pošto publika reaguje odmah na svaku, pa i neznatnu, promenu eskontne stope.

Isto se događa i sa promenama stopa obavezne rezerve banaka. Ponovno uvođenje stope obavezne rezerve od 10% dovelo je do burne reakcije banaka, kao i kasnije povećanje na 15%. Banke smatraju da će im se time imobilisati velika depozitna sredstva, na koja dobijaju vrlo nisku kamatu od Centralne banke. Banka je posegnula za ovim instrumentom da bi smanjila slobodne finansijske potencijale banaka i smanjila pritisak na devizno tržište.

---

[325] U toku J978. godine, od ukupno 74 zemlje, koje prati zvanična statistika, 72 imaju deficit budžeta koji se najčešće pokriva preko operacija na „otvorenom tržištu" (uglavnom to čine razvijene zemlje).

[326] Ovde je £ak i zabranjeno da centralna banka direktno kreditira državu, osim izuzetno u slučaju kratkoročne, manje intervencije, tzv. letećeg duga kojemje parlamentarnim putem određen limit i rok trajanja.

[327] Videti deo ti kojem so.razmatra priroda i delnvanK–jaiTlih dugafa.

[328] Operacijama centrahie banke na „otvorcnoni triU'.u" >Je!uje *so* i na odnosc eskontne stopc i cene obveznice, naime, većim kupovina.ua obveznica ou strace cenUti:ie banke. može doći do povećanja cene ovih obveznica, u zadekvatliosniženjekurliainenati'žiSiuobvenlica. Suurotnotolili, usiucajtsvećihprodajaobveznicacentralne banke, može doći do obaranja njihove ccne i reiativnog rasta karaate ha finansijskom tržištu.

GLAVA PETA

CENTRALNO BANKARSTVO I MONETARNO REGULISANJE

1. KARAKTER I ULOGA CENTRALNE BANKE

Centralna banka je specifična monetarna institucija po svom položaju u bankarskom, kreditnom i monetarnom sistemu posebno privilegovana banka. Često se zbog svoga specifičnog položaja u piramidi bankarskog sistema zove „banka –banaka".

Centraina banka može biti državna, deoničarskog tipa, odnosno mešovitog tipa vlasništva i upravljanja. To je banka čija je osnovna funkcija da se brine za stabilnost novca, za kontrolu i regulisanje mase novca u opticaju (likvidnost bankarskog sistema i privrede), a najčešće je zadužena da se stara o likvidnosti plaćanja sa inostranstvom. To je jedina banka ovlašćena od države da izdaje (štampa) novčanice i kovani novac, kao zakonsko sredstvo plačanja u zernlji. Poseban status i ovlašćenja omogućuju centralnoj banci da kontroliše monetarna kretanja, da je kreditor bankarskog sistema u poslednjoj instanci, da upravlja državnim dugom, da drži i rukuje deviznim rezervama, da drži obavezne rezerve banaka, da se stara o likvidnosti bankarskog sistema i tu je centralna banka postala odgovorna za funkcionisanje ukupnog finansijskog tržišta, posebno novčanog tržišta. „Narodna banka, radi obezbeđenja stabilnosti valute... reguliše količinu novca i način održavanja likvidnosti u zemlji i inostranstvu, uređuje način obavljanja platnog prometa.[329]

[329] Zakoa o Narođncj banci Jugoslavije, 1992. i 1995.

2. CENTRALNA BANKA I MONETARNA POLITIKA

U savrernenim uslovima centralna banka obavlja poslove iz sledećih osnovnih funkcija:'

1. Enusija novčanica i kovanog novca,
2. Držanje i rukovanje deviznim rezervama,
3. Reguhsanje „potrebne količine novca" u skladu sa osnovnim odredbama ekonomske politike,
4. 4). Regulisanje likvidnosti bankarskog sistema i Hkvidnosti u privredi,
5. Kontrola kreditnih operacija u zemlji,
6. Regulisanje. plaćanja i kreditiranje poslova sa inostranstvom,
7. Kreditni i drugi poslovi za račun države,
8. Organizacija platnog prometa,
9. Centralna banka vrši kontrolu booiteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija.

Radi regulisanja količine deviza u privredi i njegove strukture (po oblicima novca i po pojedinim sektorima), kao i regulisanja opštih uslova kreditnog tržišta, centralna banka sprovodi:

1. Operacije na „otvorenom tržištu",
2. Kupuje i prodaje bankama domaće i inostrane prenosive kratkoročne hartije od vrednosti,
3. Daje bankama kratkoročne kredite na osnovu određenih kratkoročnih hartija od vrednosti,
4. Izdaje i povlači blagajničke zapise centralne banke,
5. Kupuje i prodaje inostrana sredstva plaćanja (uključujući i menice, čekove, hartije od vrednosti i potraživanja),
6. Utvrđuje stopu obaveze rezerve banaka,
7. Utvrđuje opštu eskontnu stopu („primamu kamatu"),
8. Utvrđuje prema potrebi i druge instrumente regulacije količine novca,
9. Utvrduje minimalne uslove kreditne sposobnosti poslovnih banaka.

Centralna banka može, u cilju regulisanja odnosa na novčanom tržištu, odnosno regulisanja ponude i tražnje novca, na tom tržištu vršiti sledeće operacije:

1. Prodavati blagajničke zapise centralne banke,
2. Prodavati ili kupovati menice,
3. Prodavati ili kupovati i druge kratkoročne hartije od vrednosti do jedne godine.[330]

[330] Šire o navedenom videti u knjizi dr Željko Ščvić: Centralna banka – položaj, orgrmizacija, funkcija, Čigoja, Beograd, 1996, str. 136–152.

3. MEHANIZAM MONETARNOG REGULISANJA

Centralna banka u vođenju monetarne politike ima šledeće mogućnosti:

(1) Utvrđivanje monetarne politike

Radi ostvarivanja ciljeva i zadataka monetarne politike, Narodna banka utvrđuje i sprovodi:

1. Politiku operacija na otvorenom tržištu;
2. Politiku refinansiranja;
3. Politiku obavezne rezerve;
4. Politiku eskontne stope, i
5. Politiku intervencija na deviznom tržištu.

(2) Regulisanje količine novca

Radi regulisanja količine novca, Narodna banka:

1. Sprovodi operacije na otvorenom tržištu;
2. Vrši reeskont domaćih, odnosno inostranih prenosivih kratkoročnih hartija od vrednosti u okvim reeskontnih kontingenata;
3. Refinansira kredite na osnovu određenih kratkoročnih hartija od vrednosti u okvim reeskontnih kontingenata;
4. Izdaje i povlači blagajničke zapise Narodne banke;
5. Kupuje i prodaje inostrana sredstva plaćanja, uključujući menice, čekove, hartije od vrednosti i potraživanja, kao i zlato i druge plemenite metale;
6. Utvrđuje obaveznu rezervu banaka kod Narodne banke;
7. Utvrđuje opštu eskontnu stopu i druge kamatne stope Narodne banke.

Izuzetno, ako se ciljevi monetarne politike ne mogu ostvarivati merama i instrumentima iz stava 1. ovog člana, Narodna banka može utvrđivati i druge osnove za davanje kratkoročnih kredita u okviru politike refinansiranja.

Mere i instrumenti iz stava 1. ovog člana primenjuju se jedinstveno prema svim bankama i drugim finansijskim organizacijama.

Narodna banka utvrđuje koje se mere i instrumenti primenjuju druge finansijske organizacije.

(3) Regulisanja ponude i tražnje i tražnje novca

Radi regulisanja ponude i tražnje i tražnje novca, Narodna banka može na novčanom tržištu:

1. Prodavati i kupovati blagajničke zapise Narodne banke;
2. Kupovati i prodavati menice;
3. Kupovati i prodavati kratkoročne hartije od vrednosti i hartije od vrednosti koje dospevaju u roku do jedne godine, koje izdaje Republika Srbija
4. Kupovati i prodavati kratkoročne hartije od vrednosti i hartije od vrednosti koje dospevaju u roku do jedne godine, koje izdaju javna preduzeća a za koje je Republika dala garanciju.

Narodna banka utvrđuje uslove i način pod kojima kupuje i prodaje hartije od vrednosti na novčanom tržištu.

Narodna banka može u okviru reeskontnih kontingenata, kupovati od banaka i prodavati bankama prenosive kratkročne hartije od vrednosti, i to:

1. Menice izdate po osnovu prometa robe i usluga sa rokom dospeća do 90 dana, koje su avalirale prvoklasne banke;
2. Komercijalne zapise sa rokom dospeća do 60 dana, na koje su najmanje dve banke dale garanciju;
3. Blagajničke zapise banaka;
4. Blagajničke zapise Narodne banke.

Narodna banka utvrđuje bliže uslove koji se odnose na kvalitet hartija od vrednosti i bonitet izdavaoca i avaliste, odnosno garanta hartija od vrednosti kao i uslove kupovine i prodaje tih hartija od vrednosti.

Narodna banka utvrđuje vrstu i kvalitet hartija od vrednosti na osnovu kojih daje bankama kratkoročne kredite u okviru kontingenata za refmansiranje i propisuje uslove za odobravanje tih kredita.

Narodna banka može, u okviru relombardnog kontingenta, davati bankama relombardne kredite na osnovu zaloge domaćih i stranih prenosivih kratkoročnih hartija od vrednosti koje su avalirale prvoklasne banke, sa rokom dospeća do 30 dana.

Narodna banka utvrđuje vrstu i kvalitet hartija od vrednosti na osnovu kojih daje relombardne ićredite i propisuje uslove za odobravanje tih kredita.

Narodna banka izdaje blagajničke zapise na osnovu odluke kojom se određuju obim, rokovi i dragi uslovi za upis, odnosno isplatu tih zapisa.

Blagajničke zapise Narodne banke mogu upisivati banke i druge finansijske organizacije.

Narodna banka utvrđuje visinu obavezne rezerve banaka i drugih finansijskih organiazcija propisivanjem procenta (stope) na depozite i druga sredstva.

Narodna banka može utvrditi i diferencirane stope obavezne rezerve, zavisno od vrste i ročnosti depozita i drugih sredstava.

Narodna banka utvrđuje način i rokove za obračunavanje i izdavanje obavezne rezerve oia poseban račun kod Narodne banke Jugoslavije.

Narodna banka utvrđuje opštu eskontnu stopu Narodne banke Jugoslavije.

Narodna banka utvrđuje kamatne stope na sve kredite i druga potraživanja Narodne banke**,** kao i kamatne stope na sredstva banaka deponovana kod Narodne banke na koje Narodna banka plaća kamatu.

Kamatne stope na kredite Narodne banke ne mogu biti niže od eskontne stope.

Narodna banka utvrđuje minimaSliie uslove kreditne sposonnosti banaka i drugih finansijskih organizacija.

(4) Regulisanje likvidnosti banaka i drugih finansijskih organizacija

Radi regulisanja minimalne likvidnosti banaka i drugih finansijskih organizacija, Narodna banka propisuje:

1. Visinu i način održavanja minimalne likvidnosti banaka;
2. Uslove za obezbeđenje sigurnosti i likvidnosti dinarskih štednih uloga građana kod banaka i Poštanske štedionice;

3. Visinu, rokove korišćenja i vraćanja i druge uslove za davanje kratkoročnih kredita bankama za održavanje dnevne likvidnosti;
4. Druge mere za održavanje dnevne likvidnosti.

Mere se primenjuju jedinstveno prema svim bankama i drugim finansijskim organizacijama.

(5) Utvrđivanje politike kursa dinara i kursa dinara

Narodna banka i vlada obavezne su da sarađuju u utvrđivanju politike kursa dinara.

Ako se u ostvarivanju saradnje na ovom području ne postigne saglasnost, o tome se obaveštava skupština.

Na predlog Narodne banke vlada utvrđuje **kurs dinara.**

(6) Regulisanje likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom

Na osnovu utvrdene devizne politike vlade, a radi održavanja likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom, Narodna banka:

1. Utvrđuje iznos stalnih i tekućih deviznih rezervi za održavanje likvidnosti u međunarodnim plaćanjima i rukuje tim rezervama. Devizne rezerve kojima rukuje Narodna banka obrazuju se kupovinom na deviznom tržištu, iz inostranih finansijskih kredita koje uzima Narodna banka iz deviza kupljenih po osnovu menjačkih poslova, kao i iz drugih sredstava koje Narodna banka ostvari bankarskim poslovanjem.
   Devizne rezerve kojima rukuje Narodna banka čine: potraživanja na računima u inostranstvu Narodne banke, hartije od vrednosti koje glase na strane novčane jedinice kojima raspolaže Narodna banka, kao i monetarno zlato i efektivni strani novac;
2. Odlučuje o korišćenju tekućih deviznih rezervi kojima rukuje Narodna banka i predlaže vladi način korišćenja stalnih deviznih rezervi kojima rukuje Narodna banka;
3. Reguliše obavljanje platnog prometa sa inostranstvom u skladu sa saveznim zakonom i principima bankarskog poslovanja, obavlja platni promet sa inostranstvom i obezbeđuje jedinstvenu primenu kursa dinara;
4. Reguliše uslove i način intervencije Narodne banke na deviznom tržištu;
5. Obezbeđuje sprovođenje platnih i finansijskih sporazuma i ugovora sa inostranstvom koje je zaključila vlada ili Narodna banka;
6. Propisuje ovlašćenim bankama obavezu da, kao minimalnu rezervu, imaju određeni iznos u devizama ili likvidnim deviznim plasmanima na slobodnom raspolaganju kod stranih banaka ili Narodne banke, kao i druge mere;
7. Propisuje druge mere radi sprovođenja devizne politike.

Narodna banka Srbije može se zaduživati u inostranstvu, u svoje ime i za svoj račun, samo radi održavanja likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom.

Narodna banka može se zaduživati u inostranstvu u svoje ime **a** za račun Republike Srbije samo na osnovu posebnog ssvezneg zakona.

Narodna banka propisuje:

1. Mere radi zaštite imovine kojom ona rukuje;
2. Način i uslove konsolidacije spoljnog duga i potraživanja u inostranstvu.

Narodna banka može da izvozi i iznosi u inostranstvo i da uvozi i unosi iz inostranstva monetarno **zlato** u novčanom i neprerađenom obliku.

Radi izvršavanja svojih funkcija, Narodna banka sarađuje sa međunarodnim organizacijama, međunarodnim finansijskim i nacionalnim finansijskim i kreditnim institucijama.

(7) Platni promet u zemlji

Narodna banka, u skladu sa saveznim zakonom, propisuje kriterijume pod kojima nosioci platnog prometa stiču pravo da učestvuju u obavljanju platnog prometa.

Narodna banka vrši kontrolu obavljanja platnog prometa u zemlji, u skladu sa saveznim zakonom.

(8) Izdavanje novčanica i kovanog novca

Novčana jedinica Republike je dinar, koji se deli na 100 para..

Sve obaveze i prava i svi poslovi koji glase na novac, a zaključeni su u Republici između preduzeća, drugih domaćih pravnih lica i građana, izražavaju se u dinarima i izvršavaju sredstvima plaćanja koja glase na dinare, ako saveznim zakenom nije drukčije određeno.

Narodna banka izdaje novčanice i kovani novac, utvrđuje apoene i osnovna obeležja novčanica i kovanog novca.

Narodna banka donosi odluke o puštanju u opticaj i povlačenju iz opticaja novčanica i kovanog novca.

B'anke koje se bave blagajničkim poslovanjem, pošte i druge finansijske organizacije snabdevaju se novčanicama i kovanim novcem kod Narodne banke preko službe platnog prometa i snose troškove tog snabdevanja.

Troškove povlačenja pohabanih novčanica i zamene oštećenih novcanica i kovanog novca snosi Narodna banka.

Odluku o izdavanju npvčanica za vanredne potrebe zemlje nastale usled neposredne ratne op'asnosti. u slučaja ratnog ili vanrednog stanja, donosi Narodna banka.

4. MONETARNA KONTROLA U OSTVARIVANJU MONETARNE POLITIKE I POSLOVANJA BANAKA

Narodna banka vrši kontrolu boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija.

Prvi vršenju kontrole, Narodna banka ima pravo uvida u posiovne knjige i drugu dokumentaciju banaka i drugih finansijskih organizacija, kao i svih učesnika u poslu koji su predmet kontroie.

Ako se kontrolom utvrdi da su banka i druga finansijska organizacija postupile suprotno propisima i merama monetarne politike i na način koji ugrožava njšhov binitet, Narodna banka izdaće nalog banci i drugoj finansijskoj organizaciji da otklone utvrđenu nepravilnost i istovremeno primeniće prema njima mere.

Nalzima zakona Narodna banka obavezuje banku i drugu finansijsku organizaciju da sprovede jednu ili više aktivnosti, i to:

1. Svoje poslovanje uskladi sa propisima;
2. Poveća iznos osnivačkog kapitala, sredstva rezervi i posebne rezerve za obezbeđenje od gubitaka;
3. Privremeno obustavi kreditiranje pojedinih osnivača i komitenata;
4. Obustavi davanje kredita u određenom periodu;
5. Otpiše potraživanja kad se za to steknu zakonom utvrđni uslovi;
6. Obustavi pripis kamata na aktivu određenog stepena naplativosti;
7. Otkloni i dmge nepravilnosti preduzimanjem, odnosno obustavljanjem određenih aktivnosti.

Nalozima banka i dmga finansijska organizacija mogu se obavezati da racionalizuju svoju unutrašnju organizaciju ili smene pojedine rukovodeće radnike. Mere centralne banke mogu biti:

1. Obustavljanje odobravanja i puštanja u tečaj kredita iz primame emisije;
2. Zabrana kupovine i prodaje hartija od vrednosti;
3. Obustava plaćanja sa žiro–računa, izuzev plaćanja po osnovu štednih uioga i tekućih računa građana;
4. Ograničenje obima plasmana;
5. Obustavljanje ili ograničenje plaćanja u inostranstvu, izuzev plaćanja po dospelim inostranim kreditima i konvencijskim obavezama; 6) Ograničenje zaduženja u inostranstvu.

Narodna banka može prema banci i drugoj finansijskoj organizaciji izreću jednu ili više mera u zavisnosti od težine utvrđene nepravilnosti.

Mere se primenjuju prema banci i drugoj finansijskoj organizaciji u trajanju od najmanje 30,a najviše 360 dana od dana dostavljanja rešenja o izricanju mera.

Mere se primenjuju prema banci i drugoj finansijskoj organizaciji u trajanju od 15 dana od dana dostavljanja rcšenja o izricanju mera.

Ako i pored preduzetnih mera banka ili drtiga finansijska organizacija ne izvrši nalog Narodne banke ili se ne pridržava mera koje su prerria ‘njoj izrečene u roku od 180 da.ia od dana dostavljanja rešenja o izricanju mera ponovi istu nepravilnost, Narodna banka hsgastevije će pristupiti naplati svih svojih potraživanja od te banke ili druge finansijske organizacije i doneće rešenje 6 oduzimanju dozvole.za rad bankc ili druge finansijske organizacije, kao i pokrenuti postupak njenog stečaja, odnosno likvidacije.

S E D M I D E O

MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM LIKVIDNOSTI

7

GLAVA PRVA

NOVAC I MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM

1. NOVAC U MEĐUNARODNOM SISTEMU PLAĆANJA

Savremene ekonomije su više ili manje otvorene prema svetskom tržištu (robe, novca, rada i kapitaia). Autarkičnih privreda i privreda dovoljnih samih sebi nema. Komplementarnost i uzajamna povezanost privreda postaju sve veći. Otvorenost privreda nameće i potrebu ovladavanja saznanjima o složenim tokovima novca i kapitala u međunarodnoj ekonomiji, sistemu i instrumentima plaćanja, efektima promena deviznih kurseva, garancijama, promenama kamatnih stopa na finansijskim tržištima, kursnim i valutnim rizicima, inflaciji i dr. Manipulisanje deviznim kursevima, devalvacije i revalvacije nacionalnih valuta, politika izvoza i uvoza roba i kapitala, fundamentalni problemi platnog bilansa, zaduživanje u inostranstvu, efekti upotrebe kapitala i dospeće obaveza (kumuliranje obaveza po dugovima), otežani pristup svetskom tržištu novca i kapitala, velike promene na svetskim finansijskim tržištima i u poslovnoj filozofiji međunarodnih finansijskih institucija – kao imperativ nalažu i potrebu njihovog detaljnog izučavanja. **Finansijski** menadžment postaje jedna od osnovnih funkcija upravljanja preduzećem (kompanijom, korporacijom, firmom) u kreiranju i ostvarivanju politike plasmana i efikasnog korišćenja finansijskog kapitala, posebno kapitala uvoznog porekla.

Upravljanje deviznim kursom, politika precenjenog ili podcenjenog deviznog kursa, savremena konvertibilnost valuta, međunarodno devizno tržište, spekulativno kretanje kapitala, devizna kontrola i upravljanje deviznim transakcijama, ali i povezanost domaćeg i svetskog deviznog tržišta, postali su sastavni deo svake finansijske i razvojne politike preduzeća i države u cebni. Korišćenje instrumenata **plaćanja,** kursni rizik, **odnos rizika, kamate, poreske stope** i **stope inflacije** – postali su nezaobilazna tema svih poslovnih razgovora. Iz navedenih razloga problematika plaćanja, devizni priliv i odliv, raspolaganje devizama, spekulativni odliv i bekstvo kapitala i sl. već niz godina dolaze u središte interesa finansijskih teoretičara i praktičara. Međunarodni finansijski menadžment danas je od životne važnosti za preduzeća, banke i privredu Srbije. Međunarodni finansijski rnenadžment postaje jedan od najvažnijih segmenata moderne finansijske nauke. Ova nauka sadrži u sebi složene fenomene i delovanja deviznog kursa,

međunarodnih plaćanja, devalvacija i revalvacija valuta, deviznu politiku, međunarodni monetarni sistem, međunarodne finansijske institucije i međunarodno finansiranje.

Mehanizam delovanja MMF, Evropski monetarni sistem, evropska novčana jedinica (ECU, EURO), valutni ratovi, ali i sve veća koordinacija makroekonomskih politika niza razvijenih privreda (koje ne samo da treba pratiti, već im se i vrlo brzo prilagođavati), traže potpuno drugačiju filozofiju odnosa sa tim institucijama. Novi evropski monetarni sistem i EURO traže fiskalnu konsolidaciju ovih privreda, budžetsko uravnoteženje, usklađenu platnobilansnu politiku kao i kamatnu i monetarnu politiku i dr., što je veliki izazov i za razvijene privrede bogate kapitalom, dovoljno stabilne i međusobno povezane, a posebno za nerazvijene privrede. Ove privrede oskudevaju u finansijskom kapitalu potrebnom za pokretanje i ubrzavanje ekonomskog rasta, imaju stalni pritisak inflacije, platnobilansni deficit, visoku nezaposlenost i ogromne terete nagomilanih obaveza iz eksternih dugova. Sve to stvara velike dileme u vezi **izbora odgovarajuće strategije razvoja** i **stabilizacije** u uslovima sve većeg pritiska svetskog tržišta novca i kapitala (i svetskih finansijskih institucija). Te duboke promene često se odvijaju ili su praćene velikim potresima na svetskim tržištima, problemom devizne nelikvidnosti, nerazvijenom funkcijom SPV kao međunarodnog medija plaćanja, uz krizu MMFkao svetske monetarne institucije. Svojom ortodoksnom politikom koju upomo provodi preko zahteva za kontrolom i smanjenjem domaće tražnje i potrošnje, devalvaciji valuta, rigoroznom restriktivnom monetarnom politikom i politikom realne kamatne stope i deviznog kursa – kao centralnih instrumenata uravnotežavanja (inteme ekonomije i platnog bilansa) MMF filozofiju razvoja i stabilizacije razvijenih privreda „presađuje" na nerazvijene zemlje.

Problemi eksterne i interne neravnoteže, mehanizam uravnotežavanja platnog bilansa, sistem fmansiranja deficita platnog bilansa, upravljanje inostranim i unutrašnjim dugom u uslovima „platnobilansne barijere", izbijaju svom snagom na površinu u vođenju nacionalne ekonomske politike (rast, stabilnost, zaposlenost, prestrukturisanje, prilagođavanje, privatizacija, ravnoteža platnog bilansa). MMF pri tome preporučuje zemljama članicama da nastave sa konsolidacijom svojih budžeta, uz vođenje srednjoročne fiskalne politike smanjenja javnog duga, smanjenja budžetskog deficita i javnih rashoda (uz veliku reformu penzionih fondova). Bez ograničenja i smanjenja deficita u sektoru javne potrošnje, smatra se, nema zadovoljavajućeg privrednog rasta i porasta zaposlenosti.

Šta privremeno „žrtvovati" od ciljeva razvoja? Kakav kapital koristiti? Pod kojim uslovima? Šta koristiti na svetskom tržištu: novac, finansijski kapital, robni kapital, tehnologiju, infonnacije, direktna ulaganja, prodaju duga za akcionarski kapital i dr.? Da li prihvatiti„diktat" MMF i svetskih kreditora, odnosno vlasnika novca i kapitala? Koja je cena koja se mora platiti u tim odnosima?

Danas se MMF javlja u trostrukoj ulozi: 1) Savetodavca i nadzomika u sprovođenju odgovarajuće stabilizacione makroekonomske politike zemlje članice, posebno kada se javlja kao tražilac sredstava i pomoći od MMF, 2) Glavnog savetnika u pripremi odgovarajućih mera za oživljavanje privrede i prestrukturisanja nacionalnih ekonomija, 3) Osnovnog „katalizatora" u dobijanju sredstava drugih finansijskih institucija i privatnih banaka, koji treba da upali „zeleno svetlo" drugim kreditorima.

Da li je zadominirao svetski novac i kapital nad nacionalnom ekonomijom? Da H su države izgubile svoj suverenitet i „prenele" ga na svetske monetarne i finansijske

institucije? Koliki im je ostao manevarski prostor da se odupru „diktatu" i nametnutoj filozofiji ovih svetskih finansijskih moćnika? Da !i je moguća (i kakva) istinska i duboka reforma svetskog monetarnog i finansijskog sistema i institucija? Kako se u ovom opštem „organizovanom neredu" snaći i voditi sopstvenu dovoljno autentičnu i efikasnu politiku zaduživanja, deviznih rezervi i deviznog kursa, stimuiativnu izvozno–uvoznu politiku i efikasnu monetarnu i fiskalnu politiku (uz kresanje javnih rashoda, smanjenje poreza, uravnoteženje budžeta, uravnoteženje platnog bilansa i privrede u celini)?

Sve su to fundamentaina pitanja koja se nameću svakodnevno i koja se životno tiču svakog subjekta od pojedinca, preko preduzeća (korporacije) do ukupne dčžave i privrede.

Problem novca.ne može apstrahovati prirodu, značaj i cirkulaciju novca u međunarodnom sistemu plaćanja, odnosno njegovu intervalntarnu vrednost. Danas je nemoguće odvojiti njegovo unutrašnje kretanje i kupovnusnagu od međunarodne cirkulacije, jer ne postoji ni jedna privreda dovoljna sama sebi, autarhična i izolovana od svetskog tržišta. Razvijena razmena roba, novca, kapitala i radne snage između raznih zemalja implicira i određene probleme vezane za različitu produktivnost rada, formiranje cena, cena rada, regionalnu podelu sveta i, više ili manje, razvijenu tržišnu politiku, različite ciljeve nacionalnih ekonomskih politika i dr. Pored navedenog, novčani sistem svake zemlje proizvod je njenog konkretnog pravnog poretka i društveno–ekonomskog razvoja. To proizvodi i različite nacionalne novčane jedinice koje cirkulišu unutar nacionalnih granica kao platežno ili prometno sredstvo. Ovakva nacionalna različitost novčanih sistema dovela je i do različitih nacionalnih jedinica (dolar, funta, lira, marka, dinar i dr.), ali koje prestaju fungirati kao novac izvan granica dotične zemlje. U omogućavanju međunarodnih plaćanja, novac mora prevazići te uske nacionalne okvire. „Izlazeći iz unutrašnje prometne oblasti, novac skida sa sebe lokalne oblike koje je u njoj imao: oblike merila cena, monete, sitnog novca i znaka vrednosti i vraća se u prvobitni polužni oblik plemenitog metala.[331]

Razvoj nacionalnih privreda i širenje međunarodnih tržišta i razmene pokazalo je da je nemoguće regulisati plaćanje u zemlji i međunarodnim odnosima punovrednim zlatnim novcem, čime umesto, ili pored, zlata funkciju sredstva plaćanja i prometa preuzimaju određena inostrana sredstva plaćanja.

Upravo ta činjenica da se u međunarodnim ekonomskim odnosima javljaju dva različita partnera, s različitim nacionalnim novčanim jedinicama, stvara problem – u kojoj nacionalnoj valuti će se izvršiti plaćanje. Izvoznik obično traži naplatu, bilo u svojoj nacionalnoj valuti, bilo u nekoj dmgoj za koju pokaže interes, zbog eventualnih svojih obaveza prema nekoj trećoj zemlji, bilo u zlatn. Kupac obično raspolaže svojom nacionalnom valutom, što znači da bi došao do tražene valute – mora izvršiti proces konverzije svoje valute u traženu valutu. Uvoznik ili kupac mora se prethodno pojaviti na deviznom tržištu na kome će za svoj nacionalni novac nabaviti potrebna sredstva plaćanja, da bi se zatim mogao pojaviti na inostranom tržištu roba ili usluga. Raspolaganje međunarodnim sredstvom plaćanja, ako se apstrahuje zlato koje je do 1976. godine služilo uglavnom kao rezerva likvidnosti, odnosno podloga nacionalnom novcu u međunarodnim plaćanjima, pretpostavka je da se može vršiti međunarodna razmena jedne zemlje s više dragih zemalja.

Normalni put dolaženja do međunarodnih sredstava plaćanja je pretvaranje ili konverzija nacionalne valute u inostranu valutu. U tom odnosu strani novac je roba,

[331] K. Marks: Kapital, *I,* str. 101.

ali „roba sui generis", dok je domaći novac zadržao karakteristike novca u kojem se izražava cena te specifične robe, strane valute. Da bi se mogla izvršiti kupovina, odnosno prodaja stranih sredstava plaćanja, potrebno je prethodno utvrditi odnos po kojem će se vršiti razmena, konverzija. Utvrditi odnos između dve valute znači utvrditi njihov intervalutami kurs, njihovu intervalutamu vrednost. Devizni kurs stoga predstavlja vrednost nacionalne novčane jedinice izraženu u stranom novcu, odnosno vrednost stranog novca izraženu u određenom broju jedinica domaćeg novca.[332]

Broj koji kaže koliko se strane valute može kupiti za jedinicu domaće – je kupovna moć domaćeg novca u odnosu na inostranu valutu.

Kupovna moć domaćeg novca u zemlji ne mora se poklapati s kupovnom moći strane valute. To je gotovo pravilo. Zbog toga se i razlikuju dve vrednosti novca.

1. Unutrašnja vrednost ili kupovna snaga i
2. Intervalutarna vrednost ili devizni kurs.

Intervalutama vrednost, koja nas ovde posebno interesuje, nije „ništa drugo nego cena koja se plać'a u inostranstvu u stranom novcu za njegovu funkciju u njegovom domaćem tržištu".[333]

Devizni kurs je, dakle, cena strane valute izražena u domaćem novcu, odnosno cena domaćeg novca izražena u stranoj valuti.

Kao cena valute devizni kurs je podložan promenama. Ove promene će zavisiti od veličine promena vrednosti domaćeg novca i vrednosti stranog novca, ali i od odnosa ponude i tražnje deviza na ovom specifičnom deviznom tržištu.

Problem forrniranja deviznih kurseva čini se dosta jednostavan, kao i sistem plaćanja, mada u osnovi to predstavlja dosta složene odnose. Međunarodni platni mehanizam ne razlikuje se mnogo od metoda i sistema plaćanja koji se vrši u domaćem platnom prometu. Te sličnosti i razlike najbolje ćemo uočiti na jednom primeru.

Uzmimo da uvoznik iz zemlje A duguje za uvezenu robu određen iznos izvozniku iz zemlje B. Plaćanje počinje na način da uvoznik daje nalog svojoj banci da s njegovog računa plati izvozniku u zemlju B dugovani iznos u nacionalnoj valuti – čime podmiruje obavezu. Banka konvertira dug **u** valutu zemlje poverioca i vrši plaćanje **u** devizi (jer valuta zemlje A nije zakonsko sredstvo plaćanja u zemlji B), tako da je poverilac namiren. Izvoznik prodaje devizu zemlje A banci u svojoj zemlji, koja ih kasnije prodaje uvoznicima za uvezenu robu iz zemlje A i – krug se zatvara. Dužnici placaju đugove **u** valuti svoje zemlje koja je unutar nacionalnih granica,[334] a verovnici naplaćuju svoja potraživanja preko banaka u svojoj zemlji u valuti svoje zemlje, nacionalne valute ostaju unutar granica nacionalnog monetarnog sistema. Razlika u odnosu na domaći sistem plaćanja je u tome, što se valuta mora pretvarati (konvertovati) preko kupovine na deviznom tržištu u stranu valutu, po određenom kursu, čega u domaćem prometu nema – tu je novac definitivno sredstvo plaćanja.

---

332 U ranijoj litcraturi dcvizni kurs se nazi vao i menični kurs. Ovaj izraz upotrebljava i K. Marks u svojim radovima, sto je normalno, jer su medunarodna plaćanja vrSena uglavnom menicom. Menica je blia osnovni oblik devize, a lo je i danas ostala u medunarodnim ekonomskim odnosima, kao najrazvijeniji kreditni instrument.

333 Dr J. Tomasevie, Novac i kredit, Zagreb, 1938, sir. 428.

334 Valuta se jedrtostavno ne ukrca na kola da bi se izvezla i tako podmirila obaveza prema inostranstvu. „Novac koji u nekoj zemlji cirkulise nije prenosiv tovar koji se može prosto staviti na kola i poslati preko granica, vcć pravo na nabavljanje proizvoda dotične zemlje koje se mora izvršiti da bi imalo neku vrednost. Zemlja koja plaća drugoj zemlji mora istovremeno s novcem da spremi i odgovarajuću količinu dobara, kako bi se moglo ostvariti pravo utelovljeno u dotičnoj sumi novca. Stogase svako međunarodno plaćanje svodi na odgovarajuće kretanje robe i usluga i samo u tom obliku... je novčano plaćanje iz zemlje uopšte moguće" (dr V. Meichsner; Spoljna monetarna stabilnost i ncstabilnost, Skoplje, 1962, str. 5).

Da **bi se** konverzija (transfer) mogao izvršiti, neophodno je da u određenoj zemlji postoji određena količina stranih sredstava plaćanja koja se mogu kupiti za **domaći novac.**

2. DEVIZA I VALUTA

Raspolažući stranim sredstvim aplaćanja, u stvari, se raspolaže pravom na adekvatni deo društvenog proizvoda zemlje čijom se devizom raspolaže. Kod plaćanja unutar jedne privrede, ta plaćanja ne utiču na privredu kao celinu. Nacionalni dohodak se stvara, raspodeljuje i troši unutar privrede, dok je kod međunarodnih plaćanja taj proces proširen van granica zemlje. U međunarodnom plaćanju, i kada se plaćanje vrši u domaćoj valuti ili u stranoj, uvek se radi o prenošenju dela nacionalnog dohotka u inostranstvo. Ako se vrši naplata potraživanja, vrši se uvoz dela društvenog proizvoda iz jedne zemlje u drugu nacionalnu privredu.

U međunarodnim plmaćanjima uvek se iza deviza krije obaveza prenosa dela društvenog proizvoda u inostranstvo. Jer, deviza je uputnica na određeni deo društvenog proizvoda zemlje koja je devizu izdala. Domaći novac, stavljen na raspolaganje inostranstvu, uvek će se konačno realizovati izvozom robe ili usluga iz zemlje koja je izdala novac. Čak i u uslovima kada se roba uvozi na kredit, konačno pri dospeću obaveze plaćanja mora se izvršiti izvoz, da bi se došlo do potrebnih sredstava kojima će se izvršiti podmirenje duga. Razlika od normalnog uvoza robe i usluga je u tome što pri takvom uvozu treba prethodno izvesti – da bi se preko ostvarenih deviza mogao platiti potreban uvoz. Ovde je izvoz prethodio uvozu, dok kod zaduživanja uvoz prethodi izvozu.

Ako se plaćanje ne vrši u domaćoj, već u stranoj valuti, ne nastaje potraživanje inostranstva prema delu domaćeg društvenog proizvoda, već dolazi do gašenja ili smanjenja prava – da preko raspoloživih stranih sredstava plaćanja ostvari uvoz dela stranog društvenog proizvoda, bez potreba za ostvarivanje izvoza (devize potiču od ranije ostvarenog izvoza ili drugih oblika pribavljanja stranih sredstava plaćanja).

Prema tome, svako plaćanje prema inostranstvu znači postojanje obaveze ustupanja inostranstvu jednog dela društvenog proizvoda, kada se plaćanje vrši u domaćoj valuti, ili gašenje prava na deo stranog društvenog proizvoda, kada se plaćanje vrši u stranoj valuti. „Plaćanje iz zemlje u zemlju konačno se obavlja samo izvozom materijalnih dobara i usluga, dakle neutralno.”[335]

[335] Dr V. Meichsner, op. cit., str. 5: videti i dr M. Trifunović: Tcorija i praksa sistcma dcviznih kurseva, Ekonomska politika, Beograd, 1971, str. 9–20.

3. TEORIJA I POLITIKA DEVIZNOG KURSA

1) TEORIJSKE OSNOVE DEVIZNOG KURSA

Devizni kurs je cena domaćeg novca, izražena u stranom novcu, ili cena stranog novca – izražena u domaćem novcu. Novac, koji je predmet kupovine i čija se cena izražava u jedinicama stranog novca, postaje roba sui generis. Valutni kurs pokazuje koliki se broj novčanih jedinica jedne zemlje zamenjuje za određeni broj novčanih jedinica druge zernlje. Danas se obično radi o kupovini i prodaji deviza,[336] a izuzetno valuta. Ta cena, videli smo, zavisi od vrednosti domaćeg novca, vrednosti inostranog novca i njihove međusobne relacije. To znači da devizni kurs zavisi od formiranja ponude i tražnje deviza na deviznom tržištu, iz čega sledi – da se devizni kursevi ne moraju poklapati s njihovim monetarnim paritetom. U doba zlatnog standarda, vrednost domaćeg novca (vezana za zlato) bila je u osnovi determinanta deviznog kursa. U vreme zlatnog standarda, utvrđivanje i promene deviznog kursa bitno se razlikovalo od njegovog formiranja danas. Intervalutarna vrednost novca objektivno je bila određena količinom zlata, koju je sadržavala, odnosno predstavljana svaka nacionalna novčana jedinica. Odnos vrednosti dveju valuta bio je određen odnosom količine zlata, odnosno odnosom kovničke stope. To je poznati intervalutami zlatni paritet. Ako je, na primer, kovnička stopa valute A bila 100, a valute **B** 200 (npr. iz jednog kilograma zlata moglo se iskovati 100 jedinica valute A i 200 jedinica valute **B),** kada stavimo u odnos te dve stope – dobićemo kvantitativni izraz koji pokazuje zlatni paritet te dve valute. To znači da će dve jedinice valute **B** isto toliko vredeti kao jedna jedinica valute A, s obzirom da sadrže istu količinu zlata.

Međusobni odnos kovrličkih stopa bio je osnovni element u utvrđivanju intervalutame vrednosti novca, odnosno u utvrđivanju deviznog kursa.

U vreme papirnog novca, kada se umesto zlatnog novca u prometu pojavio novac bez svoje unutrašnje materijalne vrednosti (a u međunarodnom plaćanju kreditni novac), problem konverzije valute i određivanje deviznog kursa postaje daleko složenije i odgovornije pitanje. O nekom automatizmu ne može biti ni govora. Teorijski ne postoje granice do kojih devizni Jeurs može da raste, odnosno pada, s obzirom na to da on sađa u osnovi zavisi od ponude i'tražnje deviza. Odnosi ponude i tražnje određuju i ponašanje deviznog kursa. U slučaju veće ponude stranog novca, deviznikurs pada. Pad deviznog kursa povlači za sobom veći uvoz, a to vodi većoj tražnji deviza, te devizni kurs počinje rasti. I obrnuto, kada kurs strane valute raste, pada tražnja, jer dolazi do pada uvoza. To znači da i ponašanje ponude i tražnje zavise 6d promene deviznog kursa. Devizni kurs dobija ulogu, kaQ i cena svake robe, da izravna ponudu i tražnju deviza na tržištu. Istina, ponuda i tražnja deviza mogu autonomno da se ponašaju, bez obzira na promene kursa. U slučaju dospeća obaveze prema. inostranstvu, javlja se potreba za deviznim

[336] Deviza je svako kratkoročno potraživanje na inostranu valutu, bez obzira na oblik raspolaganja tom valutom: menica, £ek, devizna doznaka, akreditiv, kreditno *pismo i* dr.

sredstvima – raste tražnja deviza. "Veća tražnja nije posledica padanja deviznog kursa, već naprotiv ona dovodi do rasta devjznog kursa.[337]

Devizni kursevi papirnih valuta podvrgnuti su najvećim fluktuacijama, budući da ne postoji nikakav autorriatizam koji bi održavao devizne kurseve oko njihovog zlatnog pariteta, za koji je ova valuta bila donedavno (1976.) još samo .formalno vezana. Istina, postojao je sve do 1976. godine mali broj zemalja koje nisu odredile paritet svoje valute u zlatu, ali je to danas izričito zabranjeno. Neke zemlje dugi period, iz određenihVazloga, nisu menjale svoj.zlatni paritet, mada je on značajno odstupao od zvaničnog deviznog kursa i to pocTdelovanjem brojnih unutrašnjih i spoljnih faktora u ekonomskom razvoju.

Sve. ovo što srho do sada naveli pretpostavlja fomliranje deviznih kurseva na slobodnom deviznom tržištu, zatim postojanje službenog kursa valuta i prisustvo danas sve razvijenijih oblika deviznih i trgovinskih ograničenja. Međutim, danas postoje manipulisani devizni kursevi, kao što postoji i manipulišani domaći novac, pa devizni Icurs postaje isključivosredstvo određenih ciljeva ekonomske politike, u okolnostima postojanja brojnih deviznih i trgovinskih ograničenja, monopola, interesnih sfera i dr. Od napuštanja, odnosno sloma, zlatnog važenja, priroda formiranja i funkcija deviznog kursa potpuno se razlikuje od njegove prirode u zlatnom standardu. Stoga je neophodno da problem deviznog kursa podelimo na dve etape:

1. Formiranje i priroda deviznog kursa u doba zlainog standarda, i
2. Formiranje **i** priroda deviznog kursa posle ukidanja zlatnog standarda.

2) TEORIJA PLATNOG BILANSA DEVIZNOG KURSA

Sistem formiranja deviznih kurseva i problem promena intervalutarne vrednosti novca oduvek su bile predmet posebnog interesa ekonomista. U tom pogledu ne postoje jedinstvena gledišta. Uglavnom su se diferencirale dve teorije:

1. Teorija platnog bilansa i
2. Teorija inflacije ili pariteta kupovnih snaga.

Teorija platnog bilansa formiranja i promena deviznog kursa objašnjava se isključivo pozitivnim ili negativnim stanjem platnog bilansa.

„Prema platnobilansnoj teoriji deviznih kurseva, devizni kurs zavisi od stanja tekućeg platnog bilansa. Ukoliko nacionalna privreda ima suficit (pozitivan platni bilans), onda to znači da je izvoz veći od uvoza, odnosno da je devizni priliv veći od deviznog odliva. Zahvaljujući tome, ponuda deviza nadmašuje potražnju i nacionalna valuta pokazuje tendenciju jačanja, tendenciju ka apresijaciji. Opet, ukoliko se radi o deficitu platnog bilansa, onda je devizni odliv veći od deviznog praliva i dolazi do depresijacije vrednosti nacionalne valute i relativnog porasta deviznog kursa strane valute. U skladu sa platnobilansnom teorijom deviznog kursa razvio se i pojam kursa ravnoteže. Kurs ravnoteže bi predstavljao takav nivo deviznog kursa koji održava platni bilans u ravnoteži na srednji rok uz stabilne ekonomske uslove u zemlji. Pod stabilnim ekonomskim uslovima u zemlji podrazumevamo takvu privrednu situaciju koju karakteriše odsustvo nezaposlenosti i inflacije. Kurs ravnoteže održava **nivo** monetarnih **rezervi** nacionalne

[337] Promene cena u zemlji primarno deluju na Iražnju devize preko „pritiska" na uvoz i porast tražnje strane robe. Isto tako, na ponajanje tražnje neke valute može značajno delovati i promena kurseva drugih vahua, što je upravo danas slučaj, a usko je vezano za međunarodne valutne probleme. Pnd kursa dolara može dovesti do pritiska na marku i povećanje njenog kursa i dr.

privrede na duži rok neizmenjenim, mada se mogu tolerisati kratkoročne, mesečne oscilacije u nivou monetarnih rezervi. Dakle, bitna karakteristika ravnotežnog deviznog kursa je da on održava internu i eksternu ravnotežu nacionalne ekonomije bez primene uvoznih restrukcija ili devizne kontrole.

Budući da realan devizni kurs, odnosno kurs ravnoteže odražava ravnotežno stanje platnog bilansa, to onda pretpostavlja da ravnotežni kurs podrazumeva i ravnotežu tekućeg platnog bilansa. U skladu s tim pojava neravnoteže platnog bilansa upućivala bi na konstataciju da postojeći devizni kurs nije kurs ravnoteže, te da bi neki drugi nivo deviznog kursa bio kurs ravnoteže."[338]

Devizni kurs jedne valute formira se na nivou – na kome se uravnotežava ponuda i tražnja određenih valuta. To drugim rečima znači da devizni kurs zavisi od stanja platnog bilansa određene zemlje.[339] Ako jedna zemlja ima **suficit** u plaćanjima sa inostranstvom, onda će devizni kurs te valute rasti, odnosno devizni kurs stranog novca će pasti. Suprotno navedenom, ako zemlja ima **deficit** u plaćanjima s inostranstvom u određenom periodu, devizni kurs te valute će padati, dok će devizni kursevi stranih valuta rasti. Pogoršavanje platnog bilansa, znači, vodi smanjenju intervalutame vrednosti te valute, odnosno porastu deviznog kursa ostalih valuta.

Porast deviznog kursa stranih valuta dovodi do porasta cena uvozne robe. Kako ne dolazi i do automatskog poras'ta cena u zemlji, paralelno s p.ovećanjem deviznog kursa stranih valuta, cene domaćoj robi relativno opadaju (obračunate u stranoj valuti), što vodi stimulaciji izvoza. S druge strane, opada uvoz; jer cene strane robe, zbog pada kursa domaće valute, adekvatno rastu. Porast izvoza i pad uvoza dovodi, konačno, do miravnoiežavaliija platnog bilansa.

Teorija platnog bilansa odgovarala bi liberalističkoj epohi razvoja kapitalizma, ali ne više i savremenim uslovima vrlo složenih međunarodnih ekonomskih odnosa i razvoja. Ova teorija je stoga neprihvatljiva iz aspekta savremenih međunarodnih ekonomskih i platnih odnosa, jer zanemaruje celi niz dmgih faktora, a naročito međusobni uticaj unutrašnje I spoljne vrednosti novca. Istina, mora se priznati suficit, odnosno deficit platnog bilansa, deluje na devizni kurs, međutim, to je samo jedan od velikog broja različitih faktora, koji deluju na formiranje deviznog kursa.

Osnovna slabost ove vuigarne teorije određivanja deviznog kursa, preko stanja platnog bilansa, je u preterano pojednostavljenom tumačenju efekata platnog bilansa, odnosno deficita i suficita platnog bilansa na visinu cena u zemlji i inostranstvu, koje nastaju uglavnom kao posledica uvoza i izvoza, tj. njihovog delovanja na devizni kurs.[340]

Ako bi se praktično pokušala primeniti ova teorija, onda bi se to delimično uspelo kod razvijenih zemalja, s relativno stabilnim cenama, uravnoteženom ekonomskom strukturom i platnim bilansom, ali ne i kod zemalja u razvoju. Velike i značajne disproporcije u razvoju i potrebe ubrzanog razvoja, s visokim uvozom i nedovoljne izvozne mogućnosti, čine ih gotovo „neosetljivim" na promene deviznog kursa, a pored toga nisu podređeni ni politici ravnoteže u platnom bilansu.

---

338 Dr Dragoljub Stojanov: Međunarodnefinansije, Sarajevo, 1981.

339 Dr M. Cirović: op. cit., str. 155.

340 OgraniČenjima u spoljnoj trgovini, đeviznim režimom i uopšte intervencionizmom u privredi moguće je postići ravnotežu u platnom bilansu (zabranom uvoza, stimulisanjem izvoza i dr.), a da to nema' odraza na jačanje intervalutarne vrednosti novca. Isto tako, nije isključeno, da suficit deluje inflaciono na domaće tržište. da obara kupovnu snagu novca, a time i devizni kurs.

Ponašanje i struktura izvoza i uvoza uglavnom zavise od strukturnih odnosa u privredi zemlje i ekonomskoj politici koja se sprovodi. Kod nedovoljno razvijenih zemalja, koje ulažu napore za osiguranje visoke stope privrednog rasta i koje sprovode odgovarajuću politiku u tom smislu, porast deviznog kursa strane valute (kao rezultat naraslog deficita platnog bilansa), ne vodi uravnoteženju, već deluje na ubrzanje rasta cena i infiacije, a ovo pak svojim delovanjem na rast domaće potrošnje i enormni rast uvoza – što sve vodi ka povećanju deficita do.njegovih krajnjih granica.[341]

Tekući platni bilans nije jedina i isključiva determinanta deviznog kursa nacionalne valute. Prema tome, ako stanje u platnom bilansu prihvatimo kao jedan od brojnih faktora, čije se delovanje može odraziti na formiranje i promene deviznog kursa, kao i na kupovnu snagu na domaćem tržištu, mora se podvući da oni znatnije zavise od delovanja ostalih faktora. Pre svega, tu se ima u vidu prlvredna struktura i metod razvoja zemlje, stepen stabilnosti privrede, produktivnost rada, organizacija i tehnologija, kao i niz ekonomsko–političkih mera tekuće ekohomske politike. Teorija platnog bilansa uopšte ne uzima u obzir ove bitne faktore ekonomskog razvoja i stabilnosti privrede.

U ovu grupu danas se mogu uvrstiti i predstavnici neokvantitativne teorije novca, koji se zalažu za slobodno fluktuirajuće kurseve, kurseve koji bi bili rezultat platno–bilansne situacije, ali koji bi svojim promenama delovali i na uspostavljanje ravnotežnih odnosa u njoj. Devizni kurs zemlje, s deficitom platnog bilansa pada, a to dovodi do snižavanja izvoznih i povećanja uvoznih cena. Dakle, sada će porast izvoza i smanjenje uvoza, voditi smanjenju i eventualno otklanjanju deficita platnog bilansa.

Suprotan proces će se dešavati kod zemlje sa suficitom platnog bilansa. Naravno, sve to u uslovima potpunog liberalizma u domaćoj i svetskoj privredi, što danas više nigde ne postoji.

3) TEORIJA PARITETA KUPOVNIH SNAGA

(1) Teorija pariteta ili inflacije

Teorija pariteta kupovne snage, ili inflacionistička teorija deviznog kursa, zauzima gledište koje je suprotno prethodnoj teoriji. Ova teorija zasniva se na kvantitativnoj teoriji novca, a koren vuče od D. Rikarda i Henry Thomtona. Polazilo se od pretpostavke da porast količine novca u opticaju, uzrokuje isto toliko njegovo obezvređivanje,[342] odnosno adekvatan pad deviznog kursa na deviznom tržištu. U svom početku ova teorija polazi od inflacije kao osnovnog uzroka pada kursa domaće valute, zbog čega je i nazvana teorijom inflacije deviznog kursa.[343]

Suština teorije inflacije deviznog kursa je u tome da povećana količina novca u opticaju dovodi do porasta deviznog kursa, odnosno pada intervalutame vrednosti novca zemije u kojoj se razvila inflacija. Teoriju pariteta kupovne snage posebno je razvio švedski profesor Gustav Cassel.[344]

---

[341] Dr S. Komazec: op. cit., str. 5–7.

[342] Dr V. metchnen Op. cit., str. 60.

[343] D. Rikardo je prvi formulisao ovu teoriju, istakavši da je „devizni kurs tarino merilo obezvjedenja novca", Slo je kasnije Gustav Cassel prihvatio i posebao razradio posle prvog svetskog rata, dajući joj, istovremeno, prikladnije ime – tcorija paritcta kupovnih snaga.

[344] Gustav Cassel: Das Gddprobkm der Welt, MOnchen, 1923.

Teorija pariteta kupovnih snaga data je u dve varijante: (I) Statičkoj i (2) Dinamičkoj.

Statička varijanta teorije pariteta kupovne snage objašnjava devizni kurs dvaju valuta relativnim odnosima kupovnih snaga dvaju valuta.[345] Devizni kurs rezultat je, dakle, odnosa kupovnih snaga dvaju valuta ili odnosa cena na domaćem i međunarodnom tržištu. Da bi se dobio devizni kurs neke valute, jednostavno se upoređuju cene tih zemalja, i to opšti nivo cena:

$$D_k = \frac{CA}{CB}$$

Dk u ovom je slučaju odnos koji pokazuje koliko je potrebno dati novčanih jedinica zemlje A za jednu novčanu jedinicu zemlje B. Ako je odnos cena $100\frac{A}{50B}$, devizni kurs je formiran u odnosu 1B = 2A, a to znači da je kupovna snaga novca zemlje B dvostmko veća od kupovne snage novca zemlje A.

Ako dođe do inflacije i pomeranja cena u ovim zemljama, novi devizni kurs če se izračunati na bazi jednostavne Casselove formule:

$$DK_1 = Dk_0 \frac{CA}{CB}$$

Stari kurs (Dk_0) množi se odnosom **stepena inflacije** (indeksima cena) u dve posmatrane zemlje. Ako je indeks cena zemlje A povećan na 200, a kod zemlje B na 300, novi devizni kurs zemlje B iznosiće:

$$DK_1 = 2 \cdot \frac{200}{300} \text{ a to iznosi } 1.3$$

Sada se daje 0,7 manje jedinica zemlje A za jedinicu zemlje B, s obzirom da je stepen inflacije u zemlji B bio daleko veći.

Statička varijanta teorije pariteta kupovnih snaga deluje dosta ubedljivo i privlačno, jer je logički dosta povezana. Međutim, kasnija teorijska razmatranja u vezi s teorijom kupovnih snaga pokazala su dosta slabosti ove teorije.[346] Tako se shvatilo, pre svega, da postoji više faktora koji deluju na formiranje deviznog kursa, među kojima je promena cena samo jedan od njih. Postojanje i delovanje više drugih faktora dovodi do odstupanja pariteta kupovnih snaga od deviznog kursa, odnosno do dinamičke varijante ove teorije.

Dinamička varijanta teorije pariteta kupovnih snaga, svesna slabosti statičkog pristupa, nastoji otkloniti ove nedostatke. Mada svi predstavnici dinamičke varijante nastoje u osnovi zadržati teoriju pariteta kupovnih snaga, napori se uglavnom svode na bolju formulaciju i otklanjanje uočenih slabosti statičke varijante.

Ako pođemo od pretpostavke da se devizni kurs između funte i dolara formirao na nivou 2,80 dolara za funtu sterlinga, dinamička varijanta priznaje da ovaj paritet ne

[345] DrM.Ćirović: op. cit.. str. 157. Vidcti Sreu knjizi drS. Komazec: MoDctarna i finansHska eiumomlia, 1988. str. I8.V254.

[346] Dr M. Ćirović': op. cit,, str. 159.

može biti rezultat pariteta kupovnih snaga,[347] znači ne polazi se od pretpostavke da se na američkom tržištu za 2,80 dolara može kupiti robe kao na britanskom za jednu funtu. Strani paritet kupovne snage može biti različit od utvrđenog deviznog kursa. Ovo je posledica delovanja brojnih faktora, pored delovanja promena cena.

Ako pretpostavimo da u SAD i Engleskoj dođe do inflacije, pri čemu rast cena u SAD iznosi 200%, a kod Engleske 400%, cene u SAD su se udvostručile, a u Engleskoj su četiri puta više. Uz pretpostavku da su svi dmgi faktori ostali nepromenjeni, promene nivoa cena delovaće na formiranje deviznog kursa.

Paritet kupovne snage pomeren je na štetu engleske funte. Funta vredi samo polovinu ranije vrednosti, dok dolar ima dvostruko veću vrednost nego što je ranije imao u odnosu prema funti. I teoriji pariteta kupovnih snaga može se uputiti prigovor, kao i kod primitivnih oblika ove teorije (inflacionističke teorije).[348]

Teorija pariteta kupovnih snaga dosta je jednostrana i simplifikovano prilazi analizi promena deviznog kursa, odnosno intervalutame vrednosti novca u uslovima savremenog papirnog novca, odnosno depozitnog novca.

Kupovna snaga novca, prema ovoj teoriji, rezultat je odnosa i promena opšteg nivoa cena među pojedinim zemljama, što znači da ne uzima u obzir i druge brojne faktore koji imaju neposredno delovanje na formiranje deviznog kursa. Ovde ćemo istaknuti samo neke od važnijih.

U razvijenim privredama, **s** razvijenim tržištem novca i kapitala, valutni kurs je često pod osnovnim delovanjem razlika i promena u kamatnim stopama u različitim privredama, promenama u oporezivanju ili olakšicama u korišćenju' kapitala, kontroli deviznog priliva ili odliva, promenama u očekivanjima u odnosu na ponašanje deviznog kursa – što sve može da dovede do velikih kratkoročnih promena deviznog kursa, čak i kada je stopa inflacije umerena.

Očekivanja promena deviznog kursa, mada se ne mogu kvantifikovati, uočiti 'i diferencirati, najuže su vezana za monetarnu i fiskalnu politiku zemlje, situaciju unutar privrednog ciklusa, konkurentnu poziciju privrede na svetskom tržištu, intervencije države na deviznom tržištu, pa i same promene deviznih kurseva.

(2) Odstupanje deviznog kursa od pariteta kupovnih snaga

Ukazujući na faktore koji dovode do odstupanja deviznog kursa od pariteta kupovnih snaga, istovremeno se ukazuje i na elemente koji pokazuju da teorija pariteta kuppvnih snaga nije u potpunosti tačna. Faktori i argumenti odnose se uglavnom na statičku varijantu teorije pariteta kupovnih snaga.[349] Međutim, ovi se faktori velikim delom odnose i na dinamičku koncepciju ove teorije. O kojim se faktorima, osim faktora cena, radi:

1. Celokupna robna proizvodnja jedne privrede sastoji se od robe koja je sposobna da postane predmet međunarodne razmene, a, s druge strane, od robe namenjene isključivo za domaće tržište. Kupovna snaga novca utvrđuje se na bazi cena svih roba, bez obzira da li će robe biti predmet međunarodne razmene ili ne. „Međutim, na devizni kurs mogu delovati cene samo onih roba i usluga koje dolaze u obzir za međunarodni promet. Na primer, visina stanarina utiče na kupovnu snagu novca, ali ne utiče na devizni kurs."

[347] Ibidem.str. 159.
[348] Dr S. Komazec: op. cit.. str. 183.
[349] Dr M. Cirovic: op. cit., str. 160.

2. Povećanje proizvodnje i nacionalnog dohotka u jednoj zemlji i inpstranstvu ne mora biti istog tempa. Ako nacionalni dohodak u jednoj zemlji raste brže od dohotka u inostranstvu, domaći uvoz iz inostranstva rašće brže od porasta uvoza inostranstva iz date zemlje. I obmuto.
3. Na kretanje deviznog kursa deluje u smislu povećanja svetske tražnje. Ove strukturne promene deluju u smislu povećanja deviznog kursa onih zemalja koje su se specijalizovale u proizvodnji i izvozu proizvoda "za koje postoji tendencija rasta tražnje na svetskom tržištu. I obmuto, struktume promene vode smanjenju deviznog kursa onih zemalja koje se koncentrišu na proizvodnju i izvoz onih proizvoda za kojima tražnja na svetskom tržištu raste sporo ili opada.
4. Plaćanja po finansijskom osnovu, takođe, deluju na formiranje deviznog kursa. Radi se, pre svega, o kretanju međunarodnog kapitala i zajmova.
5. Psihološki faktor često igra značajnu ulogu u formiranju deviznog kursa. Ako je poljuljano poverenje u određenu valutu, to deluje kao dopunski faktor daljeg obezvređjvanja te valute.
6. Državna intervencija na deviznom planu se ispoljava' u obliku indirektne i dliektne intervencije. Indirektna postoji onda kada država svojim sredstvima deluje na formiranje ponude i tražnje sredstava na deviznom tržištu, čime deluje i na visinu deviznog kursa.

Dfžava može, pored navedenog, preko uvoznih ograničenja da eliminiše jedan deo uvozne tražnje, te time smanjuje domaću tražnju za stranim novcem, a to deluje na povećanje deviznog kursa domaće valute.[350] Država može i direktoim putem da reguliše visinu deviznog kursa, utvrđujući ga na veštački niskom ili previše visokom nivou, što zavisi od politike razvoja i politike platnog bilansa koju određena zemlja sprovodi u određenom periodu.

(3) Nedostaci i slabosti teorije pariteta kupovnih snaga

Iz navedenog proizlazi da devizni kurs nije i ne mora biti usklađen s paritetom kupovnih snaga pojedinih nacionalnih valuta. Teorija pariteta kupovnih snaga zbog navedenog razloga ostavlja dosta prostora za osporavanje njene naučne osnove.

Ova teorija objašnjava samo jednu uzročnu povezanost dve veličine u sistemu formiranja deviznih kurseva, dakle promene cena koje dovode do promene deviznog kursa, što je svakako jedan od značajnih faktora.

„Ukoliko bi se želela konstruisati generalna teorija deviznog kursa, oknda bi ona bila u obliku modela u kojem bi promene nivoa cena predstavljale samo jednu nezavisnu varijablu koja deluje na formiranje deviznog kursa.[351]

Bez obzira na mogućnost da se stvore složeniji modeli, s brojnim faktorima u formiranju deviznog kursa, ostaje činjenica da promene i visina nivoa cena ostaju kao osnovni faktor koji deluje na formiranje deviznog kursa.

Pronalazeći i uspostavljajući vezu između kretanje unutrašnje i spoljne vrednosti novca, teorija pariteta kupovnih snaga ima trajnu teorijsku vrednost na tom području.

---

[350] Na isti način deluju i propisi o ograničavanju iznošenja domaće valute u inostranstvo, jer se preko smanjene ponude domaćeg novca na stranim deviznim trćištima sprečava pad ili čak povećava devizni kurs domaće valute

[351] Dr S. Komazec: Monctarna ekonomija... str. 49.

Najveća pomeranja deviznih kurseva do sada (posebno posle ratova ili velikih inflacija) mogu se najbolje objasniti preko teorije pariteta kupovnih snaga. To znači da se promene deviznog kursa objašnjavaju promenama relativnih odnosa cena u pojedinim nacionalnim monetarnim sistemima. Teorija pariteta kupovnih snaga nije u stanju da u dovoljnoj meri objasni manje promene deviznih kurseva, koje nastaju u mimodopskim i relativno stabilnim uslovima, zbog čega je i nepotpuna i daleko od toga da bude generalna.

Sve promene deviznih kurseva, posebno u savremenim uslovima svetske privrede, teorija pariteta kupovnih snaga nije u mogućnosti da objasni samo relativnim promenama nivoa cena u pojedinim zemljama, jer je to bio i ostao samo jedan od faktora u formiranju deviznih kurseva. Brojne promene u strukturi tražnje, strukturi ponude, troškovima proizvodnje, orijentaciji svetske privrede na pojedine zemlje i proizvode, zaštitne mere i brojni dmgi faktori – ostaju van ove teorije.

4) MONETARNA TEORIJA DEVIZNOG KURSA

Savremeni model mohetarističkog pristupa formiranja deviznog kursa zasniva se na „globalnom monetarizmu".[352] Nivo cena u nacionalnoj privredi, deviznog kursa, zavisi od odnosa ponude i tražnje novca, odnosno stanja ravnoteže ili neravnoteže na tržištu novca.

Ponudu novca (monetarnu ponudu) određuje uglavnom centralna banka, već prema osnovnoj orijentaciji monetarne politike (ekspanzivno ili restriktivno usmerena), dok je tražnja novca endogeno određena na tržištu.

U uslovima fluktuirajućeg deviznog kursa (koji vodi ravnoteži platnog bliansa), nema uticaja deviznih rezervi na emisiju novca. Devizni kurs uglavnom određuje visina pasive centralne banke (u sklopu monetarne baze).

Monetarna tražnja je rezultat dohotka, kamatne stope i cena.

$$Md = f(Y, i, p)$$

Tražnja novca raste paralelno sa rastom realnog dohotka (prbizvodnje). Porastom realnog dohotka dolazi do porasta transakcione tražnje novca. Porastom kamatne stope tražnja novca opada. Jer, porastom kamatne stope rastu oportunitetni troškovi držanja novca, čime se smanjuje njegova marginalna korisnost. Vlasnik novca nastoji da plasira novac u drugi oblik imovine (sa višim prinosom). Time se smanjuje tražnja novca i uspostavlja ravnoteža ponude i tražnje novca ha novčanom tržištu. Neravnoteža na tržištu novca može nastati kako promenama na strani monetarne ponude, tako i na strani monetarne tražnje.

Pod pretpostavkom stabilne tražnje novca, svaki porast monetarne ponude dovodi do neravnoteže na tržištu novca. Porastom mase novca vlasnici imovine dolaze do dodatne mase novca, iznad ravnotežne. Oni nastoje da se oslobode viška novca preko plasmana u hartije od vrednosti, ili druge oblike imovine. Deo nove mase novca izaziva porast cena na domaćem tržištu, dok se drugi „izliva" u inostranstvo preko dodatnog uvoza robe i usluga. Uvoz je podstaknut s jedne strane porastom domaćih cena (čime

[352] Sire o globalnom monetarizmu videti u knjizi: dr S. Komazec. dr Z. Ristić: Aiternativne makroekonomskc strategije. izd. ABC GLAS, Beograd. 1994.

je uvozna roba jevtinija), a sa druge samim viškom novca. Porast uvoza dovodi do deprecijacije nacionalne valute. Deprecijacija (obaranje deviznog kursa) domaće valute dovode do daljeg rasta cena u zemlji, čime se smanjuje kupovna moć vlasnika novca. Porast cena u zemlji smanjuje kupovnu moć vlasnika novca na inostranom tržištu.

Nastaju izvozni viškovi koji se mogu plasirati na inostrana tržišta, uz „dodatnu konkurentnost" nastalu deprecijacijom domaćeg novca na inostranom tržištu (pad deviznog kursa).

Monetaristička teorija deviznog kursa polazi od stava da je prilagođavanje cena promenama mase novca u privredi vrlo brzo, gotovo'trenutno. Zahvaljujući uticaju ponude novca na domaće cene, a ovih na spoljnotrgovinske odnose, devizni kurs se vrlo brzo prilagođava promenama monetarne ponude (kreiranja novca).

Ovde se ne radi o „crnom" deviznom tržištu u zemlji, koji gotovo automatski reaguje na svaku dodatnu masu novca u opticaju, posebno kada se radi o gotovom novcu. Dodatna emisija novca (ponuda novca) obara devizni kurs, i obmuto kod restriktivne monetarne politike. S tim, što se kod restriktivne monetarne politike dostignuti kurs ne obara, već uglavnom zadržava na već dostignutom nivou.

Ova teorija ugrađuje i inflatoma očekivanja koja dodatno deluju na devizni kurs. Inflatorna očekivanja kod svih subjekata zasnivaju se na stavu da će jednom pokrenuti proces inflacije sve više da se ubrzava ukoliko je pokreriut i podržan monetarnom'kreacijom. Polazi se od stabilne monetarne tražnje. Porast monetarne ponude dovodi do neravnoteže ponude i tražnje novca, uz pojavu neželjene gotovirie. u domaćoj cirkulaciji.

Model. monetarističke determinacije deviznog kursa ima svoju realnu podlogu u riovijim kretanjima deviznih kurseva u svetu i u našoj privredi. Ovo se posebno odriosi na novu varijantu monetarističkog objašnjenja deviznog kursa, naime na model „valutne supstitucije". Imovina se može nalaziti, uz napred navedene oblike i u devizama, Monetarna ponuda i tražnja sada se proširuje i na ponudu i tražnju deviza na domaćem tržištu. Promene kamatne stope na različite valute (u tim privredama) delovaće na pomeranje tražnje za valutama sa višom kamatnom stopom. Kurs takve valute raste, paralelno sa porastom tražnje. Može doći do većih odstupanja ravnotežnog deviznog kursa od očekivanog, već prema rastu ponude novca. Naravno, na formiranje tekućeg deviznog kursa osim monetarne ponude i tražnje, efekata supstitucije deviza i sl. deluju i brojni drugi faktori, kao: kretanje cena, očekivanja, poverenje, stanje u bankarskom sistemu, stanje u platnom bilansu, devizne rezeve, visina potražnje, dohoci i raspodela, proizvodnja, investicije, stablinost tržišta, otvorenost ekonomije i dr.

5) MONETARNA PORTFOLIO TEORIJA DEVIZNOG KURSA

Portfolio teorija deviznog kursa, kao novija. teorija, polazi od stava da se ravnotežni kurs formira pod uticajem promena na tržištu novca i tržištu kapitala, koje dovode do promene ponašanja vlasnika imovine u njegovom nastojanju da postigne optimalnu strukturu imovine (portfolia). Portfolio je određena struktura imovine, koja se može saštojati iz gotovog novca, domaćih hartija od vrednosti i inostranih hartija od vrednosti, kao i drugih (realnih) oblika imovine. Držanje imovine zavisi od prinosa koji taj oblik imovine nosi, cene imovine i rizika. Vlasnik imovine vrši stalne izmene strukture

svoje imovine u želji da ostvari najveći prihod, uz najmanja ulaganja i minimalni rizik. On vrši stalno prctvaranje jednog u drugi oblik imovine.

Ako je imovina u obliku novca **(M),** u obliku domaćih hartija od vrednosti (B) i instrument hartija od vrednosti (E), tada se ukupna vrednost imovine izražava kao sledeći zbir:

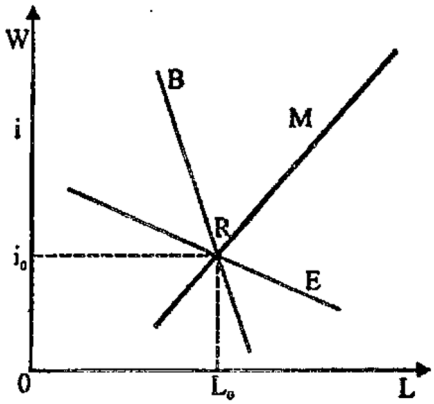
$$W = M + B + E$$

Porast **M** rezultat je monetarne politike centraine banke, dok je B rezultat politike državnbg duga. Prodajama hartija od vrednosti država dolazi do.novca, a bivši vlasnici novca do obveznica javnog duga (B). S druge strane E zavisi od stanja platnog bilansa. Suficit tekućeg platnog bilansa istovremeno znači i deficit kapitalnih transakcija. U tom slučaju vlasnici kapitala izvoze kapital, a uvoze inostrane hartije od vrednosti.

Svaki od oblika imovine donosi određeni prihod. Prihod na domaće hartije od vrednosti (B) zavisiod kamatne stope, koja zavisi od ponude i tražnje na finansijskom tržištu i monetarne politike centralne banke.[353] Prihod ha E zavisi od kamatnih stopa na međunarodnom tržištu novca i kapitala. Samo raspolaganje nov$_7$cem **M** ne donosi određeni prihod, jer je to novac za tekuće transakcije.Porastomkamate plasman novca nastoji da ga pretvori u drugi oblik imovine (hartije od vrednosti). Finansijsko tržište je u ravnoteži kada se uspostavi ravnoteža na sva tri velika tržišta (imovine),

Da pogledamo te odnose na jednom grafiku.

MONETARNA TEORIJA DEVIZNOG KURSA



Porastom kamate (i) dolazi do porasta ukupne imovine (W). Porast imovine dovodi do porasta tražnje B i M. Ako vlasnik odluči da poveća tražnju M, to će dovesti do porasta kamate (i). Porastom tražnje B doći će do porasta cena B, koji će dovesti do obaranja kamatne stope. Porast kamatne sotpe, s druge strane, dovodi do obaranja cena hartija od vrednosti, što će vlasnike usmeriti da prodaju hartije od vrednosti i pretvaraju ih u gotov novac.

Na tržištu novca i kapitala može doći do dve vrste promena:

[353] Videli širc u knjizi: dr S. Komazec, dr i. Kovač, dr Ž. Ristić: Finansijski i berzanski menadžment, Čigoja štampa. Beograd, 1996, str. 340–386.

1. Porast vrednosti jednog oblika imovine, uz istu ponudu ostalih izvora imovine,
2. Supstitucija jednog u dmgi oblik imovine.

Do supstitucije na finansijskom tržištu obično doiazi pod delovanjem operacija otvorenog tržišta centralne banke. Centralna banka na ovom tržištu može da prodaje B i E u zamenu za gotov novac M, čime dolazi do porasta imovine u obliku hartija od vrednosti kod tih subjekata, a pada imovine u obliku novca (M). I obrnuto u slučaju kupovine hartija od vrednosti na otvorenom tržištu.

Ako centralna banka kreira novac (npr. za finansiranje budžetskog deficita), tada se narušava osnovna ravnoteža portfolia domaćih vlasnika imovine. Vlasnici raspolažu dodatnom kupovnom snagom, dok su cene na tržištu roba stabilne na kratak rok. Novac ne žele pretvarati u robu i usmeravaju ga u kupovinu B i E. Usmeravanje novca na ova dva oblika imovine primarni efekat daje u porastu kamatne stope (i) i porastu deviznog kursa. Kamatna stopa se snižava, dok devizni kurs teži deprecijaciji. Niža kamatna stopa omogućava održavanje ravnoteže na tržištu domaćih hartija od vrednosti (B), uz dati devizni kurs. Veća tražnja E dovodi do deprecijacije kursa nacionalne valute, uz rast kamate.

Prema portfolio teoriji deviznog kursa stanje i promene na finansijskom tržištu predstavljaju osnovnu determinantu promena deviznog kursa. Prilagođavanja na finansijskom tržištu su vrlo brza, gotovo trenutna, čime se brzo deluje i na formiranje i promene deviznog kursa i kamatne stope. Stanjem i promenama na finansijskom tržištu savremena monetarna teorija objašnjava najveći broj velikih oscilacija kurseva na tržištu. U osnovi portfolio teorije je stav da porast ponude novca (M) utiče na deprecijaciju kursa. Efekat se ispoljava vrlo brzo, brže nego na promene cena.

Ova teorija posmatra i slučaj da je promena deviznog kursa veća od promene mase novca (M). To se objašnjava delovanjem očekivanja, posebno racionalnih očekivanja. Ako vlasnik kapitala očekuje višu stopu inflacije, na osnovu porasta M, tada će opadati učešće M u strukturi njegove imovine, odnosno portfolia. On će nastojati da se oslobodi novca kupovinom hartija od vrednosti, odnosno devizna sredstva na promptnom i terminskom deviznom tržištu. Kurs nacionalne valute deprecira, dok inostrane valute rastu (aprecira).

U razvijenijim modelima portfolio teorije kursa postoji određeni konzatitet: porast M vodi deprecijaciji domaće valute, deprecijacija valute vodi ka suficitu tekućeg platnog bilansa, a ovaj bilans na visinu likvidnih potraživanja prema inostranstvu. Akurnulisana potraživanja prema inostranstvu utiču na formiranje ukupne imovine i proces izmene strukture portfolia itd.

4. SISTEMI DEVIZNIH KURSEVA

1) MANIPULISANJE DEVIZNIM KURSEVIMA

U savremenim uslovima, kada u prometu cirkuliše čisti papirni novac, novac bez svoje stvame unutrašnje vrednosti, formiranje i održavanje deviznih kurseva zasniva se na bitno drugim osnovama.

Mada je, zapravo, sve do 1976. bio zadržan formalni paritet gotovo svih **valuta prema zlatu,** većina autora smatra da je to bio **fiktivni odnos,** jer **zlatni paritet** ni približno ne odražava **stvarnu intervalutarnu vrednost** valuta. „Javnost danas više nije navikla da meri vrednost u količinama zlata kao u doba metalizma... Iz razloga praktične oportunosti, pariteti valuta se i danas izražavaju u američkim dolarima, dolarski izražen paritet danas nam neposredno više daje nego odgovarajuća stopa zlatnog pariteta, mada je možda pre sto godina određena količina zlata... mnogima davala konkretiziraniji osećaj određene protiwrednosti."[354]

U sistemu zlatne valute, formiranje deviznog kursa, videli smo, zasnivalo se na odnosu kovničkih stopa, uz slobodno delovanje igre ponude **i** tražnje na deviznom tržištu. Suprotno navedenom, danas, posle sloma zlatnog važenja, devizni kurs jedne valute zavisi, pre svega, od kupovne snage novca na domaćem tržištu i od odnosa ponude **i** tražnje na deviznom tržištu, ali i od drugih faktora koji deluju na kupovnu **snagu** novca i odnose u platnom bilansu jedne zemlje.

Utvrđeni devizni kurs nije više osiguran, niti ograničen „automatskim delovanjem kretanja zlata i njegovim tendencijama izravnavanja, kao što je to slučaj kod zlatne valute".[355]

Dakle, za razliku od zlatnog standarda – u kojem su se oscilacije deviznog kursa odvijale strogo u uskim granicama zlatnih tačaka, danas objektivno one nemaju granice fluktuiranja. U okolnostima papirne valute i na osnovi odnosa ponude i tražnje deviza, te kretanja cene na tržištu, stvaraju se mogućnosti da devizni kurs neograničeno oscilira, ukoliko se prepusti automatskom tržišnom formiranju kurseva. Jasno je da se takve neograničene oscilacije jne mogu tolerisati, te ih država pokušava kontrolisati i regulisati. Bez obzirana mogućnost kontrole i dirigovanja deviznim kursom, stabilnost deviznog kursa u periodu papirne valute gotovo da je neostvariva.

Problem stabilnosti deviznog kursa danas se javlja kao jedan od vitalnih problema savremenog sveta, posebno polijike spoljne monetarne stabilnosti, koja, istina, dolazi u drugi plan nacionalne ekonomske politike svih zemalja. To se obično rešava, ili želi rešiti, merama državne intervencije na tom području, odnosno deviznim ograničenjima. Time devizni kurs postaje jedno od najsnažnijih sredstava ekonomske politike. Devizni kurs nije više izraz pravih i realnih pariteta, nije više neutralni faktor, kao što je to bio u doba zlatnog pariteta. Potpuno fleksibilni devizni kursevi, uvedeni nakon sloma zlatnog

[354] Dr V. Pertol: Stabilizacija u uslOvima disparitcta odnosa troSkova proizvodnje. Ekonomist, br. ! 4. ! 966. str. 320.
[355] Dr J.Tomašević.op. cit..str. 1428.

važenja, bez intervencije države, nisu se dugp održali. Pojava intervencije države u tom smislu je i put uvođenja manipulisanih deviznih kurseva.

Manipulisanjem deviznim kursom, politikom njegove precenjenosti ili potcenjenosti, država nastoji osigurati što povoljnije odnose u svom platnom bilansu, postići ravnotežu, delovati na priliv ili odliv kapitala, uvoz, izvoz i dr.

Zbog takvog sve razvijenijeg državnog intervencionizma na području platnog bilansa i deviznog kursa došlo je do pojave različitih deviznih kurseva, umesto ranijeg jedinstvenog deviznog kursa.

2) VRSTE DEVIZNIH KURSEVA

Danas ne možemo govoriti samo o fiksnim deviznim kursevima. U vreme papirnog važenja, devizni kursevi mogu biti:

1. Stabilni ili fiksni,
2. Diferencirani devizni kurs,
3. Slobodni, fluktuirajući ili fleksibilni i
4. Upravljivo–fluktuirajući (flotirajući) kurs.

Ovde ćemo dati samo osvrt na osnovne i najvažnije oblike deviznog kursa. Istaći ćemo najpre politiku deprecijacije i aprecijacije deviznog kursa, a zatim pozitivne strane i nedostatke fiksnih, odnosno fluktuirajućih kurseva.

3) FIKSNI DEVIZNI KURS

(1) Funkcionisanje sistema fiksnog kursa

Pod fiksnim deviznim kursom danas se podrazumeva kurs koji odrede monetarne vlasti zemlje, a koji treba da odražava realnu vrednost domaće valute na svetskom tržišjtu (sxmatra se da ne treba da se menja u periodu od 3 do 5 godina).

Sistem i politiku takvog fiksnog kursa danas više ne sprovodi ni jedna zemlja, posebno razvijene kapitalističke zemfje, s relativno stabilnom privredom. Radi se o privredama s visokim deviznim rezervama (zlato, devize i SPV) koje su zbog toga i u mogućnosti da povećanim intervencijama na deviznom tržištu održavaju svoje kurseve u uskim granicama oscilacija, da ih tako čine relativno stabilnim. Intervencijama na deviznom tržištu, preko kupovina i prodaja deviza, centralne banke osiguravaju zahtevanu stabilnost deviznog kursa, sve u granicama maksimalno dozvoljenih oscliacija (danas je to plusminus 4,5% u odnosu na određeni paritet).[356]

Uzmimo, na primer, da je službeni paritet Lire prema dolaru 625 lira za dolar. Donji interventni kurs – kada monetarne vlasti obavezno moraju pristupiti kupovini dolara – iznosi 620 lira, a gornji interventni – kada monetarne vlasti obavezno moraju da prodaju neograničene količine dolara – iznosi 630 lira za dolar. To su maksimalne granice fluktuacije lire i dolara na dnevnom (promptnom) deviznom tržištu.

[356] Ovi kursevi kapitalističkih zemalja ođgovaraju realnoj vrednosti i kursevima ravnoteže u okolnostima posto■janja spoijne konvertibilnosti u međunarodnim plaćanjima. U istočnoevropskim zemljama fiksni kursevi su, u stvari, manipulisani kursevi i najčešće ne odražavaju realnu vrednost nacionaine novčane jedince. One ne dozvoljavaju nikakve oscilacije kurseva, niti konvertiranje u druge valute. Stabilnost kurseva odražava se regulisanjem uvoza i subvencijom izvoza, čime se fiksni kursevi pretvaraju u čistu fikciju.

Ako se devizni kurs održava iznad realnog kursa ili kursa'ravnoteže, radi se o potcenjenom ili depresiranom deviznom kursu domaćeg novca. Ako je devizni kurs domaće valute ispod realnog kursa ili kursa ravnoteže, radi se o precenjivanju ili aprecijaciji kursa domaće valute. Na primer, neka je kurs ravnoteže dinara i dolara 27,00 : 1. Ako se daje na tržištu i odredi 30 dinara za jedan dolar, u tom slučaju je kurs dinara potcenjen u odnosu prema realnom ili ravnotežnom kursu. Suprotno tome, ako se odredi kurs od 20 : 1, dakle daje se 20 dinara za jedan dolar, u tom slučaju je dinar precenjen u odnosu prema dolam. Kurs ravnoteže obično je definisan kao kurs koji u određenom periodu uspeva da održava bilans plaćanja u ravnoteži, bez pribegavanja deviznim i trgovinskim ograničenjima, uz odsustvo nezaposlenosti, s jedne, i inflacije, s druge strane, dakle, uz koordinaciju unutrašnje i spoljne privredne ravnoteže. Kurs ravnoteže mora, dakle, ispuniti tri uslova:

1. Bilans plaćanja mora ostati u ravnoteži od 3 do 5 godina, a ne smeju nastupiti ni veće promene u deviznim rezervama,
2. Ravnoteža se mora postići bez pribegavanja deviznim i uvoznim ograničenjima
3. Ravnoteža se ne sme postići po cenu nezaposlenosti u zemlji, odnosno pada stope ekonomskog rasta.[357]

(2) Deprecijacjja i aprecijacija deviznog kursa

Politika deprecijacije ili potcenjivanja domaće valute obično se sprovodi radi poboljšanja odnosa u platnom bilansu. Deprecijacija valuta, odnosno devizni kurs iznad kursa ravnoteže, čini domaću robu za inostranog kupca jeftinijom, pa dolazi do stimulacije izvoza, uz istovremeno ograničavanje uvoza robe (inostrana roba u zemlji s depreciranom valutom postaje skuplja). Kod politike aprecijacije, javlja se potpuno obmut efekat: stimulacija uvoza i destimulacija izvoza i preko toga popravljanje stanja platnog bilansa (karakterističan je visok suficit).[358]

Povećanjem izvoza i relativnim smanjenjem uvoza popravlja se stanje trgovinskog, a, preko njega, **i** platnog bilansa.

Politika veštačkog smanjenja deviznog kursa, domaće valute, radi stimulacije izvoza **i** ograničavanja uvoza, ma koliko izgledala laka i atraktivna – ne može davati rezultate na neodređeno vreme.

Pre svega, da bi ova mera dala povoljne rezultate, potrebno je:

1. Da inostrana tražnja za domaćom robom bude dovoljno elastična,
2. Da takva zemija ima visok koeficijent spoljne trgovine, odnosno učešća spoljne trgovine u nacionalnom dohotku, da zavisi od nje (jer bi malo ili neznatno učešće spoljne trgovine, umanjilo ove efekte) **i**
3. Da ovakvoj politici pribegava samo mali broj zemalja, jer se javljaju fenomeni konkurentnih deprecijacija, koji su u stanju da u potpunosti neutrališu efekte ove politike jedne zemlje.

Politika aprecijacije ili precenjivanja domaće valute, videli smo, predstavlja održavanje deviznog kursa ispod kursa ravnoteže. Preko politike aprecijacije cene uvozne robe su na nižem nivou, dok su cene' domaće robe relativno veće. Često je politika

---

[357] Dr M. Ćirović: Novac i kredit, skripta Li deo. Beograd, 1968, str. 173. i Monetarna ekonomija, Beograd, 1987.

[358] Visok suficit obično deluje inflatomo u toj zemlji, s obzirom na dopunsku emisiju domaćeg novca koja ga prati, što znaCi da se suficitom platnog bilansa „uvozi inflacija" u zemlju.

aprecijacije diktirana potrebama ubrzanog privrednog razvoja, posebno u početnim fazama industrijalizacije, zbog 'većih potreba za uvozom opreme i repromaterijaia, ali isto tako radi pribavljanja pbtrebnih deviznih sredstava po nižem kursu u svrhu plaćanja dospelih dugovanja, prema inostranstvu.

Politiku deprecijacije zemlja može'šprovoditi neograničeno. Aprecijacija se ne može sprovoditi duže vreme bez državne" intervencije (centralne banke) na deviznom tržištu deviznih ograničenja i mera devizne kontrole. Deficit platnog bilansa, koji obično nastaje zbog porasta uvpza i pada izvoza, mora se pokrivati deviznim rezervama. Teško je pretpostaviti da postoje takve devizne rezerve kojim se duže vreme može pokrivati stalni deficit platnog bilansa. Međutim, ako se politika aprecijacije sprovodi duže vreme, obično je praćena merama devizne kontrole. Kod fiksnog deviznog kursa, posebno je razvijen sistem višestrukih ili diferenciranih deviznih kurseva.

U sistemu fiksnih deviznih kurseva moguće je izdiferencirati jednostruke i višestruke devizne kurseve. Diferencirani predstavljaju sistem većeg broja kurseva koji se mogu otvoreno primenjivati za pojedine robe u izvozu i uvozu, ali i prikriveno, kroz postavljanje tzv. kursnih ingredijanata (dodataka na fiksni kurs), preko politike cena, premija, koeficijenata i sl. Primenjuje ga obično većina zemalja u razvoju, ali i razvijene zemlje. Upravo se, stoga, i postavlja pitanje da Li uopšte postoji čvrsti fiksni kurs. Više je to jedno određeno područje oko fiksnog kursa kojeg čine razni dodaci („kursni ingredijenti") na zvanični devizni kur**s.**[359]

(3) Pozitivne strane flksnog kursa

Fiksni kurs ima određene dobre karakteristike:

1. Fiksni kursevi su čvrsta osnova međunarodne trgovine i sistema plaćanja. Oni istovremeno značajno eliminišu mogućnosti pojave i širenja valutnog dampinga. Valutni rizici su svedeni na minimum, posebno u slučajevima kada se ugovaraju i zaštitne klauzule u sistemu međunarodnih plaćanja,
2. Fiksni kurs, u izvesnom smislu, kod postojanja šire konvertibilnosti valuta, dovodi do internacionalizacije domaćeg novca,
3. Šire korišćenje fiksnih kurseva istovremeno podrazumeva i potrebu usaglašavanja mera monetarne politike svih zemalja, dakle na međunarodnom planu,
4. Domaćt novčani opticaj u ovom sistemu se mora podrediti stanju i promenama. monetarnih rezervi, koje postaju strateški faktor i kanal za stvaranje i povlačenje nacionalnog novca,
5. Osnova realno određenog i podržavanog fiksnog deviznog kursa je stabilnost privrede, odnosno privredna i monetarna ravnoteža. Narušavanje privredne ravnoteže i promene cena unutar privrede moraju se odraziti na promene (sniženja) kursa domaćeg novca,
6. Fiksni devizni kurs stvara povoljnu finansijsku klimu i sigurnost za međunarodno prelivanje novca i kapitala. Teorija je stala na stanovište da su u savremenim privredama i u manjim monetarnim potresima veći rizici na strani većih promena deviznih kurseva u odnosu na ranije razlike u nivou kamatnih stopa u različitim privredama (koje su dovele do prelivanja novca i kapitala iz privreda s nižom u privrede s višom kamatnom stopom),

[359] Videti Sire: d*r* S. Komazec: Teorija savrcmenog privrednog razvoja. Viša ekonomska škola, Split. 1970, str.

7. Fiksni kurs apriori traži sinhronizaciju ne samo nacionalnih monetarnih politika, već i fiskalne politike, politike dohotka, platnobilansne politike, politike cena i dr.

(4) Nedostaci sistema fiksnog deviznog kursa

1. U sistemu fiksnih kurseva dolazi do izražaja sukob ciljeva ekonomske politike, posebno zahtev za istovremenim ostvarenjem politike pune zaposlenosti, održavanja visoke stope rasta i uravnoteženosti platnog bilansa. Taj cilj ekonomske politike u uslovima fiksnih kurseva postaje nerešiv.
2. Fiksni devizni »airs traži povremeno njegovo prilagođavanje nastalim stvarnim promenama u različitim privredama (cene, dohodak, devizne rezerve, platno–bilansna neravnoteža i dr.), zbog čega se postavlja pitanje: da li će se novi kurs odabrati na onomnivou da to bude nđvi kurs ravnoteže. Ako neka zemlja ima deficit u platnom bilansu, uz visoku nezaposlenost, ona može da vrši devalvaciju u većem postotku u odnosu na „kurs ravnoteže", da bi uz otklanjanje deficvita platnog bilansa dovela do povećanja izvoza, porasta nacionalnog dohotka i povećanje zaposlenosti. Ovaj devizni kurs se sporo prilagođava i približava stvamoj vrednosti valuta.
3. Fiksni kursevi destimulativno deluju na spoljnotrgovinske odnose i investicije u inostranstvu.
4. Fiksni devizni kurs, pre. ili posle, redovno dovodi do udaljavanja stvamih od ravnotežnih kurseva, pre svega zbog razlika u kretanju plata, cene, troškova reprodukcije, produktivnosti rada, nove tehnologije i dr. do kojih dolazi u toku razvoja zemalja. Ovo, međutim, neminovno dovodi do poremećaja na rpbnom tržištu.
5. Fiksni kursevi zahtevaju stalnu intervenciju monetarnih vlasti preko deviznih rezervi u svrhu „zaštite" izabranog deviznog kursa, te su zbog toga potrebne jače devizne rezerve.
6. Otkupljivanjem svih ponuđenih količina deviza po datom kursu i puštanjem u opticaj domaćeg novca fiksni kursevi pofhranjuju domaću inflaciju i dovode do međunarodnog prenošenja inflacije iz jednih u dmge zemlje.

4) FLUKTUIRAJUĆI DEVIZNI KURS

Sistem fluktuirajućih deviznih kurseva predstavlja takve kurseve koji se formiraju slobodno prema dnevnoj ponydi i tražnji deviza na deviznom tržištu ili kod banaka. Monetarni organi ne primenjuju nikakve mere u vezi sa interv'aiutamom vrednošeu svoje.valute. Sve, ili uglavnom sve, je prepušteno odnosima ponude i tražnje na deviznom tržištu, da bi se održale oscilacije kurseva u željenim granicama. **U** ovom drugom slučajuradi se o „prljavom fluktuiranju", jer se intervencijom monetarnili vlasti žele obuzdavati preterane oscilacije kurseva.

(1) Prednosti fluktuirajućeg kursa

1. Osnovna prednost fluktuirajućeg kursa je jednostavnost u njegovom formiranju. Kurs varira na deviznom tržištu – na osnovu ponude i tražnje deviza. Ovaj devizni kurs omogućava širenje liberalizacije svetske trgovine i automatsko platno–bilansno uravnotežavanje.
2. Fluktuirajući kurs dovodi do bržeg približavanja stvarnog kursa kursu ravnoteže, odnosno realnoj vrednosti valuta. Reagujući svakodnevno, ovi kursevi dovo^e do neposrednog menjanja odnosa cena svih proizvoda i usluga u.međunarodnoj razmeni, dovodeći do uspostavljanja nove ravnoteže.
3. Tok fluktuirajućeg kursa inostrane valute je roba na domaćem tržištu (sui generis), tako da je formiranje cene podložno delovanju ekonomskih zakonitosti, kao i kod svih ostalih roba.
4. Ovaj devizni kurs omogućava veći„stepen slobode vođenja autonomne domaće monetarne i ekonomske politike, koje obično u prvi plan ističu stopu ekonomskog rasta, punu zaposlenost, internu domaću stabilnost, a da pri tome nisu „okovane" platno–bilansnom situacijom. Da bi se ostvarila istovremeno i ravnoteža platnog bilansa, neophodno bi bilo sprovoditi u zemlji deflacionu (ili inflacionu) politiku određenom stabilnom kursu.
   Spoljnotrgovinska ravnoteža je prepuštena delovanju deviznog kursa koji se sada menja. Stabilan i trajan rast i puna zaposlenost sada su stubovi nacionalne politike razvoja, dok je devizni kurs određen tim ciljevima.
5. Fluktuirajući kursevi omogućavaju veću efikasnost domaće monetarne politike. Ako neka zemlja u borbi protiv inflacije podigne kamatnu stopu (ili vodi restriktivnu politiku novca i kredita), porast kamatne stope dovešće do priliva kratkoročnog kapitala, koji će imati tendenciju da snizi devizni kurs (revalvacija domaćeg novca). Veći kurs domaćeg novca dovodi do povećanja uvoza, a smanje'nje izvoza. Porast uvoza dovodi do snižavanja cena na domaćem tržištu, ili će dovesti do smanjenja nacionalnog dohotka, odnosno oba delovanja istovremeno. Promene u trgovinskom bilansu pomoći će, uz porast kamate, da se brže otklanjaju inflacioni poremećaji. Suprotno navedenom, ako neka zemlja želi da poveća proizvodnju i zaposlenost, sniziće kamatnu stopu. Smanjenje kamate dovodi do odliva kapitala, dolazi do pada kursa domaćeg novca (devalvacije), dolazi do porasta izvoza u odnosu na uvoz. To će podstaknuti već nastale promene u domaćoj privredi na sektoru potrošnje, kredita i investicija nastalih sniženjem kamatne stope.[360]
6. FLuktuirajući kursevi su uglavnom rezultat promena kupovnih snaga nacionalnih novčanih jedinica, tako da se menjaju srazmerno tim promenama.
7. Nepovoljna kretanja deviznog kursa domaće valute su dobarindikator monetarnim vlastima, i drugim organima ekonomske politike, da su potrebne određene korektivhe akcije u domaćoj privredi.
8. Kod fluktuirajućeg kursa, obično nije potrebna intervencija centralne banke na deviznom tržištu, pre syega radi zaštite kursa domaće valute.
9. Potrebrie su i manje devizne rezerve, jer se devizni kurs automatski menja (devalvira ili revalvira), već prema odnosima ponude i tražnje, što znači i

[360] Ovo sve pod pretpostavkom jedne razvijene privrede u kojoj postoji znacajna osetljivost kretanja privrede na pfomene kansatne stope (invcsticije, stanje novcai b?dita i dr.), što stvnmo u savremenim razvijenim, a posebno nerazvijenirrj, privredama ne mora da budc siučaj.

manja imobilisana sredstva za nacionalnu privredu (u režimu ovih kurseva osnovni teret gubitka na kursnim razlikama pada na poslovne banke i druge nosioce deviza, a ne više na centralnu banku). Ove rezerve se sada mogu većim delom koristiti za dodatni uvoz, finansiranje dodatne vlastite i opšte potrošnje, odnosno u investicije za proširenje kapaciteta.

10. Fluktuirajući devizni kurs ogmaičava spekulativno kretanje novca i kapitala. Ovo iz razloga što ne postoji više obaveza konverzije deviza po unapred datom deviznom kursu.
11. Sistem fluktuirajućih kurseva omogućava svakoj zemlji da „bira stepen inflacije po svojoj želji, s tim što takva inflacija ne može biti izvezena u zemlje sa stabilnom valutom (ili zemlje čija je stopa inflacije niža).”

(2) Nedostaci sistema fluktuirajućih kurseva

Nedostaci sistema fluktuirajućih kurseva obično se ističu u sledećim elementima:

1. Velika nestabilnost i neizvesnost od budućih kretanja na deviznom tržištu, što stvara nesigurnost u međunarodnom sistemu plaćanja i međunarodnom prometu,
2. Devizni rizik u poslovanju,
3. Opasnost od pojave i međunarodnog prenošenja inflacije, ali i njenog širen ja u nacionalnim privredama,
4. Promene u međunarodnoj monetarnoj sposobnosti,
5. Prelivanje dohotka iz uvoznih u izvozne zemlje,
6. Podsticaj spekulacije u politici potcenjivanja nacionalnih valuta i dr.

U svakom slučaju, prednosti fluktuirajućih kurseva su znatno veće od nedostataka, koji su neosporni. Međutim, fiksni kurs je danas prevaziđen i nespojiv s novim odnosima i ciljevima razvoja unutar nacionalnih privreda i svetske privrede u celini, posebno u uslovima širenja inflacije, krize dolara, demonetizacije zlata (o čemu šire govorimo nešto kasnije), hroničnih deficita platnog bilansa svih zemalja, nastojanje da se vodi autonomna monetarna politika u zemlji i dr.

U savremenim okolnostima fluktuirajući devizni kursevi ne formiraju se’ više slobodno, već kao i fiksni kursevi postaju predmet određene devizne kontrole. U tom smislu se može govoriti o manipulisanom fluktuirajućem deviznom kursu, koji se danas obično naziva plivajući (floating) kurs. On je često skopčan s praktičnom politikom određenih razvijenih zemalja, da bi se otklonile nepovoljne posledice pritiska na određenu valutu, posledice „krize dolara” kao svetske valute, posledice koje donosi „vmći novac”, odnosno lutajući kapital, (hot money) u zapadnoevropskim privredama. Slobodno plivanje kurseva, kao specifičan oblik fluktuirajućih kurseva, ne može se duže tolerisati, odnosno primenjivati, kao oblik dugoročne politike deviznog kursa, zbog čega se u novije vreme prešlo na upravljivo fluktuiranje deviznih kurseva u okviru određenih međusobno dogovorenih granica fluktuiranja (najpre 2,25%, a zatim od danas 4,5% od izabranog kursa). Ovaj problem šire objašnjavamo u delu o reformi međunarodnog sistema.

5. FORMIRANJE DEVIZNIH KURSEVA

Devizni kurs kao cena stranog novca formira se na deviznom tržištu u zavisnosti od kretanja i međusobnih odnosa ponude i tražnje deviza. Ponuda i tražnja deviza su odraz stanja u platnom bilansu.

Deficit platnog bilansa znači da je devizni odliv veći od deviznog priliva, čime je i tražnja deviza u privredi veća od ponude. Suficit platnog bilansa vezan je za veću ponudu od tražnje deviza, odnosno veći priliv od odliva.

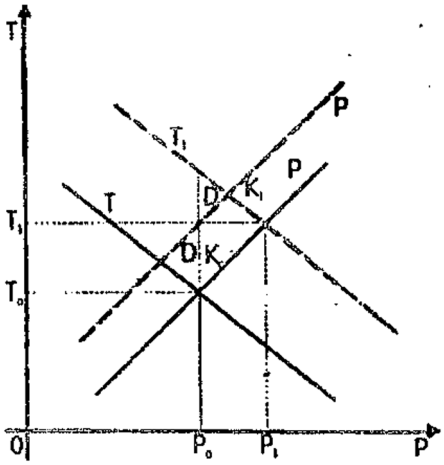
Tražnja deviza potiče od stavki platnog bilansa koje znače obaveze zemlje da vrši određena plaćanja prema inostranstvu, odnosno definitivan odliv deviza. U ove transakcije spadaju: "

1. Uvoz robe i usluga,
2. Plaćanje kamata i dividendi,
3. Jednostrana transfema plaćanja,
4. Izvoz kapitala.

Plaćanje uvoza robe i usluga zhači odliv ranije ostvarenog deviznog priliva, osim kada roba nije dobijena na kredit, kada će naknadno dospećem kredita uslediti plaćanje kamate i plaćanje glavnice duga. Plaćanje kamate je neelastično i redovnd se mora izvršavati, kao i plaćanje dospelih dividendi (ako se ne vrši kapitalizacija dividendi).

Jednostrana transfčrna plaćanja (penzije, invalidnine, pomoći i sl.) predstavljaju definitivan odliv i smanjenje deviznih rezervi zemlje.

TRAŽNJA I PONUDA DEVIZA I FORMIRANJE DEVIZNOG KURSA

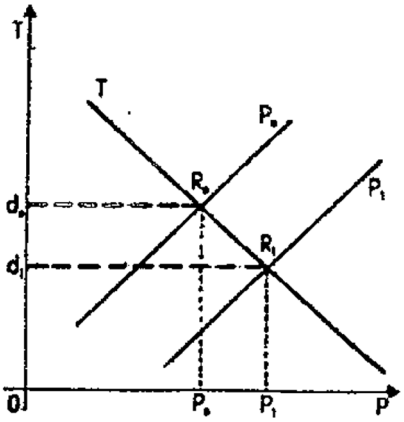


Formirana ponuda (Po) i tražnja deviza (To) formiraju ravnotežni devizni ktirs (DK). Tb je kurs, koji čisti tržište. Povećanje tražnje deviza na Tj uz istu

Izvoz kapitala stvara tražnju deviza na domaćem tržištu, obzirorp da se u međunarodnim ekonomskim i platnim odnosima plaćanje vrši u tzv. konvertibilnim sredstvima plaćanja. Da bi se izvršio izvoz kapitala potrebno je konvertovati nacionalnu valutu u valutu druge zemlje, već prema zahtevu zemlje – poverioca. Konverzija valuta vrši se na deviznom tržištu. Ako zemlja A želi da plasira kapital u zemlju B, ona mora izvršiti konverziju svoje valute u valutu zemlje B, a zatim taj kapital plasirati u zemlju B. Ovim se u."zemlji A povećava ponuda domaće valute, a povećava tražnja valute B. Tražnja deviza deluje na devizni kurs, ali i devizni kurs sa svoje strane deluje na tražnju § (i ponudu) deviza.

Formirana ponudu deviza Po dovodi do porasta deviznog kursa na DKi. Ako se ponuda deviza smanji (Linija P pomeri ulevo) doiazi do porasta deviznog kursa.

PROMENA PONUDE DEVIZA UZ ISTU TRAŽNJU DEVIZA **Tt**



Povećanje ponude deviza na deviznom 'tržištu sa Po na Pi, uz datu tražnju deviza T dovodi do pomeranja tačke uravnotežavanja sa Ro na Rj, ali uz novi, niži kurs sa do na di.

Postoje i druge moguće kombinacije odnosa ponude i tražnje deviza i deviznog kursa: da se povećavaju, smanjuju, jedna menja druga ostaje nepromehjena, jedna se brže ili sporije menja od druge. Sve to ima odraz na fdrmiranje deviznog kursa.

Ponuda deviza dolazi od aktivnih. stavki platnog bilansa. One predstavljaju plaćanje inostranstva prema zemlji, odriosno priliv deviza. Ove transakcije se odnose na sledećestavke platnog bilansa:

1. Izvoz robe i usluga,
2. Primanja na ime kamate i dividendi,
3. Jednostavni transferi – primanja,
4. Uvoz kapitala.

Ponuda deviznog kursa je funkcija promene deviznog kursa. Porastom deviznog kursa raste i ponuda, uz pretpostavku da su.drugi faktori nepromenljivi.

Porast deviznog kursa stranog ovca, odnosno sužavanje kursa domaćeg novca (devalvacija) stimulativno deluje na izvoz. Izvoznik za jedinicu ostvarenog deviznog

priliva konverzijom u domaći novac dobija znatno veći iznos domaćeg novca. Time porastom kursa strane valute domaća roba postaje jevtinija za stranog kupca, što podstiče njihovu tražnju i izvoz iz zemlje. Strana tražnja domaće robe je osnovna pretpostavka porasta izvoza (naravno, uz odgovarajući kvalitet i asortiman roba).

Uzajamnim delovanjem ponude i tražnje deviza, videli smo, formira se devizni kurs na deviznom tržištu. Devizno tržište obično nije perfektno i potpuno. slobodno. Intervenćija centralne banke, države ili niza država je uobičajeha u provođenju makroekonomske politike. Takvim intervencijama se može izabrati bilo koji kurs koji je u funkciji drugih ciljeva razvoja i ekonomske politike. Kurs je.i tada rezultat odnosa ponude i tražnje deviza, ali nije ravnotežni kurs. Obično'je jedan veći deo devizne tražnje ostao nepodmiren (racionisanje devizarria), tako da se nasuprot formirane ponude javlja samo deo tražnje na tržištu. Ako je tražnja deviza veća od ponude, što je vezano za deficit platnog bliansa, tada devizni kurs slabi, odnosno postoji stalan pritisak na obaranje kursa domaćeg novca i rast kursa (cene) stranih sredstava plaćanja (deviza). Centralna banka može višak tražnje popuniti ponudom deviza na deviznom tržištu iz deviznih rezervi. Devize se prodaju za potrebe plaćanja inostranstvu za domaći novac. Domaći novac se povlači iz opticaja i poništava, tako da je smanjenje deviznih rezervi i deficit platnog bilansa vezan za restriktivnu politiku novca i kredita. Jačanje (povećanje) deviznih rezervi s druge strane, vezano je za porast domaćeg novčanog opticaja.[361]

Devizhi kurs se može pored intervencija centralne banke, održati na izabranom nivou i merama devizne kontrole.[362] Međutim, održavanje precenjenog i nerealnog deviznog kursa ne može se odfžati duže vreme. Precenjena domaća valuta vodi politiku uvoza, visokoj tražnji deviza i destimulaciji domaće proizvodnje i izvoza. U privredi dolazi do strukturnih poremećaja sa sve bržim rastom uvoza u odnosu na izvoz. Deficit trgovinskog bilansa se proširuje, a time i deficit platnog bilansa. Privreda mora da se zadužuje u inostranstvu da bi pokrila deficit i osigurala dodatni uvoz, odnosno dolazi do odliva deviznih rezervi za sve veća dospela plaćanja i deficite platnog i trgovinskog bilansa. Nema tih deviznih rezervi koje mogu dugo izdržati pritisak sve većeg uvoza i sve slabijeg izvoza. Odliv deviznih rezervi se javlja kao redovna posledica takve „zaštite" precenjenog deviznog kursa. Zemija je dugo živela iznad svojih mogućnosti (posebno preko uvoza kapitala).

U takvim odnosima nastaje tzv. **fundamentalna neravnoteža** platnog bilansa koja se ne može lečiti parcijalnim i kratkoročnim merama. Država mora smanjiti domaću potrošnju i svesti je u okvire materijalnih bilansa, odnosno da vodi politiku snažnog podsticanja izvoza. Koncepcija ograničavanja uvoza („skraćivanja duže noge"), umesto podsticanja izvoza ne vodi otklanjanju fundamentalne neravnoteže i trajnijem lečenju deficita platnog bilansa. Osnovni strateški pravac je povećanie izvoza („produženje kraće noge") u šta se uklapa i devalvacija nacionalne valute.[363]

---

361 Dr Sloboclan Komazec: Strategija stabilizacije ekonomskog sistema.. str. 580–618. 3°

362 Dr S. Komazec, dr 2. Rislić: Međunarodne finansije, Novi Sad, 1992.

363 Devalvaciju valute i efekte devalvacije šire smo obradili na drugom meslu.

6. FLEKSIBILNI I KLIZAJUĆI DEVIZNI KURS

Nacionalna privreda se može u opštem naporu prilagoditi uslovima svetskog tržišta da izabere dve moguće varijante (strategije):

1. Promenom domaćeg nivoa cena (deflacija),
2. Promenom deviznog kursa domaće valute.

U uslovima fiksnih kurseva, videll smo, proces prilagođavanja se vrši preko promena cena i promena dohotka (proizvodnje). Obzirom da se uglavnom radi o potrebi apsolutnog i relativnog (u odnosu na svetsko tržište) snižavanje domaćih cena, što je praćeno oštrom restriktivnom (deflacionom) monetarnom politikom, to se često ovaj metod retkb primenjuje, jer u sebi krije veliku opasnost od upadanja if zamku krize koja prati deflaciju. Rigidnost deviznog kursa i brojne slabosti koje prikazuje[364] najveći broj privreda usmerava na fluktuirajuće odnosno fleksibilne devizne kurseve. U uslovima plivajućih kurseva proces prilagođavanja se vrši brzo promenama kursa nacionalne valute, uz istovremeno održavanje relativno slobodnih cena. Naravno, videli smo, i fluktuirajući kursevi imaju svoje nedostatke. Zbog toga danas u svetu dominiraju fleksibilni kursevi, a često se u određenoj fazi razvoja ili situacije u privredi pribegava klizajućim deviznim kursevima.

Međunarodni monetarni fond je, videli smo, u početku odredio vrlo uske oscilacije kurseva oko izabranog pariteta od ± 1%. Kasnije je ta margina povećana na ± 2,25%, da bi danas bila prinvaćena šira granica oscilacija od ± 4,5%. Dakle nema potpuno slobodnih ili fluktuirajućih kurseva. Kursevima su određene dozvoljene granice oscilacija, kada počinju intervencije centralnih banaka ili međunarodnih finansijskih institucija u zaštiti deviznog kursa i sprečavanja daljih (širih) oscilacija. Radi se u izvesnom smislu o upravjivo fluktuirajućem kursu. Fleksibilni kurs je u izvesnom smislu komprorrlis između rigidnog fiksnog kursa i potpuno slobodnog fluktuirajućeg kursa. Prilagođavanje nacionalne akcije svetskom tržištu odvija se promenama deviznog kursa u određenim granicama, bez većih zahvata na području cena i dohotka (proizvodnje).

Prednosti fleksibilnog kursa su sledeće:

1. Širi raspon osćilacija kursa oko kursa ravnoteže u odnosu na fiksni kurs,
2. Brže i bezbolnije uspostavljanje kursa ravnoteže,
3. Destimulacija spekulacija kursevima i rizicima,
4. Nacionalna privreda ima veću slobodu u vođenju makroekonomske, posebno monetarne, politike u odnosu na fiksne kurseve,
5. Smanjuje se potreba za držanjem većih deviznih rezervi koje treba da „štiti" devizni kurs,
6. Promene pariteta nacionalne valute. se vrše gotovo bezbolno, često uz saglasnost međunarodnih monetarnih i kreditnih institucija (od kojih. se dobija i finansijska podrška za promenu kursa),

[364] Vidcti deo u kojem izučavamo nedostatke fiksnog deviznog kursa. Videti i rad: dr M. Ćirović: Fkksibilni dcvizni kurs i monetarna politika. Zbomik radova, Skoplje, oktobar 1996, str. 47–57.

7. Devizni kurs je odraz stanja u platnom bilansu, deviznih rezervi i privrednih tokova, tako da se može brzo reagovati u njegovom prilagođavanju potrebama privrede i platnog bilansa,
8. Ovakav devizni kurs omogućava šira koordinaciju makroekonomske politike između niza zemalja, čime postaje predmet interesa i brige i drugih' zemalja i dr.

Jedan od većih nedostataka fleksibilnog kursa jeste što u uslovima dugoročne platnobilansne neravnoteže ovaj kurs poprima obeležja fiksnog kurša, jer se kurs nalazi stalno na gornjoj interventnoj tački. To znači da i u uslovima postojanja fundamentalne neravnoteže platnog bilansa ostaje samo devalvacija.

Klizajupi devizni klirs[365] predstavlja kurs koji je izložen čestim ili stalnim promenama pariteta nacionalrie valute u procesu njenog prilagođavanja određenim varijablama u privredi. Ovde se pre svega ima u vidupromena monetarnift rezervi, promena cena, deficit platnog bilansa, ponašanje izvoza i uvozajkretanje kapitala, nastala precenjenost ili podcenjenost deviznog kursa i sl.

Devizni kufs nacionalne valute može jednostavno „p!ivati",vpdnosno menjati se dnevno, nedeljno, mesečno. Oscilacije kursa oko pariteta vrše sekada se dostigne određeno odstupanje kursa od izabranog nivoa (npr. 2–3%, 5% i dr.).

Klizajlići kurs ima odredene prednosti:

1. Stalne (tekuće) promene pariteta valute su gotovo neosetne, marije des'ifuktivne za nacionalnu priv'redu u" odnosu na velike i iznenadng^devalvacije,
2. Prilagođavanje platnog bilansa vrši se kontinuirano promenama kursa do maće valute (puzajuća, permanentna blaga devalvacija),
3. Smanjuje se podsticaj deviznim spekulacijama,
4. Smanjuje se i drži pod kontrolom vaiutni rizik,
5. Smanjuje se potreba za držanjem većih deviznih rezervi za „zašlitu" deviznog kursa,
6. Devizni kurs postaje sredstvo nacionalne ekonomske politike kojim se postižu drugi razvojni ciljevi – razvoj, zaposlenost, stabilnost i dr..

Osnpvni problem kod ovog kursa javlja se u obliku valutnog ratovanja, odnosno valutnog dampinga, koji se često naziva konkurentna (skrivena) devalvacija.

7. RAVNOTEZNI (REALNI) DEVIZNI KURS

Devizni kurs kcjim se osigurava uravnoteženost platnog bilansa, odnosno dugoročnija ravnoteža ponude i tražnje deviza naziva se ravnotežnim kursom.. Smatra se' da ravnotežni devizni kurs treba da osigura:

1. Ravnotežu platnog bilansa u dužem vremenskom periodu do 3–5 godina,
2. Očuvanje unutrašnje stabilnosti bez inflacije ili deflacije,

[365] Videti kasnije ded o upravljivo fluktuirajućim kursevima.

3. Izostanak potrebe za trgovinskim i deviznim ograničenjima,
4. Stabilnost deviznih rezervi (bez većeg smanjenja deviznih rezervi),
5. Stabilnost privrede bez izazivanja veće nezaposlenosti.

Ne može se smatrati ravnotežnim onaj kurs koji osigurava ravnotežu platnog bilansa, ali dovodi do stagnacije ili pada proizvodnje, veće nezaposlenosti, inflacije i naglog odliva deviznih rezervi.

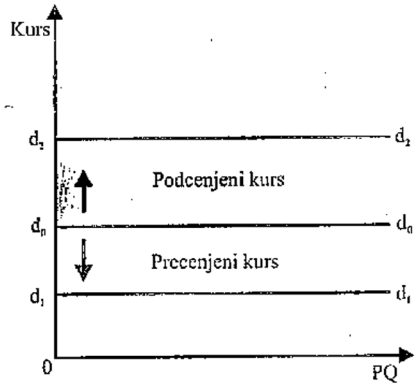
Uz navedeno moraju izostati i oštre meredevizne kontrole (visoke casrine, robni kontingenti, devizne kvote, dozvole, subvencije, ograhičenja, višestmki kursevi i sl.).

Bitno je da takav kurs ne dovede do promena deviznih rezervi i porasta spoljne zaduženosti privrede.

Realni devizni kurs izjednačava opšti nivo cena u zemlji sa opštim nivoom cena u inostranstvu.

Ukoliko je tržišni 111 izabrani devizni kurs ispod nivoa kursa koji se može smatrati realnim ili ravnotežnim (odraz je pariteta kupovnih snaga) tada je domaća valuta precenjena, a strana valut apodcenjena. To se može prikazati na sledeći način:

RAVNOTEŽNI, PRECENJENI I PODCENJENI KURS



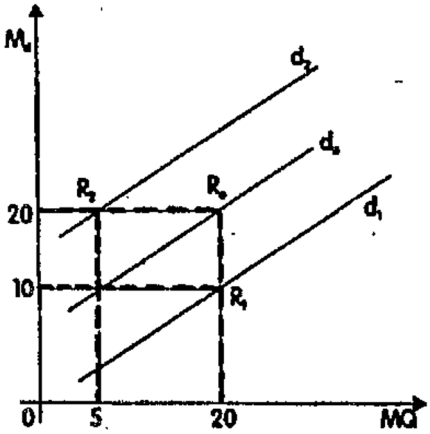
Ako je ravnotežni kurs do, svaki nivo kursa koji se nalazi iznad toga (d2) znači da se više domaćeg novca daje za jedinicu stranog novca. Domaći novac je podcenjen. Suprotno tome, svaki nivo kursa koji se nalazi ispod kursa ravnoteže znači da je kurs domaćeg novca precenjen i da se daje manje domaćeg novca za jedinicu stranog. Bitno je da se gleda da li je domaći ili strani novac precenjen ili podcenjen. Ako je domaća valuta precenjena tada je strana podcenjena i obrnuto, podcenjen domaći novac znači precenjen strani novac.

Ravnotežni devizni kurs se izvodi iz odnosa deviznog kursa koji se formira na deviznom tržištu i kursa koji se formira prema paritetu kupovnih snaga dve ili više privreda. Ravnotežni kurs može, stoga, da bude osnovni indikator u oceni precenjenosti ili podcenjenosti nacionalne valute.

Viša stopa inflacije u nacionalnoj privredi u odnosu na druge privrede (inosrranstvo) saglasno teoriji pariteta kupovnih snaga treba da se odrazi na opadanje kursa nacionalne valute, odnosno porast kursa stranih valuta. Devizni kurs formiran na deviznom tržištu ili efektivni devizni kurs uglavnom odražava odnose u nacionalnoj privredi, ponudu i tražnju deviza i stanje u platnom bilansu. Ukoliko devizni kurs na

deviznom tržištu pokazuje veću vrednost nacionalne valute u odnosu na paritet kupovnih snaga tada se radi o precenjenosti nacionalne valute. U tom slučaju cena po kojoj se vrši konverzija domaćeg novca u stvari je viša u odnosu na stvarni odnos pariteta kupovnih snaga. Za jedinicu stranog novca daje se manje jedinica domaćeg novca. Cene na domaćem tržištu su više u odnosu na cene u inostranstvu (po datom kursu), što je dovelo do opadanja kupovne snage domaće valute u odnosu na strane valute. Bila je potrebna deprecijacija domaćeg kursa da bi se izravnao paritet kupovnih snaga **i** kurs domaćeg novca bio realan kurs. To znači da je u slučaju precenjenog kursa domaćeg novca na deviznom tržištu **ovaj** kurs niži od kursa koji je rezultat pariteta kupovnih snaga. Domaći novac **je** „vredniji" u odnosu na strani, te se daje manje jedinica domaćeg novca **za** jedinicu stranog.

RAVNOTEŽNI (REALNI) KURS I ODSTUPANJE TRŽIŠNOG KURSA



Ako je na tržištu deviza ponuda (MQ) i tražnja deviza (Md) formirala ravnotežni devizni kurs u visini Ro, odnosno u odnosu 1:1 (20 jedinica stranog za 20 jedinica domaćeg novca). Ukoliko se odnosi ponude i tražnje izmene te se daje manje jedinica domaćeg novca za strani (npr 10 za 20) u tački Rl se formira novi kurs, ali je ovaj kurs domaćeg novca precenjen. Suprotno tome događa se u tački R2 (sada se daje 20 jedinica domaćeg za 5 jedinica stranog novca). To se događa na dbmaćem deviznom tržištu. Sada uključimo i stvamo tržište i odnose kupovnih snaga novca na domaćem i stranom tržištu. Ako je odnos dinara i evra 3,3:1, pod pretpostavkom da je aktuelni tržišni kurs 3,5:1, tada to znači da je dinar zvanično precenjen u odnosu na evro. Ako je na nemačkom tržištu moguće kupiti prema kursu 3,3:1 par cipela za 100 evra i to isto u (350 dinara), tada je kurs realan i odgovara paritetu kupovnih snaga. Kupiti na nemačkom tržištu ili tržištu isti par cipela je potpuno svejedno. Međutim, kako je zbog ubrzane inflacije u odnosu na Nemačku rast cena viši, na nemačkom tržištu kupac može kupiti cipele i dalje za 100

evra. Međutim, ukoliko želi kupiti on će izvršiti konverziju evro u dinare i na aktuelnom tržištu će dobiti 3,5 dinara za 1 evro. Pretpostavimo da su cene povećane za 6% tada može i dalje kupiti cipele za 350 dinara. Domaći kupac će uz kurs od 3,3 dinara za evro sada moći da raspolaže samo sa 330 dinara i neće moći da kupi cipele po tom kursu. Više mu se isplati da ih kupi po tom kursu u Nemačkoj jer tamo cipele i dalje koštaju 100 evra (odnosno konverzijom 3,30 dinara). Uvoz se isplati, izvoz se destimuliše.

Paritet kupovnih snaga jeste najznačajnija determinanta deviznog kursa. Međutim, postoje i drugi faktori koji dovode do odstupanja tržišnog deviznog kursa od pariteta kursa koji je odraz kupovnih snaga, a vezani su uglavnom za državni intervencionizam, ekonomsku politiku i kretanje kapitala.

Ako je devizni kurs domaće valute precenjen to znači da domaći izvoznici moraju davati više domaćeg novca za jedinicu stranog. Domaći izvoz postaje nekonkurentan. Mnogi proizvodi koji bi se mogli proizvoditi u zemlji uvoze se, što deluje na ograničavanje domaće proizvodnje i visoku uvoznu tražnju. Time se sužavaju i komparativne prednosti domaće privrede. Smanjenje izvoza i porast uvoza dovode brzo do deficita platnog bilansa. Ako su normalne mogućnosti finansiranja defjeita iscrpljene[366] tada se preduzimaju korektivne mere, a pre svega povećanje kur'sa stranog novca (devalvacija domaćeg novca), ograničavanje uvoza i devizna kontrola.

Ako je domaća valuta podcenjena,[367] tada je devizni kurs iznad kursa ravnoteže (vidi sliku 4). Visoka cena deviza poskupljuje uvoz, što dovodi do ograničenja uvoza i povećanja izvoza. Time se popravlja stanje u trgovinskom i platnom bilansu.

Da navedemo samo najvažije:

1. Spekulacije na deviznom tržištu koje mogu da obore kurs domaće va lute, čime se snižava njen devizni kurs ispod kursa pariteta kupovnih snaga,
2. Trgovinske restrikcije koje mogu da budu oštrije u jednom pravcu, posebno . kada je uvoz više ograničen u odnosu na izvoz,
3. Promene u relativnim odnosima cena,[368] odnosno visina stope inflacije u jednoj i drugoj zemlji, što direktno deluje na paritet kupovnih snaga,
4. Kretanje dugoročnog kapitala, posebno izvoz kapitala, bilo spekulativni bez kapitala, plaćanje obaveza, direktna ulaganja u inostranstvo i dr. mogu udaljiti devizni kurs valute u odnosu na paritet kupovnih snaga. Bekstvo i izvoz kapitala mogu depresirati devizni kurs valute ispod pariteta kupovnih snaga,
5. Centralna banka i vlada određene zemlje mogu intervenisati na deviznom tržlštu i veštački podržavati devizni kurs iznad deviznog kursa koji bi bio odraz pariteta kupovnih snaga,
6. Namerno provedena devalvacija[369] ili revalvacija, iznad ili ispod ravnotežnog kursa, mogu dovesti do većih odstupanja ova dva kursa itd.

---

366 Videti deo u kojem šire izučavamo sistem finansiranja deficitaplatnog bilansa.

367 Domaća valuta je podcenjena kada joj je devizni kurs iznad kursa ravnoleže. odnosno kada sezajedinicu strane valute daje veći iznos domaće valute.

368 Opšte je prihvaćen stav da je ispravnije uzeti u obzir opšti nivo cena dve zemlje. nego uzimati u obzir samo nivo ccna spoljnotrgovinskih proizvoda. Paritet kupovnih snaga adekvatnije se izražava preko opSteg nivoa cena u dve zcmlje.

369 Sire o devalvaciji raspravljamo na dmgom meslu.

8. DEVIZNI KURS I NACIONALNA PRIVREDA

Devizni kurs je cena inostranog novca (devize, valute). Deviza je roba sui generis. U domicilnoj državi je novac, u inostranstvu roba. Tu se ogleda jedinstvo i zakonitosti odnosa mase novca i njegove vrednosti i ostalog robnog sveta. Stoga se i kod određivanja deviznog kursa javljaju ponuda i tražnja deviza na deviznom tržištu kao osnovni faktori određivanja visine i varijabiliteta deviznog kursa. Devizni kurs je stoga i rezultat stanja i odnosa u platnom bilansu. Robne cene se određuju na tržištu odnosima ponude (proizvodnje) i tražnje (potrošnje), dok se devizni kurs određuje kretanjem u platnom bilansu, a na osnovu toga kretanjem ponude i tražnje deviza na domaćem tržištu. Devizni kurs nije autonomna varijabla razvoja privrede.[370] Uglavnom se radi o upravljanju deviznim kursem u zavisnosti od ciljeva nacionalne ekonomske politike koji se žele postići (stabilnost, ekonomski rast, zaposlenost, ravnoteža platnog bilansa, stimulacija izvoza, politika uvoza itd.).

U sistemu **fluktuirajućih** kurseva kurs se formira slobodno na osnovu dominantnog delovanja ponude **i** tražnje deviza.Kada se kaže slobodno tada se misli na kurs koji bi se stvamo formirao na bazi stvamih odnosa ponude i tražnje deviza. Ponuda i tražnja deviza su vrlo promenljive te se mogu vrlo često menjati, čime bi i devizni kurs brzo i često fluktuirao. S dmge strane u sistemu fiksnih kurseva i ponuda i tražnja se javljaju kao manipulisane veličine. One se javljaju kao posledica direktne intervencije države (centralne banke) u očuvanju izabranog deviznog kursa. **Stabilan i izabrani kurs** se brani, kako preko regulisanja tražnje deviza, tako **i** regulisanjem ponude (uglavnom preko intervencija centralne banke). Stabilnost kursa postaje od nacionalne ekonomske ili stabilizacione politike i sve mere se preduzimaju da se ta stabilnost održi. Međutim, kada se fiksirani kurs nastoji održati **u** uslovima deficita platnog bilansa, većeg odliva **u** inostranstvo i većih dospelih obaveza o kreditima, tada ne postoje devizne rezerve centralne banke koje mogu da izdrže pritisak tražnje **(i** odliva) deviza: Devizni kurs postaje nerealan, odnosno precenjen. Upravo se kod fiksnog deviznog kursa, koji se štiti po svaku cenu, javlja problem precenjenosti ili podcenjenosti, a to znači odstupanje od realnog deviznog kursa sa svim implikacijama na izvoz, uvoz i platni bilans. To je dovelonajveći broj zemalja da uvedu sistem kombinacije fiksnog i fluktuirajućeg deviznog kursa, koji sejavljakao upravljačko – fluktuirajući devizni kurs, odnosno ograničeno fluktuirajući kurs. Uglavnom se radi o određivanju margina fluktuacije (npr. 4,5%) naviše i naniže u odnosu na izabrani devizni kurs, nakon čega sledi intervencija centralne banke i države.

Danas je to uglavnom preovlađujući sistem deviznih kurseva (članica MMF).

Klizajući **devizni kurs,** videli smo, predstavlja takav kurs koji veoma liči na permanentne minidevalvacije.[371] Dozvoljava se češća promena kursa prema kretanju izabranih indikatora kao što su:

1. Cena na malo (inflacija) u privredi i u ostalim zemljama,

---

[370] Devizni kurs često postaje i aulonomna varijabia ili „sidro" oko kojeg se kreću druge mere stabliizacione politike.

[371] Ceslo se sa fiksnim kursom javljaju i tzv. višestruki dcvizni kursevi kao sistem u kojem se pored zvaničnog kursa, kao baznog, javlja niz drugih kurseva (za pojedine robe, usluge, izvoz, uvoz, regione i dr.) sa specifičmm delovanjem na izvoz i uvoz nacionalne privrede. Ovaj sistem ima niz slabosti zbog velikih redistributivnih efekata. Samo se izuzetno primenjuje.

2. Troškovi života i ukupni troškovi, odnosno konkurentska moć nacionalne privrerJe,
3. Kretanje kurseva na inostranim tržištima,
4. Konkurentna sposobnost izvoza,
5. Promene u platnom bilansu,
6. Promene u deviznim rezervama (topljenje deviznih rezervi),
7. Politika izvoza i uvoza i popravljanje odnosa u trgovinskom bilansu, i dr.

Izbor deviznog kursa nije arbitramo pitanje. On traži detaljnu analizu internih i eksternih faktora deviznog kursa, odnosa u platnom bilansu, ciljeva i zadataka makroekonomske politike i dr. Devizni kurs ima veoma veliki uticaj na privredni razvoj svake države, zbog čega je predmet interesa ovih struktura društva. Osnovno delovanje deviznog kursa je na izvoz i uvoz, odnosno trgovinski bilans, a preko njega i na platni bilans. Precenjeni devizni kurs, poznato je, podstiče uvoz robe i usluga, preteranu apsorpciju iz inostranstva, a to znači da društvo „živi iznad svojih mogućnosti" i to sve dotle dok **se** takav precenjeni kurs može održati. Precenjeni kurs može delovati i antlinflatomo, jer omogućava jevtiniji uvoz i bolje snabdevanje domaćeg tržišta (veća uvozna ponuda). Na isti način **se** može podsticati proizvodnja preko jevtinijih uvoznih inputa. Istovremeno povećanim uvozom dolazi i do kontrakcije novčane mase u privredi, čime se deluje dvostmko stabilizaciono. **Podcenjeni** devizni kurs, posebno kada se svesno provodi politika podcenjenog kursa, stimuliše izvoz, ograničava uvoz (poskupljuje ga), čime dovodi do popravljanja trgovinskog i platnog bilansa.

Podcenjeni kurs stimulativno deluje na efikasnu realokaciju resursa u pravcu izvoznih grana i prelivanja dohodaka u eksportne industrije. Međutim, podcenjeni kurs dovodi i do prelivanja dohotka (nacionalnog bogatstva) u inostranstvo i specifičnog oblika eksploatacije privrede preko nepovoljr.ih odnosa razmene. Depresirani (podcenjeni) devizni kurs dovodi do velikog odliva kapitala iz zemlje preko kamatnih obaveza i obaveza po inostranim zajmovima, jer **se** sve veći deo nacionalnog novca (i bogatstva) mora konverzijom odlivati u vidu dospelih obaveza. No, ovaj momenat se nedovoljno uvažava u zemljama dužnicima pri izmirivanju kreditnih obaveza. Međutim, efekti podcenjenog kursa su gotovo identični efektima devalvacije.[372]

Realni devizni kms, ukoliko ga je moguće na duži rok odrediti i održati, deluje dovoljno stimulativno na izvoz i uvoz. On je u stvari odraz stvarnog položaja i konkurentne moći privrede na svetskom tržištu. „Uz realan devizni kurs nacionalna privreda ima pregled konkurentske sposobnosti svojih izvoznika i pouzdan je indikator odstupanja nacionalnih kriterija rentabilnosti poslovanja u odnosu na postojeće kriterije na međunarodnim tržištima".[373] Ovaj kurs ukazuje na rentabilne industrije i izvoznike koji se mogu uspešno uključiti na svetsko tržište. Reaian devizni kurs selekcioniše izvozne industrije od industrija koje su namenjene domaćem tržištu.[374]

Realni devizni kurs, koji je u isto vreme i ravnotežni kurs, predstavlja dobru osnovu za aktivnu i pasivnu zaštitnu politiku, ali i politiku podsticanja izvoza i zaštite domaćih proizvoda, odnosno efikasnu politiku selekcije uvoza.

Zbog mnogostrukog delovanja deviznog kursa na nacionalnu privredu izbor deviznog kursa nije ni jednostavan, a ni odraz prethodne odluke. Redovno **je** potrebno

---

372 Videti deo u kojem šire izučavamo devalvaciju i njene efekte.

373 Dr D. Stojanov: Međunarodne flnansije... str. 84.

374 Realni devizni kurs se često danas izjednačava saterminom „realna kamatna stopa"; odnosno njihovo formiranje vezano za *stopu* inflacije *u* privredi. Iz komparativnog posmatranja kretanje stope inflacije i stopc rasta deviznog kursa (stranih valuta) traži se i „reaini" devizni kurs. Mada je to kod icamate korcktno, kod dcviznog kursa nije.

sagledati sve **direktne** i **indirektne efekte** i posledice izabranog kursa na nacionalnu privredu.[375]

9. MONETARNA POLITIKA U USLOVIMA FIKSNIH I FLUKTUIRAJUĆIH KURSEVA

U sistemu fiksnih deviznih kurseva domaći novčani opticaj mora se podrediti ponašanju deviznih rezervi, odnosno stanju platnog bilansa. Devizne rezerve time postaju osnovna determinanta regulisanja unutrašnjeg novčanog opticaja. Njihovo povećanje (preko obaveznog otkupa deviza od centralne banke) dovodi do povećanja novčanog opticaja, a smanjenje – do smanjenja mase novca u opticaju.

Monetarne vlasti time imaju siguran oslonac i elemenat u vođenju monetarne politike, ali, istovremeno, i egzogeno (spoljni) određen oslonac na koji se može relativno malo delovati. Tako najčešće dolazi do divergentnog kretanja robno–novčanih transakcija i potreba za novcem i procesa njegovog stvaranja i povlačenja. Postavlja se pitanje: da li danas u okolnostima delovanja fluktuirajućih kurseva, kao i sve većeg odvajanja intervencija centralne banke na osnovu promena deviznih rezervi (što postaje samo jedan kanal emisije, čak kanal sekundarnog karaktera), da li je, dakle, osnovna orijentacija monetarno–kreditne politike eksterna komponenta, stanje platnog bilansa i eksterna likvidnost ili je to postala pre svega domaća privreda, formiranje likvidnosti reprodukcije, stabilizacija tokova, strukturna delovanja (selekcija) u razvoju, sektorsko prenošenje kupovne snage unutar privrede i dr. Mislimo da je i dalje u teoriji i praktičnoj monetarnoj politici prisutan klasičan stav, nekritički prihvaćen od većine ekonomista (formiran u periodu fiksnih kurseva) sada prevaziđen. Više ne odgovara novim odnosima i novoj filozofiji **interne i eksterne** ravnoteže, odnosno neravnoteže.[376] Ovo posebno ne odgovara novim koncepcijama vođenja monetarne politike u zemlji, o čemu šire raspravljamo na dmgom mestu.

U vođenju monetarne politike obično se polazi od stava da „dinar treba da ima devizno pokriće", odnosno da rast deviznih rezervi služi kao osnova za emisiju novca centralne banke. Ovakav pristup u vođenju monetarne politike je nekorektan iz nekoliko razloga:

1. U situaciji deficita platnog bilansa, posebno kada se deficit povećava, morala bi se voditi deflaciona (restriktivna) monetarna politika. Odliv deviza i plaćanje većeg uvoza dovodi do povlačenja novca iz privrede. Privreda (i banke) postaju trajno nelikvidne.
2. Deficit platnog bilansa uglavnom je rezultat deficita trgovinskog bilansa (veći uvoz u odnosu na izvoz roba i usluga). Emisija novca i kredita više se vezuje

[375] Dr Slobodan Komazec: Monctarna *i* flnansijskaekonomija... str. 82–96.

[376] Osnova stabilnog deviznog kursa je unutrožnja privredna ravnotcža (intcma stabilnosi cena). Teorija je do sada polazila od toga da se stabilan devizni kurs može održati. u sluCaju pojave nestabilnosti privrede, samo kroz monctamo–politižke mere stabilizacije. Prematome, monetarno–kreditna politika najvcću efiknsnost poknzuje na području platno–bliansnog uravnotežavanja.

za robne fondove iz uvoza, a manje za domaću proizvodnju i ponudu domaćih robnih fondova na tržištu. Monetarna politika ne deluje stimulativno na proizvodnju, izvoz i livkidnost privrede, ali nije ni u funkciji uravnotežavanja domaćeg tržišta (ponude i tražnje roba na tržištu).

3. Novoj filozofiji interne i eksterne ravnoteže (žrtvovanje eksteme ravnoteže),videli smo, ne odgovara politika vezivanja emisije novca i kredita za devizno pokriće. U slučaju fluktuirajućeg kursa ovaj kurs često oscilira, uglavnom u pravcu snižavanja, tako da se i monetarna politika mora tome podešavati. Naime, pad deviznog kursa praćen je rastom cena u privredi, ali i odlivom deviza, tako da se deflatorni efekti restriktivne monetarne politike javljaju dvostruko jače. Naime, ni rast cena (bar jedan deo) se ne „popunjava" monetarnom emisijom, bez obzira što je inflacija nemonetarnog porekla, tako da monetarna politika ima sve elemente krizno–deflatomog delovanja.
4. Slabe izvozne performanse privrede, u slučaju mogućnosti uzimanja inostranih finansijskih kredita, da bi se pokrio deficit trgovinskog i platnog bilansa, delovaće inflatorno preko dodatne emisije domaćeg novca, a promena deviznog kursa–deprecijacija, preko obračuna obaveza po novom kursu dovešee do odliva nacionalnog proizvoda u inostranstvo. Postoje i drugi efekti indirektnog negativnog delovanja kursa na domaći novčani opticaj.
5. U uslovima postojanja fiksnog deviznog kursa zbog različitog kretanja inflacije i troškova poslovanja u zemlji i inostranstvu, ovaj kurs vrlo brzo postaje precenjen ili podcenjen. Država merama monetarne kontrole i intervencijama na deviznom tržištu nastoji da zaštiti kurs (posebno kada pada kurs domaćeg novca). Devizne rezerve se tope, a time se smanjuje masa novca u opticaju nastala na bazi deviznog pokrića. Država mora da vodi oštru restruktivnu monetarnu politiku i politiku deflacije, a to znači da žrtvuje internu stabilnost i ravnotežu ekstemoj ravnoteži.
6. Fiksni devizni kurs primorava državu da se staino prilagođava stanju platnog bilansa i da vrši prilagođavanje deviznog kursa, što znači da eksterni faktori u kreiranju i povlačenju novca dobijaju dominantan značaj. Država u uslovima fiksnog kursa vrlo često gubi svoj monetarni suverenitet.

Monetarna politika ostvaruje različite efekfe I ima različit domet delovanja (samostalnost) u usiovima fiksnih 5 fiuktuirajućih kurseva. Izbor oblika kursa je od veSikog značaja za privređe kod kojlh je mčešee tnvoza I izvoza *m* društvenom proizvođn značajno. To nije čisto arbitrarno pitanje. Od toga zavisi koliko će centralna monetarna vlast bitl u stanju da drži pod kontroSom masu novca *u* optkaju, emisiju pninansog novca, nivo kamatnih stopa, Sikvidnost privrede I banaka, ali I očuvatž sopstvenl monetarai suverenitet

U sistemu fflksnog kursa, sa Icretanjem kapitaSa, raema aatonomne monetarne politike. Ako se nastoji da domaći novac ima devizno pokriće 100%, to zahteva veliku disciplinu bankarskog i finansijskog sistema. Povećanje novčane mase obezbeđuje se isključivo povećanjem deviznih rezervi u zemlji (devizni neto priliv). Autonomne monetarne politike vezane za robne transakcije u privredi i proizvodnju praktički nema.

U sistemu slobodno fluktuirajućeg kursa, pri čemu se kurs formira prema ponudi i tražnji na deviznom tržištu, bez intervencije centralne banke iz deviznih rezervi. Centralna banka je ovde u situaciji da vodi autonomnu monetarnu politiku, u zavisnosti od potreba proizvodnje i prometa, a u skladu sa izabranim ciljevima monetarne politike.

Novčani opticaj se formira nezavisno od visdine i kretanja monetarnih rezervi. Ovaj sistem deviznog kursa vezan je i za velike oscilacjje domaćih cena, nominalnih (i realnih) kamata, paralelno sa oscilacijom kursa. Što je kurs više odmaknut od slobodno fluktuirajućeg kursa, to je veća mogućnost kontrole monetarnih agregata i samostalnost monetarne politike (okrenute intemoj ravnoteži i nacionalnim sferama razvoja, dok je platni bilans stavljen u funkciju ostvarivanja ovih intemih ciljeva). Nerazvijene privrede zbog toga često preferiraju fiksni kurs, ali bez posebne namere i da ga brane iz deviznih rezervi (koje su i inače male i nedovoljne), pribegavajući pri tome povremenim devalvacijama valute. Druga varijanta je izbor politike „kontrolisanog klizanja kursa", koji često koriste male države u procesu tranzicije.

GLAVA DRUGA

UPRAVLJANJE DEVIZNIM KURSOM

1. INTERVALUTARNA VREDNOST NOVCA I KUPOVNA SNAGA

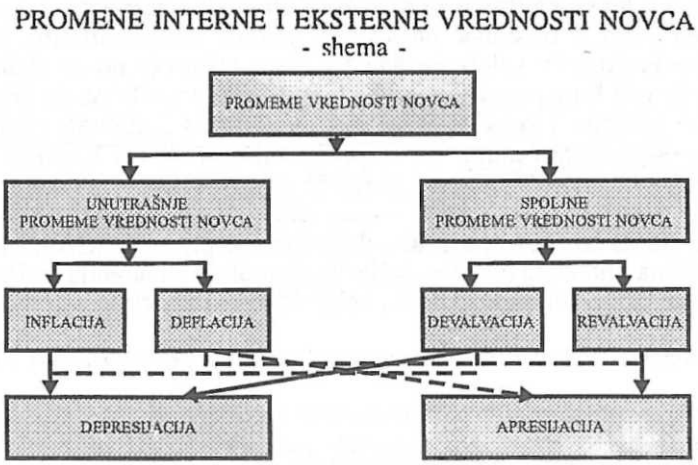
Vrednost novca se pojavljuje u dvojakom obliku: kao kupovna moć novca u zemlji i intervalutama ili međunarodna vrednost.

U formiranju deviznog kursa, primetili smo usku vezu između unutrašnje kupovne snage novca i njegove intervalutame vrednosti (deviznog kursa). Kupovna snaga novca na domaćem tržištu osnova je, pored ostalog, formiranja deviznog kursa nacionalne vaiute. Dugoročno posmatrano, oscilacije deviznog kursa funkcionalno su vezane za promene kupovne snage nacionalne valute.

Prema tome, inflacione ili deflacione promene u nacionalnoj privredi, koje deluju na kupovnu moć novca unutar privrede, neposredno se odražavaju i na intervalutamu vrednost novca. Nema, niti može biti, stabilnog deviznog kursa, ukoliko kupovna snaga novca apsolutno i relativno (u odnosu na druge valute) opada.

Proces inflacije dovodi do toga da kupovna moć novca na domaćem tržištu opada, tako da dolazi do odstupanja nominalne vrednosti novca od njegove funkcionalne vrednosti. Zbog negativnog efekta, koji se neminovno stvara u spofjnotrgovinskim odnosima, država pristupa merama korekcije intervalutame vrednosti novca, te njima nastoji uskladiti nominalnu vrednost novca na domaćem tržištu sa stvarnom kupovnom snagom, odnosno dovesti u sklad kupovnu snagu na domaćem i inostranom tržištu. Jer, u osnovi, devizni kurs treba da posluži alineaciji (izjednačavanju) domaćih cena i cena na svetskom tržištu.

Sve promene novca u zemlji i inostranstvu mogu se prikazati na sledeći način:



Pojave koje su povezane isprekidanim Hnijama obično idu jedna uz drugu, nekad su i u uzročno–posledičnoj vezi npr. veza revalvacije i deflacije, odnosno devalvacije i inflacije, mada to ne mora da bude uvek slučaj. Kao potvrdu za ovo možemo uzeti slučaj revalvacije nemačke marke krajem sedmdesetih godina, koja kao apresijacija intervalutne, dakle spoljašnje vrednosti, nije izazvala i apresijaciju novca u zamlji, odnosno defkiju već naprotiv dalji rast cena u zemlji. Ovo se dešavalo, uglavnom, zbog krutosti cenea i troškova, otpora sindikara i preduzeća njihovom sniženju. Ipak se moOže reći da povezanost između navedenih pojava postoji kao tendencija.

2. DEVALVACIJA NACIONALNOG NOVCA

1) DEVALVACIJA KAO MONETARNA MERA

Šta je devalvacija? Čemu služi i zbog čega se provodi? Kada se pristupa devalvaciji? Kakvu su efekti i posledice devalvacije? Ko ima koristi od devalvacije, a koga pogađa?

Kupovna snaga u zemlji **i** intervalutama vrednost podležu promenama i to kako namernim (merama monetarne politike), tako i spontanim (inflacionim i deflacionim

kretanjima u privredi.[377] Ako vrednost novca raste tada govorimo o **aprecijaciji** novca, ukoliko pada govorimo o **deprecijaciji** vrednosti novca. Pad kupovne snage novca u zemlji vezan je za pojavu **inflacije,** a porast kupovne snage novca za **deflaciju** (deflaciju karakteriše smanjena količina novca u opticaju, vezana za restriktivnu monetarnu politiku, što je praćeno snižavanjem cena, mada je snižavanje cena redak fenomen, posebno u savremenim privredama).[378]

Šta je devalvacija?

Devalvacija je namerno i zakonskim putem (odlukom monetarne vlasti) smanjenje vrednosti nacionalne valute u odnosu na njen standard – zlato ili druge valute. To je u stvari povećanje cene strane valute, odnosno smanjenje cene domaće valute. Devalvacijom se samo zvanično konstatuje smanjenje vrednosti nacionalne novčane jedinice, koja je već zbog delovanja inflacije u privredi (znatno više **u** odnosu na druge zemlje) izgubila realnu kupovnu snagu, a privreda zbog porasta cena i troškova poslovanja postala nekonkurentna na svetskom tržištu.[379] Ako je domaća valuta vezana za dmge valute (a ne za zlato kao ranije) devalvacija se vrši kroz povećanje kursa dmgih valuta **u** odnosu na domaću valutu. To je obično praćeno i velikim deficitom trgovinskog i platnog bilansa.

Platni bilans se može pojaviti i deflacijom u privredi. Međutim, zbog slabe elastičnosti cena i nadnica na dole, deflacija dovodi do smanjenja tražnje, potrošnje, privredne stagnacije i nezaposlenosti, nelikvidnosti i dr. čime se plaća skupa cena za uravnoteženje platnog bilansa. Danas, stoga, gotovo ni jedna zemlja ne želi ostvarivati eksternu ravnotežu preko deflacije, odnosno stagnacijom i nezaposlenošću.[380]

Platni bilans se može uravnotežavati i uvođenjem devizne konktrole (ograničavanje i racionalizacija potrošnje i tražnje deviza), ali se time ne otklanja tzv. fundamentalna neravnoteža u privredi. Devalvaciji se i pristupa kada je devizni kurs zbog dužeg trajanja fundamentalne neravnoteže i inflacije postao precenjen tako da se devalvacijom t ostiže kurs ravnoteže. Devalvacija često služi i kao sredstvo za podsticanje izvoza i ograničavanje uvoza, da bi se popravilo stanje u platnom bilansu. Ovo je često vezano za politiku preterane devalvacije, da bi se povećala konkurentna moć domaće privrede na svetskom tržištu (konkurentna devalvacija, odnosno anticipirana devalvacija). Mnogi to smatraju i valutnim dampingom, odnosno ofanzivnom devalvacijom.

Devalvacija se izračunava na isti način kako se izračunava stopa smanjenja kupovne snage novca:

$$d' = i\frac{100}{i} \cdot 100$$

dok kod deviznog kursa to izgleda ovako:

---

377 Šire o navedenom u knjizi dr S. Komazec: Monetarna i flnansijskaekonomija; Štampa, Šibenik, 1988, str. 868–882.

378 Dr Slobodan Komazec: Strategija stabilizacije ekonomskog sistema... str. 588–594.

379 Devalvacija se javlja kao direktna posledka inflacije. Proces se odvija u uslovima fiksnih ili upravljivo fluktuirajućih kurseva. U uslovima fluktuirajućih (slobodnih) kurseva oni bi automatski padali u srazmeru sa unutrašnjim obezvređenjem novca, tako da posebna korckcija deviznog kursa ne bi bila potrebna.

380 Engkska je pokušala *1947.* u cilju stabilizacije funte i privrede da to osigura *deflacijom.* Međutim. niti je stabilizovala funtu, ni privredu. niti je uravnotežila platni bilans. ali je izazvala krizu i depresiju u privredi.

$$\frac{\frac{k2}{k1}\cdot 100 - 100}{\frac{k2}{k1}}\cdot 100$$

U navedenom obrascu 1 je indeksni broj i izračunava se iz sledećeg odnosa:

$$i = \frac{k2 \cdot 100}{k1}$$

U našem slučaju odnosa dinara i DEM to iznosi:

$$i = \frac{4 \cdot 100}{3}$$

Dakle, dinar je devalvirao za 25%, dok je njegova intervaSntaraa vrednost iznosila 75% prethodne.

Od drugog svetskog rata dinar je devalvirao dvadeset puta, te mu je u odnosu na početnu vrednost sadašnja intervalutarna vrednost praktično nula (u međuvremenu su izvršene brojne valutne reforme, sa brisanjem petnaest nula).

Dinar je 1973. kao i niz dmgih valuta prešao na fluktuirajući kurs. Kurs se formira na deviznom tržištu u zavisnosti od ponude i tražnje deviza, ali i niza drugih faktora.

Dinar je u toku poslednjih 46 godina menjao vrednost (devalvirao) 23 puta. Prosečno, d.akle, svake druge godine. Istovremeno je izvršeno i sedam đenominacija. Pri tome je naša nacionalna valuta „izgradila" 28 nula. To znači da neprekidno opada vrednost domaće valute

2) DIREKTNI I INDIREKTNI EFEKTI DEVALVACIJE

Devalvacija znači zvanično priznanje stvarnog stanja privrede u .kojoj su troškovi i cene u zemlji koja menja dosadašnji paritet svoje nacionalne valute, porasli, i to zbog inflacije iznad svetskih cena, odnosno cena na tržištima zemalja glavnih uvoznika ili izvoznika.

Ako je intervalutami kurs cena neke strane valute izražen u domaćoj valuti, onda je osnovni smisao kursa da izravna domaći nivo cena i cena u inostranstvu. Preko deviznog kursa bi trebale domaće cene biti ekvivalentne cenama iste robe u inostranstvu.

Ako par cipela u nas košta 490 dinara (100 $), a te iste cipele se u SAD mogu kupiti za 392 dinara (80 $) očito je da domaća roba ne može konkurisati američkoj, da je preskupa i da ovaj kurs od 4,90 dinara nije odraz pariteta kupovnih snaga. Jugoslavija bi morala sprovoditi polliSku deflađje (smanjenja novca u opticaju i sniženja cena), pa da i kod nje cena bude 392 dinara. Međutim, ovo neminovno dovodi do pada proizvodnje, nezaposlenosti i pada nacionalnog dohotka, što je u savremenim privredama nezamislivt, ili pak treba pristupiti devalvaciji dinara, tj. smanjenju vrednosti dinara u odnosu na dolar (ili i u odnosu na zlato kao standard). U ovom slučaju to je devalvacija od 20%.

Devalvacija je, prema tome, jedna monetarno–politička mera koja ima za cilj prilagođavanje, odnosno adaptiranje, domaćeg nivoa cena svetskom tržištu.

Sve do prvog svetskog rata devalvacija je bila nepoznata pojava, jer je tada bilo na snazi zlatno važenje, zlato u opticaju, a to je pretpostavljalo potpunu slobodu trgovine i opticaja zlata (to je poznati laisser faire), odnosno postojanje ravnoteže u privredi i međunarodnim tokovima robe i novca, tj. postojanje mndarnentalne uravnoteženosti privrede.

Da bl se otklonio deficit platnog bilansa, a privreda postala konkurentna na svetskom tržištu, monetarna vlast donosi odluku da izvrši devalvaciju svoje valute. Monetarna vlast traži koji bi kurs bio dovoljno stimulativan za izvoz a da pri tome ne dovede do neželjenih posledica (pritisak inflacije, uvoznih troškova, pad standarda, struktura uvoza i izvoza i dr.) i bira procenat fstopul devaU'acije

Smisao devalvacije valute i jeste u tome da se domaći proizvođači preorijentišu na inostrana tržišta (izvoz), a domaći kupci na domaće tržište. .

Efekti devalvacije na izvoz i uvoz zavise od četiri vrste cenovne elastičnosti:

1. Elastičnosti strane tražnje domaćih proizvoda (zemlje koja je devalviraia),
2. Elastičnosti domaće ponude izvoznih proizvoda,
3. Elastičnosti domaće tražnje uvoznih proizvoda,
4. Elastičnosti strane ponude uvoznih proizvoda.

Strana tražnja domaćih izvoznih proizvoda mora biti dovoljno elastična na **relativno sniženje cena devalvacijom.** Bitna je i **robna struktura izvoza.** Ako je izvozna straktura više diversifikovana tada se lakše nalaze kupci za robu i usluge. Devalvacijom mnogi proizvodi **koji** se do devalvacije nisu izvozili sada postaju konkurentni.

Elastičnost domaće ponude izvoznih proizvoda je veoma značajna pri devalvaciji valute. Jer, potrebna je dodatna ponuda roba za izvoz, a to se može ostvariti ili iz već osiguranih zaliha za izvoz, ili novom dodatnom proizvodnjom, odnosno preusmeravanjem ponude sa domaćeg tržišta na inostrano tržište. Pošto devalvacija smanjuje uvoz često se teško aktiviraju kapaciteti i povećava proizvodnja. jer uvozna roba **i** repromaterijal, delovi, oprema i dr. postaju skuplji, što može da inicira inflaciju **u** zemlji.

Elastičnost domaće tražnje uvoznih proizvoda zavisi od uvozne zavisnosti privrede **i** strukture uvoza. Ukoliko se uvoz sastoji iz esencijalnih životnih proizvoda (hrana, lekovi, sirovine, energija, delovi) tada se uvoz neće moći značajnije smanjiti, ali će poskupeti za visinu stope devalvacije. Luksuzni proizvodi i nebitni za standard stanovništva i proizvodnju mogu se devalvacijom smanjiti.

Klastičnost strane ponude uvoznih prolzvoda se izražava preko poskupljenja uvoza. Devalvacija treba da smanji tražnju inostranih proizvoda. Da bi ostao konkurentan kao pre devalvacije strani izvoznik može da snizi cene ili daje dmge beneficirane uslove prodaje da bi osigurao plasman, što može neutralisati očekivane efekte devalvacije na uvoz.

Devalvacija može imati i indirektne efekte.

Pošto dovodi do pojevtinjenja faktora proizvodnje u odnosu na inostranstvo može doći do povećanog interesa inostranog kapitala za investicije u zemlji koja je devalvirala. Naravno, to zavisi i od niza drugih faktora: stope devalvacije, odnosa na svetskom tržištu, kretanja kapitaia, verovatnoće da cene nakon devalvacije ostanu duže stabilne, mogućnosti repatrijacije kapitala, efikasnosti privrede i projekta deviznog režima, političke situacije i dr.

Nakon devalvacije vlasnici kapitala nastoje da pobegnu od devalvirane valute pretvarajući kapitai u čvrstu valutu, da bi se zaštitili od gubitaka i kursnog rizika. Bekstvo ovog kapitala kratkoročnog karaktera („vrući novac") dovodi do slabljenja nacionalne valute, topljenja deviznih rezervi i pogoršanja odnosa u platnom bilansu. Da bi se sprečilo bekstvo kapitala i konverzija u strana sredstva plaćanja obično se devalvacija priprema u najvećoj tajnosti i proglašava iznenada. Obično se devalvacija objavljuje preko vikenda. Pri tome se privremeno zatvaraju devizne berze, pa i efektne berze, a prethodno, uoči devalvacije, daju veoma optimistične izjave da devalvacije neće biti i da nije potrebna.

Moguće je da se jedan deo ranije odbeglog kapltala nakon devalvacije vrati u zemlju. Koliko će se kapitala repatrirati zavisi od stope devalvacije, poverenja u valutu, očekivanja od budućeg kretanja kurseva, perspektiva tokova privrede, realnosti utvrđenog novog kursa, povlastica koje se dobijaju, mogućnosti plasmana povraćenog kapitala, poreske politike i dr.

Devalvacija snažno deluje i na sektor usluga, posebno turističkog karaktera. Sniženje cena domaćih usluga za strane korisnike može povećati turistički promet i devizni priliv. Istovremeno putovanja u inostranstvo postaju skuplja (konverzijom domaće valute za stranu, obično konvertibilnu valutu), što dovodi do smanjenja deviznog odliva. Ovi tokovi deviza popravljaju odnose u bllansu usluga (uz porast deviznih doznaka) što dovodi do povećanja efikasnosti devalvacije uz rast deviznih rezervi.

Devalvacija ima snažne efekte na inostrane dugove zemlje koja devalvira valutu. Kod dugova iskazanih u stranoj valuti devalvacija nema neposredne efekte, kada je u pitanju nacionalna privreda. Dug treba vratiti u odgovarajućoj devizi. Pitanje je samo da li se do deviznog priliva teže ili lakše dolazi nakon devalvacije. Za pojedine banke i preduzeća nakon devalvacije trebaće znatno više domaćeg novca za kupovinu deviza da bi se izmirile devizne obaveze prema inostranstvu. Međutim, nacionalna privreda će morati znatno više izvoziti svoje proizvode i usluge (koji su pojevtinili) da bi se izvršavale obaveze po dugovima inostranstvu.

Devalvacija ima snažne redistributivne efekte u nacionalnoj privredi, jer dovodi do velikog prelivanja dohotka iz uvozno zavisnih u izvozne grane privrede.

Devalvacija ima višestruke efekte preko promena izvoza (rast) i uvoza (pad) na nacionalni dohodak preko multiplikativa spoljne trgovnme.[381]

Devalvacija je opravdana samo onda ako se izvrši u visini koja je potrebna da se ušpostave kursevi ravnoteže.[382] Država može izvršiti devalvaciju u većem stepenu od stepena inflacijorn deprecirane valute. Tada nastupa „konkurentna devaivacija" koja dobija oblik valutnog dampinga. Mada se može na kratku stazu učiniti korisna, ona kao oblik nelojalne konkurencije, na duži rok, može biti veoma opasna. Do ravnoteže se može doći, videli smo, i uspešnim sprovođenjem deflacije u zemlji. Ipak, postoji bitna razlika. Deflacija je opasna za nacionaini dohodak, zaposlenost i privredni rast. Jer,

[381] Efekte ovog detovanja videti u delu u kojemrazmatramospoljnotrgovinskimuUiplikatos:. 52

[382] Engleska je to pokušaia 1947. godine radi stabilizacije funte i privrede – provela je deflaciju. da bi ugušila infiaciju – pa nije stabilizovala funtu, ni privredu, a izazvala je krizu i depresiju s nezapos.enošću u prjvredi.

preko devalvacije se postiže izravnavanje cena domaće robe s cenama robe na svetskom tržištu, tj. izravnavaju se domaće i strane cene u zlatu lii u stranim valutama, a cene u zemlji ostaju nepromenjene (devalvacija ne utiče neposredno na cene u zemlji), suprotno tome – kod deflacije se smanjuju cene u zemlji i tako smanjene cene, preračunate preko fiksnog kursa, daju smanjenje cena u zlatu ili dmgim stranim valutama.

Svakako, lakše je i bezopasnije sprovesti devalvaciju nego deflaciju u zemlji, jer ona, obično, dovodi do depresije (recesije) i nezaposlenosti.

Domaća valuta, koja je pre devalvacije bila precenjena (davana joj je veća vrednost od stvarne), sada, posle devalvacije, je potcenjena i „deluje u izvesnom smislu kao izvozna premija, dodatak na vrednost izvoza, a s druge strane, Icao uvozna carina".[383] Zbog prednosti koje su očite, devalvacije se često izvrše u postotku znatno višem nego što su nastali dispariteti cena na domaćem i svetskom tržištu, što znači da je novi kurs iznad kursa ravnoteže. „To je već put u valutni damping i niz konkurentnih devalvacija" (takmičenje u devalvaciji, što neminovno vodi stvaranju haosa u intervalutarnim odnosima).[384]

Zbog svojih trenutnih prednosti koje očito daje, devalvacija se monetarnim vlastima cini dosta privlačna mera, ali ona, isto kao i inflacija na duži rok, može 'biti opasna. Opasna, jer je privre.meno u stanju da prekrije dugoročne slabosli i nestabilncst vlasti i privrede, nezaposlenost i nemoć ekonomske politike da smiri cene, odnosno da ih drži u granicama toleran':nog porasta, koji bi odgovarao blagoj inflaciji, odnosno porastu cena na svetskom tržištu (ili pak vodećim zemljama na svetskom tržištu).

3) EFIKASNOST I FAKTORI EFIKASNOSTI DEVALVACIJE

Jedna od glavnih posledica devalvacije jeste smanjenje cena domaćih proizvoda u stranim nedevalviranim vaSutama, dakle na svetskom tržištu. Zbog toga valute često devalviraju da bi se stimulisao **i povećao izvoz. S** druge strane, cene strane robe srazmerno porastu u domaćoj (devalviranoj) valuti, 'štri **otežava uvoz** u zemlju.

Ograničavanjem uvoza, a stimulisanjem izvoza, devalvacija dvostruko pridonosi poboljšanju trgovinskog bilansa zemlje i poboljšanju platnog bilansa, uz jačanje đeviznik rezera. To je jedan od glavnih ciljeva devafvacije kao mere spoljno–trgovinske politike.

1. Da se poboljšanjem trgovinskog bilansa pogoršavaju uslovi razmene (za isti obim uvoza sada treba dati veću količinu izvoza), to je poznato pogoršanje na području uslova trgovanja lii „terms of trade".
2. Da se od takvih ciljeva nešto može očekivati samo ako se ne nastavi rast cena, odnosno inflacija u zemiji koja je devalvirala valutu,
3. Konačan uspeh devalvacije zavisi i od kretanja inostranih cena, one moraju ostati nepromenjene (ili se samo relativno povećavaju – u odnosu prema cenama privrede koja devalvira vaiutu).

To su pretpostavke bez kojih se ne može pristupiti devaivaciji. To sve ovu akciju čini kompleksnom.

Pre ulaska u devaivaciju treba prethodno izučiti sve pozltlvne I negativne efekte devalvacije, kao i njena kratkoročna brza i odgođena ili usporena delovanja.

---

[383] Dr V. Meichsncr: Spoijna monetarnastabilnost 5 nestabilnosi, skripta, Skoplje, 1962.
[384] Dr M Ćirović: Novac 5 kredit, H knjiga, Beograd, 1968, str. 170.

Devalvacija ima i svoju negativnu stranu delovanja. Devalvacija direktno podstiče inflaciju.

Uvozni proizvodi poskupljuju za stopu devalvacije. Skuplji uvozni proizvodi veoma brzo se „ugrađuju" u cene drugih roba, čime se uvozna inflacija brzo širi. „Brzina i intenzitet ovog ispoljavanja zavise od robne strukture uvoza, od međusektorskih veza i mogućnosti supstitucije uvoza domaćom proizvodnjom".[385] S druge strane, porastom izvoza, a smanjenjem uvoza, osiromašenje ponuda na domaćem tržištu, što je praćeno i dodatnom emisijom novca (na bazi prodaje ostvarenih deviza); čime se snažno podstiče inflacija. Ona, pre svega, deluje na pogoršanje životnog standarda stanovništva. Jer, ako se ne preduzmu određene mere preventive, poskupijenje uvezene robe se može odraziti, zbog nesinhronizacije mera, na nivo domaćih cena. Upravo je, stoga, devaivacija i izuzetna mera koja se, po pravilu, prirnenjuje samo u slučaju kada je raskorak ili disparitet domaćih cena i cena na svetskom tržištu taico velik, da se ne može otkioniti samo delovanjem klasičnih, već poznatih mera anticiklične ekonomske politike, a, videli smo, nikako merama deflacionog karaktera. Da bi se ublažilo takvo njeno negativno delovanje, ona mora uvek biti propraćena nizom drugih stabilizacionih mera, čija priroda zavisi od karaktera inflacije u zemlji i poremećaja koje ona izaziva. Poznata je činjenica u ekonomskoj istoriji da se posle izvršene devalvacije odmah pojavljuju izvesni faktori koji guraju cene na više u zemlji koja je devalvirala svoju valutu, te je stoga potrebno uvek utvrditi za koliko će izvozne cene, računate u zlatu ili devizama, stvamo pasti. Ako cene u zemlji ostanu iste, cene te robe na svetskom tržištu će pasti, srazmemo s devalvacijom, i efikasnost devalvacije će biti potpuna.

Ako bi cene izvozne robe na domaćem tržištu porasle za iznos procenta devalvacije, efikasnost devalvacije bi bila jednaka nuli. Zbog toga se ne sme dozvoliti rast cena u zemlji, već njihovo dalje zamrzavanje i tek postepeno popuštanje.

Na uspeh devalvacije utiču brojni faktori, kao:

1. Struktura izvoza zemlje Icoja devalvira i njena izvozna orijentacija,
2. Kretanje cena u privredi nakon devalvacije,
3. Značaj zemlje i učešće njenog izvoza u ukupnoj svetskoj trgovini;
4. Broj zemalja koje istovremeno devalviraju.
5. Elasfičnost sirane tražnje, u odnosu na ponudu robe i usluga od strane zernlje koja je devalvirala i dr. (Mogućhost preorijentacije zemalja uvoznica, napr. iz. naše zemlje prenm proizvodima drugih zemaija, i to onih koje su uvozile od nas pre devalvacije, tj. mogućnost njihove preorijentacije na druge zemlje u proizvodima koje su uvozlie od zemlje koja je izvršila devalvaciju).

   Prava efikasnost devalvacije se stoga može utvrditi jedino kada se uzme u obzir **kretanje cena na domaćem i stranom tržištu,** kao i svi navedeni faktori.

   Samo ako uporedimo promene domaćih cena s promenama cena zemalja koje izvoze iste proizvode, moći će se sagledati stvarna mogućnost i efikasnost devalvacije.

   Pored uticaja na izvozne cene, devalvacija ima uticaja na **cene uvozne robe.** Koliko se cene, zbog devalvacije izvozne robe smanjuju – toliko cena uvozne robe u domaćoj valuti taste.[386] Obe pojave deluju u pravcu popravljanja trgovinskog bilansa i jačanja deviznih rezervi, ali uz cenu pogoršanja uslova razmene, pri čemu dovode i do preraspodele nacionalnog dohotka unutar nacionalne ekonomije iz grana koje nisu izvozne u izvozne grane. Zbog toga

[385] Dr P. Gavrilovic, op. cit., str. 47.

[386] Dr M. Ćirovič: Monetarno–kreditna teorija i politika. Li deo. slr. 318–325. 57

se u jednoj višenacionalnoj ekonomici trebaju izvršiti dublje konsultacije i proračuni efekata, kako globalnih tako i efekata granskog prelivanja, pre pristupa devalvaciji.

6. Devalvacija domaće valute, zbog povećanja deviznog kursa inostranih valuta, dovodi do **dodatne emisije novca na bazi deviznih fransakcija,** na što se mora računati kada se sprovodi devalvacija. Da bi se ‘zbegli nepovoljni efekti deviznog bilansa obično se sprovodi **restriktivna monettrna politika** preko ograničavanja bankarskog kredita.

Devalvacija, isto kao i revalvacija, su **jednokratne mere promena intervalutarne vrednosti domaćeg novca** u sistemu čvrstih ili fiksnih deviznih kurseva. Ali, vidimo, to je i dublja mera, s dubljim struktumim delovanjima u privredi a **ne** puko priznanje da je došlo ne samo do velikog dispariteta domaćih i inostranih cena i – ništa više.

Prema tome, uspeh devalvacija zavisi od izuzetno mnogo faktora, vezanih za kretanja u domaćoj privredi, ali, isto tako, i za kretanja i ponašanje’ svetske privrede i ekonomike pojedinih zemalja. Stoga ona i ne može biti jedini i isključivi oslonac stabilizacije jedne ekonomije i izravnavanja spoljno–trgovinskog i deviznog bilansa. To je očita činjenica. Njen uspeh će, pre svega zavisiti od koncepta neophodnih pratećih mera stabilizacione politike.

3. REVALVACIJA NACIONALNE VALUTE

Revalvacija je potpuno suprotna devalvaciji. Revalvacijom se povećava intervalutarna vrednost domaće valute. Ovu meru karakteriše zakonsko povećanje pariteta i jačanje intervalutarne vrednosti novca. Ako bi na snazi bio zlatni standard, revalvacija bi značila smanjenje kovničke stope, odnosno povećanje sadržaja zlata u novčanoj jedinici, smanjenje zakonske cene zlata, odnosno smanjenje deviznog kursa valute za koju je domaća revalvirana valuta vezana. Revalvacija je, prvenstveno, posledica porasta unutrašnje kupovne snage novca, koja se postiže porastom proizvodnje i produktivnošću rada, deflacijom, restriktivnom kreditnom politikom i sniženjem cena.

Revalvacijom se zakonskim putem dovodi u sklad nominalna vrednost novca sa njegovom realnom vrednošću. Ovde se odigrava suprotan proces devalvaciji. Devalvacija se javlja kao normalna posledica inflacije i pada kupovne snage novca, revalvacija se javlja kao normalna posledica deflacije i porasta kupovne moći novca. Kako je devalvacija najuže vezana za inflaciju i depresijaciju novca, tako je i revalvacija najuže vezana za deflaciju i apresijaciju novca, a to pokazuje da se devizni kursevi i dalje zasnivaju na paritetu kupovne snage novca, iako od njih odstupaju.

Revalvacija kao monetarna mera danas se vrlo retko, gotovo izuzetno, pre duzima. To je i normalno, s obzirom na činjenicu da je „revalvacija u prvom redu odbrambena mera protiv suvišnog aktivnog platnog bilansa,[387] a mogu je primeniti „samo one zemlje koje imaju znatniju i dugotrajniju aktivu platnog bilansa". Takve zemlje su gotovo izuzetak, jer je mnogo više zemalja s deficitom platnog bilansa i inflacijom u privredi. Upravo prisustvo inflacije i stalnog deficita platnog bilansa su faktori koji otežavaju i onemogućavaju prihvatanje revalvacije kao korektivne mere intervalutame vrednosti novca.

Revalvaciju rnogu, pored navedenih osnovnih razloga (porast unutrašnje kupovne snage novca), izazvatij drugi faktori:

1. Suzbijanje inflacionih tendencija u privredi, koje nastaju zbog visokog suficita u platnom bilansu.[388] Šmanjenje izvoza i porast uvoza dovodi do smanjenja deviznog priliva i smanjenja novčanog opticaja koji se 'zasniva na tome. Takav slučaj je bio s markom **1961.** godine, kada je revalvirana s 4,20 DM za jedan dolar na 4 DM za jedan dolar SAD.
   Stalni suficit platnog bilansa Nemačke i visoka emisija novca na toj osnovi vodili su neminovno restriktivnim merama kreditne politike, da bi se suzbila inflacija u zemlji. Pre svega, pristupilo se povećanju kamatne stopc No, porast kamatne stope privukao je strani lutajući kratkoročni kapital („vruć novac", „hot money") što je dovelo do još većeg suficita platnog bilansa i visoke konjunkture koja je pretila da se pretvori u sve veću inflaciju. Došlo je do snižavanja kamatne stope u SAD na svega 3%, tako da je plasman u Z. Nemačkoj i dalje bio unosan, pa se priliv stranog kapitala i dalje nastavio. Ponovna revalvaćija se ukazala kao jedini izlaz, jer daljnje snižavanje kamate dolazi u još očitiji sukob s restriktivnom kreditnom politikom i politikom obuzdavanja konjunkture i inflacije. Usledila je nova revalvacija marke u novembru 1969, uz novi paritet marke od 3,66 maraka za dolar. Postotak revalvacije iznosio je dakle, 9,28%.[389]
2. Politički faktori i međunarodni ekonomski odnosi mogu imati danas velikog uticaja na sprovođenje revalvacije određene valute. Sprovedena revalvacija marke 1972. godine i novi pritisak SAD na revalvaciju u 1973. godini, obeležen je kao ustupak dolaru, da bi se popravio izlazni položaj SAD i lakše lečio hronični deficit platnog bilansa SAD, odnosno popravio položaj „bolesnog dolara" – kao osnove savremenog međunarodnog monetarnog sistema. No, o ovom problemu ćemo nešto kasnije šire raspravljati.
3. Relativna revalvacija javija se kao posledica sprovedenih devalvacija određenih valuta. Sve nedevalvirane valute relativno su revalvirale u odnosu na valute koje su devalvirale.
4. Revalvacija zbog međunarodnog prestiža, kao što je bio slučaj sa revalvacijom engleske funte 1925. godine, ali i druge revalvacije u toku 19. veka.

Svaka revalvacija dovodi do toga da uvoz, obračunat u domaćoj valuti, postaje jeftiniji, dok izvozne cene ostaju za domaće izvoznike iste, ali za inostranog kupca više.

---

387 Dr M. Vucković: Savremeni... str. 144.

388 Suficit trgovinskog bilansa Z. Nemačke iznosio je u 1975. godini 46,9 milijardi maraka, a u 1977. preko 36,5 milijardi maraka. Proscčno pokriće uvoza izvozom u periodu 1961–1971. iznosilo je oko 113%, a samo u 1975. oko 127%. (Izvor: National Finantial Statistics, N6 1, 1977. str. 150–151).

389 Od rcvalvacije marke 1961. godine paritet dinara se menjao nekoliko puta. Revalvacijom marke 1961. paritet je utvrđen na 3,12 dinara za jednu marku, zatim 1969. 3,4! dinara za jednu marku, a, zatim, 1972. 5,25 dinara za jednu marku, da bi sredinom 1973, uvođenjem fiuktuirajućeg kursa dinara, paritet bio formiran na visini od 5.95 dinaraza marku, danas oniznosi !5,50dmara.

Roba poskupljuje u srazmeri sa stepenom revalvacije. Izvoz opada, uvoz raste, suficit platnog bilansa se „topi", nestaje.

Revalvacija može nastati i bez formalnog akta države, kada na deviznom tržištu poraste kurs neke valute, što znači, videli smo, aprecijaciju. Ako takva aprecijacija duže traje i ako 'pogoduje interesima dotične zemlje, obično dolazi do formalne revalvacije, čime se postojeće stanje samo sankcioniše.[390] Postoje u novije vreme i novi oblici tzv. prikrivene lii „tihe" revalvacije, kada se uvođenjem poreza na izvoz i smanjenjem poreza na uvoz doprinosi „izmeni" kursa i popravljanju stanja u trgovinskom i platnom bilansu.

Takav slučaj imamo u Z. Nemačkoj 1969. godine, kada je uvedeno plaćanje poreza na izvoz od 4% i smanjenje poreza za navedeni postotak kod uvoza. Mere su sprovedene radi smanjenja suficita u trgovinskom bilansu ove zemlje s dmgim zemljama, da bi se smanjila opasnost gomilanja suficita u trgovinskom i platnom bilansu.

Učinak „tihe" revalvacije je identičan pravoj revalvaciji, ali zvanični kurs ostaje nepromenjen. S obzirom da takve mere korekture ne mogu otkloniti i velike razlika. u produktivnosti rada, troškovima proizvodnje i tehnološkom razvoju, obično za tihim revalvacijama slede stvarne revalvacije.

[390] Vidi: I. Dvornik: op. cit., str. 241.

GLAVA TREĆA

SAVREMENA KONVERTIBILNOST VALUTA

1. SAVREMENA I KLASIČNA KONVERTIBILNOST

Kada se govori o konvertibilnosti, treba strogo sadržajno i terminološki razgraničiti staru, klasičnu (čistu, automatsku) konvertibilnost u doba zlatnog standarda i novu konvertibilnost. Konvertibilnost se, dakle, pojavljuje u dva oblika:

1. Stara, klasična konvertibilnost iz doba zlatnog standarda i
2. Nova, savremena konvertibilnost u periodu papirne valute.

Ova dva oblika konvertiblinosti valuta se iz osnova razlikuju kako u pogledu formiranja, tako i u funkcionisanju, ali i u politici korišćenja.

U periodu zlatnog važenja, u klkasičnoj konvertibilnosti pod pojmom konvertibilnost podrazumevala se mogućnost slobodne zamene banknota u novčani metal (zlato ili srebro), odnosno obrnuto, zamenu novčanog metala u banknotu.

Konvertibilnost u zlatnom važenju menjala se paralelno s evolucijom ovog sistema. Prva konvertibilnost, u okolnostima cirkulacije zlatnog kovanog novca, značila je u punom iznosu, automatski, pravo vlasnika banknote da je zameni za određenu količinu zlata. Postojalo je, dakle, potpuno zlatno pokriće i neograničena konvertibilnost u zlato. Pored toga, postojao je i potpuni liberalizam u spoljno–trgovinskim odnosima.

U periodu zlatno–polužnog i zlatno–deviznog standarda, sa samo 30–40% pokrićem novčanica u zlatu, dolazi do porasta novčanog opticaja samo delimično pokrivenih novčanica.

Pravo vlasnika novčanica na konvertovanje u zlato se ograničava. Ograničenje se uvodi i na taj način da se konvertibilnost formalno ne ukida, već se svodi na velike iznose zlata, npr. zlatne poluge.

Za najveći broj sitnih vlasnika banknota, konvertibilnost je formalna i gotovo fiktivna, čime njihov novac dobija karakteristike pravog nekonvertibilnog (papirnog) novca. Time faktički prestaje unutrašnja konvertibilnost, a sam pojam konvertibilnosti svodi se na spoljnu konvertibilnost, mada je, zapravo, i dalje spoljna bila uslovljena

unutrašnjom. Ziato gubi funkcije novca u unutrašnjem prometu, dobijajući istovremeno sve naglašeniju uiogu u međunarodnom prometu.[392]

U zlatno–deviznom standardu, u kojem pored zlata kao monetarne rezerve služe i devize,' obaveza. bankara u pogledu konverzije đomaćih novčanica proširuje se i na devize – strana sredstva plaćanja konvertibilna u zlato. U ovom obliku zlatnog standarda emisiona banka određuje koje će to devize biti sposobne da se zamenjuju za nacionalne novčanice. Time se spoljna konvertibilnost još više naglašava. Kada se u današnjoj konvertibilnosti misli na njenu unutrašnju sadržinu, dakmlke unutrašnju konvertibilnost, odmah treba naglasiti da se ona u osnovi razlikuje od klasične unutrašnje konvertibilnosti. Danas se pod unutrašnjom konvertibilnosti uopšte ne misli na pravo vlasnika novčanica da je zameni za određenu količinu zlata, to ni sami imaoci novčanica ne misle, danas se pre svega misli na pravo pojedinca da svako potraživanje, koje ima u domaćoj valuti, može neograničeno da pretvori u potraživanje u bilo kojoj stranoj valuti.

„Konvertibilnost jedne valute danas znači u svojoj osnovi mogućnost slobodne razmene te valute za svaku dmgu valutu, konvertibilnu ili nekonvertibilnu, a u krajnjoj liniji i za zlato (bilo neposredno ili posredno – preko mogućnosti zamene u valutu vezanu za zlato)."[393]

U pojmu savremene valutne konvertibilnosti mnogi teoretičari se danas znatno razilaze. Prema jednom mišljenju, „danas pojava valutne konvertibilnosti uopšte nije jedan jedinstven monetarni termin, nego jedan dosta širok pojam koji se pojavljuje kao antiteza isto tako širokog pojma deviznih ograničenja.[394] Konvertibilnost danas niti ima svoju standardnu sadržinu, niti oblik, niti je neki program, ona je jedna od valutnih tehnika u koje pojedine zemlje ulaze kada im se čine korisne. Treba razlikovati tehničku od stvarne konvertibilnosti. Tehnička konvertibilnost je definisana kao „mogućnost da se potraživanje u jednoj valuti može pretvoriti u potraživanje u bilo kojoj dragoj valuti, drugim rečima, da se za domaću valutu može kupovati više ili manje slobodno bilo koja draga deviza ili valuta".

Period ukidanja zlatnog važenja do pojave nove, savremene konvertibilnosti, protkan je pojavom bilateralizma, triangularizma, transferabilnosti i multilateralizma na valutnom području. Tek 1950–tih godina spoljna konvertibilnost postaje ponovo „pitanje dana", kao uslov razvoja trgovine i ekonomskog razvoja u svetu uopšte.

Sadašnji pojam konvertibilnosti razlikuje se u četiri osnovna elementa od nekadašnjeg klasičnog:

1. Novi pojam konvertibilnosti postao je **proširenjem** multilateralizma, dakle onog momenta kada transferabilnost postaje toliko velika da postaje konvertibilnost.
2. Nova konvertibilnost se ođnosi sarao na **tekuće transakcije,** dok **transakcije kapitala** podležu i dalje većoj ili manjoj kontroli, bilateralizmu i diskriminaciji.[395] Stara konvertibilnost je bila opšta, jednaka po tipu, intenzitetu i tehnici za sve zemlje sveta. Današnja konvertibilnost je individualno vezana za svaku zemlju i po intenzitetu i po tehnici, obliku i dr., čak i za jednu istu zemlju nije 'standairdna, jer se može menjati u toku vremena, već prema potrebi zemlje.

---

[392] Dr S. Konw.cc: Konvertlbllnost dinara u kontekstu stabilizacionib niera rcstriktivne kreditne.politikc, Finansije, Beograd. 7–8, 1968, št*. 388.

[393] Dr V. Glišić: Valutarni probkmi u Zapadnoj Evropi, Institut za međunarodnu poliliku i privredu, Beograd, 1959, str.49.

[394] Dr V. Pertot: Razne vrste valutne konvertibilnosti, Finansije, Beograd, br. 7–8, 1955, str. 333.

[395] Interesantno je navesti Jinjenicu da i Statut MMF ne predviđa uspostavljanje konvertibilnosti za kapitalne transakcije, već samo za tekuće transakcije.

3. Novi pojam se, uglavnom, odnosi na spoljnu konvertibilnost, dok je klasična obuhvatala, pre svega, unutrašnju, a zatim i spoljnu. Da bi danas jedna valuta bila konvertibilna, uopšte nije potrebno da ima unutrašnju konvertibilnost, „mada je ranije samo unutrašnja konvertibilnost bila relevantna", a spoljna je proizlazila iz unutrašnje.
4. Nova konvertibilnost ima sve karakteristike privremenosti, jer se u nju ulazi kada postaje korisna, a napušta kada počinje da šteti nacionalnoj privredi. Ona postaje jedan od elemenata za održavanje pune zaposlenosti i ostalih ciljeva domaće ekonomske politike. Nova konvertibilnost stoga nije nikakav standardizovan oblik, već široka lepeza mogućih oblika, specifičnih za svaku zemlju u određenom periodu.

2. USLOVI ZA UVOĐENJE VALUTNE KONVERTIBILNOSTI

Koje je uslove potrebno ostvariti za uvođenje i održavanje nove konvertibilnosti valuta?

Kao prvi uslov ističe se uravnotežen platni bilans, dok se usaglašena struktura privrede i odgovarajuća dinamika proizvodnje gotovo ne uzimaju kao relevantni faktori. To su irelevantni faktori sve dotle dok zemlja ima uravnotežen platni bilans.[396] Istina je da zemlja, pored uravnoteženih odnosa, u platnom bilansu mora imati i dovoljno snažne devizne rezerve – da bi mogla intervenisati radi očuvanja svog deviznog kursa, ali i odgovarajuću „kvalitetno vođenu" domaću ekbnomsku politiku. To znači i odsustvo dispariteta cena u odnosu na svetsko tržište, posebno u okolnostima kada postoji pritisak na devizne rezerve, zbog pogoršanja odnosa u platnom bilansu.

Sva tri uslova (ravnoteža platnog bilansa, snažne devizne rezerve i usaglašenost cena) lakše se postižu kod razvijenih industrijskih zemalja, nego kod nerazvijenih (s hroničnom pasivom platnog bilansa). Zbog prisustva stalne inflacije, i vezano s tim deprecijacije valute, a zatim oskudnih deviznih rezervi, što sve odudara od zahteva konvertibilnosti (koja, uz ostalo, zahteva relativnu stabilnost deviznog kursa) sve to onemogućava uvođenje nekog oblika konvertibilnosfi valuta ovih zemalja.[397]

Visoki stepen konvertibilnosti zahteva uravnotežerie platno–bilansne odnose, a oni se teško mogu uspostaviti u jednoj zemlji u razvoju u njenom procesu industrijalizacije. Međutim, ako se savremeha konvertibilnost shvati kao širok pojam, što u stvari i jeste, sa velikim brojem mogućih varijanti, uravnoteženost platnog bilansa i ne mora da bude presudan element za uspostavljanje konvertibilne valute nerazvijene zemlje. Svaka

[396] Danas vis'c ni u jednom zakonu ne stoji propis koliki postotak dbmaćeg opticaja mora biti pokriven u zlatu ili devizama. Propis koji je obavezivao američke banke da drže sve do nedavno pokriće u zlatu od 10% ukupne emisije (ukinuto odlukom predsednika Niksona 1971.), imao je za cilj, pre svega, kočenje nesrazmeme kreditne i novčane emisije, a ne stvarno pokriće za slučaj konvertibilnosti novčanica u zlato.

[397] Dr V. Pertot: TJspostavljanje konvertibilnosti valuta u manje razvijenim zemljama, Ekonomski pregkd. Zagreb.br. 12, 1955.

privreda, radi unapređenja svoga izvoza, „često će sada imati najveći interes da nađe svoju vlastitu varijantu ograničene konvertibilnosti koja je dovoljno liberalna da vrši izvozno stimulišuću funkciju, a koja ima još dovoljno intervencionističkih ili bilateralnih momenata u sebi da je osigurava od platnih ili unutrašnjih privrednih poremećaja".[398]

Težnja za alineacijom (približavanjem, izjednačavanjem) domaćih cena sa „svetskim" obično se identifikuje kao težnja za uspostavljanjem konvertibilnosti valuta. Međutim, ako je u pitanju to, onda se nivelacija cena najuspešnije postiže pomoću deviznih ograničenja i protekcionizma. To znači, da se danas, upravo zbog navedenog razloga, ne može govoriti o konvertibilnosti kod zemalja u razvoju i većeg broja razvijenih zemalja, naravno, ako se pod tim podrazumeva liberalizacija spoijne trgovine. Zbog toga današnja konvertibilnost ne podrazumeva neophodno ukidanje svih vrsta deviznih ograničenja i ostalih restrikcija za tekuće transakcije.[399] Zemlje slabih deviznih rezervi i nekonvertibilne valute obično pribegavaju raznim stimulacijama izvoza u zemlje konvertibilnih valuta i ograničavanju uvoza, kako bi konačno povećale svoje devizne rezerve.

3. OBLICI KONVERTIBILNOSTI

S obzirom na dosadašnji vaiutni razvoj, treba, pre svega, razlikovati kao što smom već rekli, dva oblika konvertibilnosti:

a. Klasičnu, staru, opštu konvertibilnost zlatnog standarda i
b. Današnju, savremenu konvertibilnost.

Ovo navodimo zbog toga da se ova dva pojma strogo odvoje te da se isključi česta terminološka zbrka koja i danas nastaje identifikovenjem ova dva pojma. Oblike, tehniku i druge elemente klasične konvertir. ilnosti prikazali smo ranije.

Pre svega navešćemo da je danas postalo gotovo nevažno razlikovanje konvertibilnosti u zlatu i konvertibilnosti u druge konvertibilne valute. Današnja konvertibilnost je uglavnom konvertibilnost u strane valute. „Konvertibilnost u zlato se doduše još uvek spominje na prvom mestu, ali za razliku od klasičnog doba konvertibilnosti, konvertibilnost u zlato se spominje danas... jer se njome upravo postiže konvertibilnost u valute".[400] Mada i ovo danas prestaje da postoji kao nekakva veza za pojavu indirektne konvertibilnosti. Demonetaizacijom zlata to je i praktično nestalo.

Postoje i drugi oblici konvertibilnosti, posmatrajući je kao osnovni tip kojem određena privreda teži i koji želi ostvariti, to su: 3) putpuna konvertibilnost, 2) unutrašnja i 3) spoljna konvertiblinost.

1. Pctpuna konvertitilnost podrazumeva necgramčenu zamenljivost domaće valute u bik koju drugu valutu na šraženje domaćih i inostranih transaktora, a

[398] Dr V. Pcrtot: Evolucija u ekonomskom pojmu valutne konvcrUbilhosti, Skoplje. 1963, str. 93.
[399] Robert Triffin: The Worid Moncy Mvae. Nationai Currencies in Intemational Payments. London, 1966. slr. • 443; R. Triffin: Golđ anđ the Doiar Crisis, The Fulure of Convertibility. New Haven. Yale Univcrsity Press. 1960: R. Triffin: OurlnternaturaalMonetarvSistein Yesterđay,Today andTomorrow,London, 1968.
[400] DrVladimirPertot: Evoiurija u ekoralinskom pojmu vaiutne konvertibilnosti...str. 102.

za potrebe plaćanja po tekućirn trgovinskim operacijama, po tokovima izvoza – uvoza kapitala i ostalim zahtevima. Delimična konvertibilnost uglavnom se odnosi samo na jedan oblik transacija zemlje s inostranstvom (tekuće transakcije).

2. Unutrašnja (eksterna) konvertiblinost znači pravo i mogućnost (u načelu) domaćih privrednih subjekata da za svoju domaću valutu i kod domaćih banaka nabavljaju neograničene količine deviza radi plaćanja uvoza dobara i usluga;
3. Spoljna (eksterna) konvertibilnost je samo za tekuće transakcije, na temelju čl. VLiI Statuta MMF–a, po kojemu su sve zemlje članice dužne otkupiti sve iznose svoje valute koji su u posedu inostranstva, pod uslovom da su te devize stečene na osnovu robno–uslužne razmene među tim zemljama. I'kpd spoljne i kod unutrašnje konvertibilnosti postoje, ili mogu postojati, različiti stepeni te konvertibilnosti, zavisno od mera deviznog i robnog režima, te od propisa koji regulišu kretanja kapitala (transfer kapitala).[401]

4. SAVREMENA KONVERTIBILNOST NOVCA

Đanašnja konvertibilnost se može izdiferencirati u tri osnovna oblika:

- Ekonomska ili suštinska konvertibilnost,
- Faktička ili tehnička konvertibilnost i
- Formalna ili zakonska konvertibilnost.

A. Ekonomska konvertibilnost je stanje privrede koje uopšte omogućava uvođenje konvertibilnosti. Svaka zemlja, videli smo, ima svoje specifične razvojne uslove, zbog čega je teško sistematizovati elemente ekonomske konvertibilnosti.

Ipak, moguće je i ovde izdvojiti dva bitna uslova ovog oblika konvertibilnostt:

1. **Strukturna uravnoteženost platnog bilansa** (koja je u stanju da omogući uvođenje određenog oblika konvertibilnosti u jednoj zemlji) i
2. Unutrašnji **paritet cena** (cene moraju biti ujednačene, dakle bez distorzija na domaćem tržištu, a zatim usko povezane sa spoljnim paritetom cena).

Jer, dispariteti cena na domaćem tržištu mogu dovesti do inflacionog procesa, a kroz to do porasta uvoza i pada izvoza, te novog pritiska na platni bilans i devizne rezerve. Upravo ta „uloga uspostavljanja konvertibilnosti na unutrašnji nivo cena može da bude jedan od glavnih uzroka radi kojih se uopšte ide na konvertibilnost – kako bi se eliminisale negativne posledice dispariteta odnosa cena".[402]

Ako zemlja ima dovoljno snažne devizne rezerve, pored ostalih elemenata, uspostavljanje konvertibilnosti će omogućiti da se brže i efikasnije uspostave usklađeniji odnosi domaćih cena i troškova proizvodnje u međunarodnoj razmeni. To znači da je suštinska konvertibilnost stanje privrede koje prethodi uvođenju zakonske ili formalne konvertibilnosti, mada zemlja koja se nalazi u stanju suštinske konvertibilnosti – ne mora

[401] Dr I. Dvomik: Konvcrtibilnostdinara, Poduzeće • banka, Zagreb, br. 3,1978, str. 7–11.
[402] Dr V. Pertot: op. cit.. sir. 98. 74

uvesti i zakonsku konvertibilnost. Danas, stoga, postoje određene zemlje koje imaju stvarnu konvertibilnost, ali ne žele uvesti zakonsku, jer im razni oblici bilateralizma i valutnog intervencionizma donose više koristi.

B. Tehnička ili faktička konvertibilnost je samo sprovođenje već postojeće stvarne konvertibilnosti preko određenih instrumenata. To je onaj oblik konvertibilnosti koji se danas u svetu i stvarno oseća prilikom uvođenja, jer se stvama konvertibilnost može teško utvrditi. Tehnička konvertibilnost je praksa kojom se omogućava konvertovanje pojedinih valuta. Time se i formalno ukidaju sva bilateralna vezivanja i valutne intervencije koje su ograničavale takvu konverziju jednih u druge valute i devize.[403]

Faktička konvertibilnost je omogućavanje konvertovanja domaće valute za stranu, međutim nije donesen formalni zakonski akt kojim se zvanično uvodi konvertibilnost određene valute. Stoga prelaz sa stvarne (faktičke) u formalnu konvertibilnost može često da bude neprijatan, ako se postepenim zakonskim odredbama konvertibilnost formalno sve više širi. Granica između stvarne i formalne (zakonske) konvertibilnosti se vrlo teško može odrediti.

C. Zakonska ili formalna je pravni oblik ili pojam. Ovo je danas poseban oblik, za razliku od kiasičnog, kada je bio osnovni i najvažniji element konvertibilnosti.

Danas postoje, videli smo, brojni oblici i varijante konvertibilnosti koje se dosta često i lako, prema potrebi, menjaju, usaglašavaju, usavršavaju i sl., zbog čega je postala važnija tebnika kojom se sprovodi konvertibilnost, nego propisi koji je određuju i stoje iza nje.

Ni jedna konvertibilnost, uvedena posle rata, nije utvrđena nekim zakonom o novcu.

Dalja podela konvertibilnosti mogla bi se izvršiti na konvertibilnost nižeg oblika i ićonvertibilnost višeg oblika. Konvertibilnost nižeg oblika obuhvata samo konvertibilnost za tekuće transakcije, dok drugi oblik obuhvata kako tekuće tako i kapitalne (finansijske) transakcije. Prvi oblik je u stvari konvertibilnost koju proklamuje MMF u svom čl. 8 za sve zemlje članice Fonda, a, prema njemu, isključuje se obaveza konvertibilnosti i za kapitalne transakcije.

Pozitivne strane konvertibilnosti mogu se sažeti u nekoliko osnovnih elemenata:

1. Razvoj privrede kroz konkurenciju drugih zemalja,
2. Postizanje šireg i optimalnijeg usaglašavanja i koonlinacije razvoja i ekonomskih politika više privreda,
3. Veći odraz i delovanje spoljne trgovine na sve sektore (i neeksportni sektor) privrede, što dovodi do pritiska na smanjenje troškova proizvodnje, kao i do veće brige o ponašanju cena (unutrašnje nestabilnosti privrede),
4. Orijentacija na povećanje dohotka, pre svega preko povećanja produktivnosti rada,
5. Veći osećaj za kvalitet i asortiman proizvoda,
6. Povećanje odgovornosti za racionalnije korišćenje deviznih rezervi i dr.

Negativne strane konvertibilnosti, uglavnom se odnose na:

---

[403] Ovakav oblik konvertibilnosti uvclo je oko 29 zemalja članica MMF. Neke zemlje i u međunarodnim plaćanjima ..priznaju" uglavnom ‚jake" valute kao konvertibilne. Radi se. pre svega. o nacionalnira valutama SAD, V. Britanije, Japana. Z. NemaCke, Ilalije. Austrije, Francuske, zemalja Bcneluksa i dr.

1. Veliki uticaj svetskih nestabilnih monetarnih i ekonomskih kretanja na otvorenu nacionalnu privredu,
2. Veliki uticaj spoljnih faktora na domaću ekonomsku i razvojnu politiku, što može omesti vlastiti ekonomski koncept razvoja i nacionalnu ekonomsku politiku,
3. Negativni efekti promena deviznih kurseva i kursnih razlika unutar privrede,
4. Odricanje od mera devizne i spoljno–trgovinske zaštite, odnosno stimulacije izvoza, što se brzo prenosi na platno–bilansne odnose – ako privreda, koja uvede konvertibilnost novčane jedinice, nije ostvarila stvarne ekonomske pretpostavke za uvođenje konvertibilnosti i dr.

Slabe strane savremene konvertibilnosti i njeni negativni efekti dolaze sve više do izražaja posle definitivnog sloma bretonvudskog monetarnog sistema na kojem je i počivala savremena konvertibilnost, uz sve jače zaostajanje međunarodnih monetarnih i ekonomskih odnosa. Ovo se odnosi, pre svega, na sve zemlje u razvoju koje traže nove puteve međunarodne monetarne saradnje i odnose koj"i bi više odgovarali i bili rezultat novih međunarodnih ekonomskih odnosa u svetu.

GLAVA ČETVRTA

DEVIZNI SISTEM I PLATNI BILANS

1. DEVIZNI SISTEM I DEVIZNO TRŽIŠTE

Šta je devizni sistem? Šta je platni bilans?

Devizni sistem predstavlja skup principa i odnosa datih u obliku zakonskih propisa kojima se regulišu devizni odnosi i devizni poslovi privrednih i drugih subjekata u robnom i nerobnom prometu u zemlji i s inostranstvom.

Devizni promet s inostranstvom obično se deli na tri oblika:

1. Devizni sistem,
2. Devizno poslovanje i
3. Devizna politika.

Karakter deviznog sistema zavisi od karaktera privrednog sistema, privredne strukture, razvoja i ekonomske politike svake zemlje. Izmene deviznog sistema su rezultat izmena dmštveno–ekonomskih tokova i izmena u celokupnom privrednom sistemu. Geneza deviznog sistema u nas rezultat je izmena nastalih u privrednom i društveno–političkom sistemu i u konkceptima razvojne politike.

Devizni sistem može biti:

a. Liberalan i
b. Regulisan.

U liberalnom deviznom sistemu subjektima u poslovanju s inostranstvom ostavljena je veća sloboda u poslovanju i raspolaganju deviznim sredstvima.

U regularnom deviznom sistemu u poslovanju s inostranstvom ova prava su ograničena više ili manje oštrijim regulativama i odlikama.

Devizni sistem je do danas prošao dve osnovne faze:

1. Centralističku ili administrativnu, i
2. Fazu decentralizacije i **stalne liberalizacije deviznog sistema** i spoljne trgovine.

Devizni sistem Srbije se postepeno, ali stalno, liberalizuje. Jer, od krutog centralistickog deviznog sistema, od čvrstih planova uvoza–izvoza, dozvola i

koeficijenata – postepeno se prelazi na decentralizaciju i liberalizaciju naše spoljne trgovine, a, uporedo s tim, i na liberalizaciju deviznog sistema.

Savremeni sistem ekonomskih odnosa s inostranstvom zasniva se na sledećim postavkama ili principima: (a na njima će se i ubuduće razvijati)

1. Stalni proces'liberalizacije deviznog i spoljno–trgovinskog poslovanja,
2. Stabilizacija ekonomskih kretanja i odnosa ponude i potražnje, održavanje globalne i strukturne ravnoteže – kroz šire uključivanje u svetsku ekonomiju,
3. Uvođenje deviznog tržišta radi slobodnije cirkulacije deviza, i skidanje s devize fetiških elemenata i
4. Postepeni prelazak na konvertibilnost dinara – koja treba da logično proistekne iz već navedenih promena.[404]

Proces sprovođenja liberalizacije mora voditi računa o stepenu razvoja ekonomije, strukturi razvoja, stepenu zaštite domaće privrede, odnosu uvoza i izvoza, strukturi izvoza i uvoza, položaju na svetskom tržištu i dr. Postepena liberalizacija spoljno–trgovinskog poslovanja ima u vidu siedeće ciljeve:

1. Stimulisanje izvoza i ograničavanje „nebitnog uvoza",
2. Pravilno usmeravanje izvoza na pojedina tržišta, aposebnom stimulacijom izvoza na konvertibilna područja,
3. Osiguranje stabilnosti deviznog kursa i pravilniju raspodelu deviza, ostvarenih izvozom za potrebe uvoza i
4. Otklanjanje poremećaja na domaćem tržištu koji mogu poticati iz deviznog poslovanja.

Opšti razvoj privrede omogućio je da se postepeno eliminišu administrativni instrumenti regulisanja deviznog poslovanja. Promenama deviznog sistema 1961. godine, kada je došlo do ukidanja uvozno–izvoznih koeficijenata i raznih „dodataka na službeni kurs", a posebno valutnom reformom iz 1965. godine, došlo je do značajne liberalizacije deviznog sistema, pored. sve većeg uticaja svetskog tržišta na domaću ekonomiju.

Promene carinske tarife u 1965. godini, 'u skladu s liberalizacijom, dovele su našu privredu u položaj najliberalnije i sla*bo zaštićene privrede, posebno u odnosu na damping robu drugih zemalja. Godine 1967. morao se doneti Zakon o dodatnim carinama i kopenzacionim dažbinama, jer se želela ublažiti neekonomska konkurencija inostrane robe.

Osnovno načelo novog deviznog sistema proizlazi iz načela liberalizacije uvoza, kao procesa koji se postepeno uvodi, Drugi element je sloboda kupovine i prodaje deviza po službenom kursu. Liberalizovani uvoz (LB) već 1967, obuhvata 15% našeg uvoza, 1969. godine oko 21%, a u 1971. godini 29,5%, 1997. oko 60%. Liberalizacija uvoza, smatra se, treba da pozitivno deluje na snabdevenost tržišta, na cene, na razvijanje poslovnosti i dr.[405]

Najveći deo deviznih sredstava usmeravao se centralizovano, preko globalne devizne kvote, a zatim preko slobodnog uvoza.

Drugi oblik uvoza je uslovno slobodan uvoz (LBO), dakle slobodan uvoz, ali uz uslov da je prethodno realizovan uvoz iz zemlje s kojima imamo klirinški sistem plaćanja.

---

[404] Ovde ponovo isticemo da, prema članu VLiI Statuta MMF, zemlja koja uvodi kon vertibilnost svoje valute mora izbegavati uvođenje ograničenja za tekuca plaćanja, diskriminatomu valutnu praksu, i mora uvek osiguravati konvertibilnost potraživanja inostranih lica po tekućim transakcijama, MMF predviđa, dakie, samo spoljnu konvertibilnost.

[405] Dr V. Meichsner: Proces liberalizacije deviznogsistema, Ekonomist, br. 1.1968, str. 79

Ovaj uvoz zahvatao je oko 12% celokupnog uvoza. Drugi oblici uvoza su zasnovani na globalnoj deviznoj kvoti (GDK), robnim kontigentima (R) i uvoznim dozvolama (D).

Strukturu uvoza, prema instrumentima regulisanja, prikazuje navedeni pregled:

U toku 1971. napuštena je kategorija „uslovno slobodan uvoz" (LBO) – kao neadekvatan u novom deviznom sistemu.

Krajem 1972. godine i početkom 1973. izvršene su značajnije izmene u deviznom sistemu, pre svega:

1. Promenjeni su uslovi za uvoz robe, s tim da se veći broj roba, koje su se ranije uvozile po drugim režimima (GDK, DK; RK, i D) u 1975. godini, uvozi slobodno (LB).
2. Uvodi se nov režim uvoza na osnovu liberalne dozvole (LD). Uvoz je ovde slobodan, izdavanjem liberalne dozvole samo se evidentira. Uvezenu robu uvoznik plaća devizama sa svog deviznog računa ili devizama kupljenim kod ovlašćene banke.
3. Liberalizacija uvoza dalje je proširena merom da se na uvoz robe iz zemlje u razvoju ne mora polagati depozit po tim kreditima.

Izvoz iz zemlje, u .načeiu, je potpuno s'obodan, s ugrađenim elementima posebne stimulacije. Radi stimulacije izvoza, postoji tzv. devizna stimulacija, posebno prema izvozno orijentisanim preduzećima.

Veći broj izvoznika može ostvarenim devizama slobodno raspolagati, odnosno može kupovati reprofnaterijal u inostranstvu, nezavisno od režima uvoza, kao što može i deo ostvarenih deviza u obliku retencione kvote (određeni postotak od ostvarenih deviza) zadržati na slobodnom raspolaganju.

Radne organizacije u novom deviznom sistemu mogu za potrebe opreme (iz uvoza) raspolagati devizamajj određenom postotku od devizne amortizacije i devizne s.timulacije – te se, na osnovu njih, mogu čak i zaduživati u inostranstvu.

U našem deviznom sistemu postoji obaveza repatrijacije deviza, što obavezuje izvoznike da u određenom roku devize ostvarene u ihostranstvu unose u zemlju. Uobičajeni rok do 'sada je bio 90 dana.

Dosadašnja obavezna cešija deviza monetarnim vlastima (Narodnoj banci koja je dovodila do odvajanja deviza od neposrednog izvoznika, odnosno'preduzeća, se ukida;[406]

Umesto dosadašnje obavezme cesije i administrativne koncentracije deviznihi sredstava, preduzeća raspoloživa devizna sredstva drže na računima ovlašćenih banaka, a one preko sada uvedenog deviznog tržišta, usmeravaju devize na tržnim principima.

Novi devizni sistem omogućuje poslovnim bankama da obavljaju sledeće vrste deviznih poslova:

1. Devizno–valutne poslove u zemlji,
2. Kreditne poslove s inostranstvom,
3. Platni promet s inostranstvom i
4. Menjačke poslove.

Devizno–valutnim poslovima do sada su se mogle baviti poslovne banke koje su imale u svom deviznom kreditnom fondu najmanje pet miliona dinara. Ovi poslovi

[406] Propisima iz 1.972. godine ukinut.je devizni kreditni fond poslovnih banaka, te jei sistem zaduživanja u ihostranstvu izmenjen.

obuhvataju: kupovinu i prodaju deviza, vođenje deviznih računa radnih organizacija' i građana, odobravanje deviznih kredita, vođenje novčanih deviznih depozita i sl.

U inostranstvu su se mogle zaduživati samo one banke koje imaju „veliko devizno ovlašćenje".

2. PLATNI I DEVIZNI BILANS

Platni promet i kretanje kapitala između jedne zemlje i inostranstva obično se iskazuje u obliku dva instrumenta:

1. Platnog bilansa i
2. Deviznog bilansa.

Koje se karakteristike sastavni delovi, šta pokazuju, kako su povezani pojedini delovi međusobno, kakav je sistem fmansiranja i deficita i dr. videćemo iz njihovog odvojenog prikaza.

Platni bilans predstavija sistematski popis svih ekonomskih transakcija, izvršenih između jedne zemlje i inostranstva u toku jedne godine.

Platni bilans ima dve funkcije: prvo, on treba da na sistematičan način prikaže sve ekonomske odnose s inostranstvom i, drugo, on treba da prikaže i finansijsku likvidaciju tih odnosa.

Platni bilans sadrži dva dela ili dva podbilansa:

1. **Tekuće transakcije** platnog bilansa, koje sadrže promet robe **i** usluga („vidljivi **i** nevidljivi uvoz i izvoz"),
2. **Račun kapitala ili finansijske transakcije** u kojem se daje finansijski obračun s inostranstvom. Među ove obračune spadaju i tzv. „transfema plaćanja".

Promene ili transakcije iz „tekućih transakcija" platnog bilansa predstavljaju uzročnike promena u drugom delu ili podbilansu kapitala (finansijskih transakcija). Osnovni uzrok defieita platnog bilansa je trgovinski podbilans (uvoz i izvoz).

Deficit platnog.bilansa uglavnom je rezultat pasivnog trgovinskog bilansa i kamatne službe, a finansira se obično na sledeći način:

1. Transfernim davanjima,
2. Novim zaduženjima preko kreditnih odnosa,
3. Smanjenjem deviznih rezervi.

Suficit platnog bilansa koristi se na suprotan način: smanjenjem zaduženosti prema inostranstvu (otplata dugova pre roka) ili povećanjem deviznih rezervi.

Devizni bilans, za razliku od platnog bilansa (koji obuhvata celokupni izvoz i uvoz robe i usluga izvršenih između zemlje i inostranstva i njihovo finansiranje., po pravilu, u toku jedne godine), zasniva se na stvarno ostvarenom prilivu i odlivu deviza u toku jedne godine. Devizni bilans je uži od platnog bilansa i predstavlja samo jedan njen deo (tekuće transakcije). Devizni bilans, u slučaju da je s deficitom, obično prikazuje i sistem finansiranja (pokriće) tako nastalog deficita.

Deficit deviznog bilansa se obično finansira (pokriva) kroz dva kanala:

1. Smanjenjem deviznih rezervi, i
2. Novim porastom zaduživanja prema inostranstvu.

Povoljniji način finansiranja deficita je finansiranje preko novog zaduživanja, posebno kada se radi o kreditima s povoljnim uslovima (duži rokovi, niska kamata) i kada privreda nije dostigla „gomju granicu zaduženosti" prema inostranstvu, odnosno kada to više odgovara politici formiranja deviznih rezervi.

Smatra se da je optimalna gornja granica zaduženosti jedne privrede dostignuta kada se 22–25% deviznog priliva mora koristiti za plaćanje obaveza prema inostranstvu u toku godine. Svaka privreda nastoji da vodi politiku svoje optimalne zaduženosti prema inostranstvu, što je specifično za svaku zemiju, čak i gde ne postoji nekakva unapred uspostavljena zakonitost. Prilikom utvrđivanja gornje granice zaduženosti, z8a svaku zemlju se moraju uzeti u obzir brojni faktori, kao:

1) Stabilnost i stalnost rasta izvoza; 2) Mogućnosti smanjenja uvoza, bez opasnosti od narastanja teškoća u normalnom poslovanju privrede; 3) Struktura dugova po rokovima i dinamika dospeća dugova po rokovima; 4) Mogućnosti novog zaduživanja i konverzije dugova s kraćim rokovima u dugove s družim i povoljnijim uslovima; 5) Lakše ili teže dolaženje do novih dugova u zavisnosti od stanja i kretanja na svetskom finansijskom tržištu; 6) Politička situacija i dr.

GLAVA PETA

DEVIZNO TRŽIŠTE I DEVIZNI KURS

1. DEVIZNO TRŽIŠTE – FORMIRANJE I KARAKTER DEVIZNOG TRŽIŠTA

Tek ukidanjem obavezne cesije, omogućeno je stvaranje deviznog tržišta u Jugoslaviji kao specifičnog oblika međubankarske institucije, specifičnog iržišta deviznih sredstava. Time, zapravo, počinje stvami period napuštanja koncepta državnog monopola spoljne trgovine i državnog (distributivnog) sistema regulisanja priliva i korišćenja deviznih sredstava u našoj privredi.

Necesija deviza otvara proces stvaranja nacionalnog deviznog tržišta preko kojega se nacionalno novčano tržište povezuje s internacionalnim novčanim tržištima. „Bez deviznog tržišta, dakle, nema institucionalne povezanosti domaće i svetske ekonomije, nema otvaranja nacionalnog prema spoljnim tržištima, nema konvertibilnosti.”[407]

Devizno tržište u nas, formirano u deviznom sistemu 1973, predstavljalo je novu instituciju celokupnog privrednog sistema.[408] To je bilo jedinstveno tržište za celo podmčje.

Predmet poslovanja deviznog tržišta je kupovina i prodaja deviza koje su od značaja za održavanje likvidnosti privrede u međunarodnim plaćanjima. Radi se uglavnom o konvertibilnim sredstvima plaćanja, dok klirinške valute nisu predmet operacija na deviznom tržištu.

Kupovina i prodaja deviza može se vršiti na dva načina:

1. Promptno, i
2. Terminski.

U prvoj fazi uvedeno je promtpno tržište, dok se terminsko devizno tržište uvelo 1975. godine. Kupovina i prodaja deviza na promtpnom tržištu vrši se bez ograničenja i slobodno. Terminska kupovina i prodaja može se vršiti samo za određenj konkretni

---

[407] Dr ŽarkoMriculif: Tcorijska osnova deviznog sLsSema... str. 118.

[408] Pravitaik o.organizaciji i poslovanju na deviznom tržištu (Sl. list SFRJ, br. 11,1973.) i Odluka o organizaciji i poslovanju međubankarskog sastanka deviznog tržišta (Sl. list SFRJ, br. 3.1978.).

spoljnio–trgovinski posao. Kao subjekti na deviznom tržištu pojavljuju se ovlašćene poslovne banke i Narodna banka. U daljem razvoju će, sada uglavnom „međubankarsko devizno tržište" postepeno prerasti u kompletno devizno tržište na kojem će se odvijati susretanje celokupne ponude i tražnje deviza i konvertibilnih dinara. Time bi se, kako se misli, jugoslovensko devizno tržište uključilo u međunarodno devizno tržište.

Na deviznom tržištu ovlašćene banke posluju deviznim sredstvima svojih komitenata i svojim deviznim sredstvima dobijenim od inostranih kredita. Oni vrSe kupovinu i prodaju deviza u svoje ime i za svoj račun ili u svoje ime a za račun svojih osnivača (nosilaca deviza).

Na deviznom tržištu kupovina i prodaja deviza vrši se na dva načina:

1. Neposredno između ovlašćenih banaka,
2. Na posebno organizovanom međubankarskom sastanku (tržištu) na kojem se pojavljuju ovlašćene banke i Narodna banka.[409]

Uloga Narodne banke u deviznom tržištu proizlazi iz njenih funkcija centralne banke, kojim ona osigurava jedinstvo deviznog platnog prometa na području cele zemlje, osigurava likvidnost u međunarodnim piaćanjima, likvidnost na domaćem tržištu, ali i otklanja sve poremećaje platnog bilansa.

Na prvi način ovlašćene banke kupuju i prodaju devize u neposrednom međusobnom odnosu. Međutim, praksa je pokazala da se mali deo deviza kupuje ijli prodaje u međusobnim kontaktima ovlašeenih banaka. Najveći deo prometa deviza u Jugoslaviji odvija se preko međubankarskog sastanka (deviznog tržišta).

Kupovina i prodaja deviza na deviznom tržištu vrši se po srednjim deviznim kursevima, a oni se formiraju na prethodnom međubankarskom sastanku. Sastanci deviznog tržišta održavaju se dva puta nedeljno.[410]

2. DEVIZNI KURS I DEVIZNO TRŽIŠTE

Na međubankarskom sastanku Narodna banka donosi interventnu listu koja za svaku valutu sadrži donji (kupovni) i gomji (prodajni) kurs. Po donjim kursevima će Narodna banka kupovati određene devize, a po gomjim kursevima će ih prodavati. Interventna lista kurseva odražava politiku deviznih kurseva.

Kod sastavljanja liste interventnih kurseva, Narodna banka uzima u obzir sledeće elemente:

1. Prosečan devizni kurs koji se dobija na osnovu kurseva vodećih svetskih tržišta,
2. **Srednji devizni kurs** koji se formira na prethodnom sastanku deviznog tržišta,

[409] Politika kursa dinara, koju utvrđuje Skupština SRJ, postaje sada sastavni deo jedinstvene devizne i ekonomske politike *u* celini.

[410] Radi sprovodenja što adckvatnije „politike realnog kursa dinara", Narodna banka Jugoslavije koristi neke indikatore, kao: opšti indeks cena na malo, cene proizvođača industrijskih i poljoprivrednih proizvoda, izvozne i uvozne cene Jugoslavije, kretanje ukupnog uvoza i izvoza zemlje, uvoz i izvoz na konvertibilno područje, pokriće uvoza izvozom, pokriće deviznog odliva deviznim prilivom, promene deviznih rezervi Jugoslavije, cene proizvođača na malo *u* Austriji, V. Britaniji, Italiji, Francuskoj, Svajearskoj, SAD, SR Nemačkoj, Grčkoj i Spaniji.

3. Kurs koji se formirao u neposrednim kupovinama i prodajama deviznih sredstava između poslovnih banaka,
4. Visinu i odnose ponude i tražnje svake devize na domaćem deviznom tržištu.

Narodna banka je obavezna da pristupi kupovini devize, čim devizni kurs dostigne donju interventnu granicu, odnosno prodaji – kada kurs dostigne gomju interventnu granicu. Narodna banka, kao intervenijent, kupuje devize da bi pokrila manjak tražnje odgovarajuće devize, a prodaje devize – da bi pokrila višak tražnje takvih deviza. Takvu politiku Narodna banka sprovodi da bi održala devizni kurs dinara u interventnim granicama, a u skladu s utvrdenom deviznom politikom.

Formiranje deviznih kurseva na međubankarskom sastanku istovremeno ukazuje na oscilacije deviznih kurseva između dva naredna sastanka, ali u dužem periodu, što je, u uslovima „plivajućih" kurseva drugih valuta i dinara, ravno devalvaciji ili revalvaciji pojedinh valuta.

Na deviznom tržištu i dalje sve nepodmirene iznose tražnje deviza treba da podmiruje Narodna banka fogestesaje iz svojih deviznih sredstava – po interventnom kursu. Time se i dalje devizni kursevi na deviznom tržištu mogu kretati samo u uskim granicama interventnih kurseva.

Osnovne karakteristike međubankarskog deviznog tržišta, koje je uvedeno u naš privredni sistem, su sledeće:

1. Na deviznom tržištu predmet kupovine i prodaje mogu biti samo konvertibilna devizna sredstva – devize od značaja za međunarodnu Likvidnost,
2. Devizno tržište je u ovoj fazi međubankarska institucija na kojem se kao kupci i prodavci javljaju ovlašćene poslovne banke i Narodna banka
3. Na deviznom tržištu se pojavljuje samo onaj deo ukupne prodaje ili kupovine koji nije mogao biti zadovoljen kroz neposredne odnose banaka, mada je to do sada i osnovni (najveći) deo deviza,
4. Ovlašćene banke kupuju ili prodaju devize u svoje ime, a za račun drugih osoba (komitenata) ili u svoje ime i za svoj račun.

Kupovine i prodaje deviza na deviznom tržištu vrše se po kursevima koji mogu odstupati od službeno utvrđenog pariteta dinara, u skladu sa Statutom MMF, najviše u granicama plus ili minus 4,5%. To je i raspon u kojem danas mogu fluktuirati kursevi najvećeg broja zemalja s konvertibilnom valutom,[411] a što ima uticaja i na određivanje granica intervencije od strane Narodne banke.

U slučaju fundamentalne neravnoteže, pristupa se uobičajenoj promeni pariteta dinara, dok u sluočaju „prolaznih neravnoteža" – dolazi do primene sistema lineamih izvoznih premija i uvoznih taksa. Budući da su gotovo sve zemlje prešle na fluktuirajuće ili „plivajuće" kurseve, naša privreda je morala pristupiti sledećim akcijama (da bi se neutralizovao nepovoljan efekat tog „prljavog fluktuiranja"):[412]

1. Da pristupi diferenciranim deviznim kursevima, pored određenih uvoznih ograničenja i adekvatne politike deviznih rezervi, a to znači da napusti proces liberalizacije spoljne trgovine i deviznog poslovanja, ili
2. Da i sama pređe na sistem fluktuirajućeg kursa dinara.

[411] O problemu konvertibilnosti dinara videti znatno šire: dr Ante ČičmŠain: Problemi konvertibilnosti dinara, Ekonomist, br. 1,1968, str. 79, i dr Slobodan Komazec: Konvertibilnost dinara u kontekstu stabilizacionib mera ekonomske politike, Finansije, Beograd, br. 1–2,1967.

[412] Milton Friedman, poznati ekonomist svetskog glasa, nazvao je savremeno fluktuiranje deviznih kurseva „prijavim" – u kojem nacionalni interesi pojedinih zemaija dobijaju apsolutnu prednost nad zajedničkim, međunarodnim interesima. „Plivanje" deviznih kurseva, danas vodećih zemalja u svetu, to najbolje potvrđuje. No to smo šire obradlii u okviru mčđunarodnih finansija i međunarodnog monetarnog sistema.

Uviđajući prednosti ovog drugog puta, je – sredinom 1973. godine – prešla na fluktuirajući kurs dinara s intervencijom, odnosno s funkcionisanjem deviznog tržišta. Devizno tržište preko ponude i tražnje deviza treba da postane mehanizam za formiranje „ravnotežnih" (svesno vođenih) deviznih kurseva, kako to budu zahtevali interesi nacionalne ekonomije.[413]

3. DEVIZNE REZERVE – STRUKTURA I FUNKCIONISANJE

Devizne rezerve jedne zemlje predstavljaju sve oblike njenih potraživanja na računima u inostranstvu, kao što su: monetarno zlato, efektivni strani novac i vrednosni papiri. Osnovna namena im je održavanje opšte likvidnosti u plaćanjima zemlje prema inostranstvu, kao i za intervencije na deviznom tržištu.

Devizne rezerve mogu biti formirane u konvertibilnim, transferabilnim i klirinškim (nekonvertibilnim) oblicima sredstava. Time su i devizne rezerve velikim delom rezultat regionalnog rasporeda i spoljno–trgovinske politike određene zemlje.

Svaka zemlja nastoji da formira uvek dovoljne devizne rezerve koje bi se nalazile na optimalnom nivou. Jer, previsoke devizne rezerve sigumo nisu odraz zdrave devizne politike i, najčešće, su nepoželjne. One mogu biti odraz sledećih faktora:

1. Neracionalnog „gomilanja" neiskorišćenih deviznih sredstava, odnosno „kreditiranja" inostranstvu,[414]
2. Opreznost u vođenju devizne i spoljno–trgovinske politike,
3. Otežanih uslova za dobijanje spoljnih kredita, zbog kolebanja i nestabilnosti na svetskom tržištu (i dmgih faktora),
4. Formiranja većih deviznih rezervi, zbog dospevanja većeg iznosa obaveza prema inostranstvu,
5. Neplaniranog deviznog priliva, odnosno visokih odobrenih (i iskorišćenih) u toku godine međunarodnih kredita, i sl.

S druge strane, preniske devizne rezerve dovode takvu privredu u situaciju da nije u mogućnosti da blagovremeno ili u potpunosti izvršava svoje obaveze prema inostranstvu, što znači ekstemu nelikvidnost.

Zbog navedenih razloga, svaka zemlja nastoji sprovoditi politiku ojptimalne visine deviznih rezervi. Politiku optimalnih deviznih rezervi svaka zemlja vodi prema svojoj specifičnoj situaciji, vezanoj neposredno za spoljno–trgovinsku politiku, međunarodne obaveze, visinu iskorišćenih kredita, zavisnosti od uvoza, promena u međunarodnim monetarnim odnosima i dr.

---

413 Kao osnovni razlozi, zbog kojih se prešlo na fluktuirajući kurs dinara, obično se navode sledeći: 1) Prelazak gotovo svih valuta na fluktuirajući kurs, 2) Nedovoljna fleksibilnost jugoslovenskih deviznih instrumenala, 3) Plivanje glavnih zapadno–evropskih valuta na čije se privrede odnosi od 60 do 65% uvoza i 40% izvoza Jugoslavije, 4) Veliki pritisak pretvaranja obezbeđenog dolara u dinare i 5) Velika ponuda inostranih kredit au dolarima SAD, što bi dovelo kasnije do negativnih efekata na platni bilans Jugoslavije.

414 Tada zemlja za ostvareni izvoz ili odobreni kredit u inostranstvu ne uvozi robu, što znači da kreditira inostranstvo.

Obično se polazi od dva pristupa u određivanju dovoljnog ili optimalnog iznosa deviznih rezervi. Jedan polazi od toga da je to onaj iznos deviznih rezervi koji pokriva visinu prosečnog dvomesečnog uvoza zemlje. Drugi pristup polazi od visine deviznih rezervi prema tekućem deviznom godišnjem odlivu deviznih sredstava (preko. otplata i kamata).. Ovaj pristup je realniji, jer takav metod bolje pokazuje likvidnost zemlje u odnosima s inostranstvom (mogućnosti plaćanja, odnosno blagovremeno izvršavanje obaveza).

Politiku deviznih rezervi, kao sastavni deo zajedničke devizne politike, utvrđuje. Ono određuje i visinu ukupnih deviznih rezervi zemlje, najmanji iznos potrebnih deviznih rezervi i iznos potrebnih stalnih, "deviznih rezervi za svaku godinu. Ukupne devizne rezerve se sastoje iz stalnih devizrtih rezervi, kojima se osigurava minimum likvidnosti za izvršavanje obaveza prema inostranstvu, kao i tekuće devizne rezerve, koje služe za tekuća piaćanja uvoza roba i usluga, odnosno za otplatu dospelih deviznih obaveza prema inostranstvu.

Iz tekućih deviznih rezervi koriste se sredstva i za intervencije centralne banke na dorhaćem deviznom tržištu u održavanju kursa dinara, ali i za osiguranje redovnih izvršavanja obaveza prema inostranstvu.

Najmanji iznos rezervi, u okviru proporcija platnog bilansa za zemlju za godinu dana, se obično određuje u visini jednomesečnog iznosa pbtreba plaćanja.

Tekuće devizne rezerve se sastoje od potraživanja Narodne banke na računima u inostranstvu, po odbitku stalnih deviznih rezervi.

Stalne devizne rezerve obično su sastavljene od zlata i vrednosrlih papira kojima mkuje Narodna banka, kao i od deviznih sredstava koja su od značaja za održavanje likvidnosti u međunarodnim plaćanjima (a nalaze se na računima u inostranstvu).

Deviznim rezervama inače rukuje Narodna banka.[415]

Devizne rezerve se mogu povećati (ili smanjiti) preko sledećih operacija:

1. Povećanim **izvozom** u odnosu na uvoz, odnosno popravljanjem trgovinskog bilansa,
2. Inostranim **zaduženjem** (uzimanjem kredita i sl.),
3. Odlaganjem već dospelih plaćanja prema inostranstvu,
4. Raznim oblicima jednosiranog deviznog priliva (pomoći, devizne dož$_r$nake radnika, plaćanja kamata i dr.).

Osnovni kanal promena deviznih rezervi (povećanja) je popravljanje trgovinskog bilansa, a zatim inostrano zaduživanje, dok je odlaganje dospelih piaćanja više izuzetan i redak kanal povećanja deviznih rezervi, tako da na takvu operaciju zemlje i ne računaju, osim izuzetno.

Pored održavanja normalne i optimalne visine deviznih rezervi, svaka zernlja nastoji da održava i određeni stepen inostrane zaduženosti koji istovremeno osigurava i normalnu likvidnost u međunarodnim plaćanjima. U deviznoj politici je prihvaćen stav, što smo prethodno šire izložili, da je stopa opterećenja inostranim dugovima (kamate i otplate) do 24% ukupnog deviznog priliva gomja granica preko koje počinju problemi likvidnosti u međunarodnim plaćanjima. Istina, i ovu granicu treba shvatiti više orijentaciono, kao nekakav kriterij za ponašanje kojem treba težiti, ali je svakako treba shvatiti vrlo elastično, jer postoje i veći procenti zaduženja nekih zemalja, ali zbog delovanja više drugih faktora (u koje ovde ne možemo ulaziti) nije postojao problem eksteme nelikvidnosti.

[415] Zakon o deviznomposlovanju i krediulim odnosima s inostranstvom (čl. 190–195).

GLAVA ŠESTA

ZAKON O DEVIZNOM POSLOVANJU

Ovim zakonom uređuju se:

1. plaćanja, naplaćivanja i prenosi između rezidenata i nerezidenata u stranim sredstvima plaćanja i u dinarima;
2. plaćanja, naplaćivanja i prenosi između rezidenata u stranim sredstvima plaćanja;
3. kupovina i prodaja sredstava plaćanja između rezidenata i nerezidenata, kao i kupovina i prodaja stranih sredstava plaćanja između rezidenata;
4. jednostrani prenosi sredstava plaćanja iz Republike Srbije (u daljem tekstu: Republika) i u Republiku koji nemaju obeležja izvršenja posla između rezidenata i nerezidenata;
5. tekući i depozitni računi rezidenata u inostranstvu i rezidenata i nerezidenata u Republici;
6. kreditni poslovi u Republici, i to između banaka i rezidenata u devizama i između banaka i nerezidenata u dinarima, kao i kreditni poslovi sa inostranstvom.

Ovim zakonom obrazuje se Devizni inspektorat kao organ uprave u sastavu ministarstva nadležnog za poslove finansija i utvrđuju njegova nadležnost i organizacija.

1. DEFINICIJE POJMOVA

U smislu ovog zakona:

(1) Rezidenti su:

1. pravno lice koje je registrovano i ima sedište u Republici;
2. preduzetnik – fizičko lice koje je registrovano u Republici i koje radi sticanja dobiti, u vidu zanimanja, obavlja zakonom dozvoljenu delataost;
3. ogranak stranog pravnog lica upisan u registar kod nadležnog organa u Republici;

4. fizičko lice koje ima prebivalište u Republici, osim fizičkog lica koje ima boravak u inostranstvu duži od godinu dana;
5. fizičko lice – strani državljanin koji na osnovu dozvole za boravak, odnosno radne vize boravi u Republici duže od godinu dana
6. državni organ i organizacija, korisnici budžetskih sredstava Republike, korisnici sredstava organizacija obaveznog socijalnog osiguranja i korisnici budžetskih sredstava lokalne vlasti;
7. diplomatsko, konzularno i drugo predstavnišrvo u inostranstvu koje se finansfra iz budžeta Republike i domaći državljani zaposleni u tim predstavništvima, kao i članovi njihovih porodica.

(2) Nerezidenti

su sva lica koja nisu navedena

(3) Banka

je akcionarsko društvo sa sedištem u Republici, koje ima dozvolu za rad Narodne banke Srbije i obavlja depozitne poslove i kreditne poslove a može obavljati i druge poslove u skladu sa zakonom.

Pod bankom, u smislu ovog zakona, smatra se i banka koja ima ovlašeenje Narodne banke Srbije za obavljanje poslova platnog prometa i kreditnih poslova sa inostranstvom.

(4) Sredstva plaćanja su

dinar i strana sredstva plaćanja.

(5) Strana sredstva plaćanja su:

1. devize – potraživanja u inostranstvu koja glase na stranu valutu;
2. efektivni strani novac – potraživanja u gotovini, odnosno papirni ili kovani novac koji glasi na stranu valutu.

(6) Instrumenti plaćanja su:

čekovi, menice, akreditivi, doznake, platne kartice i drugi instrumenti plaćanja – potraživanja od izdavaoca – nerezidenta, koja glase na stranu valutu i mogu se unovčiti u stranu valutu.

(7) Hartije od vrednosti su

hartije od vrednosti određene zakonom koji uređuje tržište hartija od vrednosti i dnigih finansijskih instrumenata.

(8) Domaće hartije od vrednosti su

hartije od vrednosti koje emituje rezident na domaćem i stranom tržištu, a mogu glasiti i na stranu valutu ako je to propisano posebnim zakonom

(9) Strane hartije od vrednosti su

hartije od vrednosti koje emituje nerezident i koje glase na stranu valutu

(10) Dugoročne hartije od vrednosti su

dužničke hartije od vrednosti, sa rokom dospeća dužim od jedne godine

(11) Kratkoročne hartije od vrednosti su

dužničke hartije od vrednosti, sa rokom dospeća do godinu dana.

(12) Finansijski derivati su

finansijski instrumenti u smislu zakona koji uređuje tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

(13) Devizno tržište je

tržište na kome se kupuju i prodaju devize i efektivni strani novac

(14) Menjački poslovi su

poslovi kupovine od fizičkih lica i prodaje tim licima efektivnog stranog novca i čekova koji glase na stranu valutu.

(15) Tekući poslovi su

poslovi zaključeni između rezidenata i nerezidenata čija namena nije prenos kapitala.

(16) Kapitalni poslovi su

poslovi izmedu rezidenata i nerezidenata čija je namena prenos kapitala.

Kapitalni poslovi iz stava 1. ove tačke su:

- direktne investicije,
- ulaganja u nekretnine,
- poslovi sa hartijama od vrednosti,
- poslovi sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima,
- kreditni poslovi,
- depozitni poslovi,
- poslovi po osnovu ugovora o osiguranju u skladu sa zakonom koji uređuje osiguranje,
- jednostrani prenosi sredstava plaćanja (lični i fizički).

(17) Direktne investicije su

ulaganja rezidenta u inostranstvu i nerezidenta u Republici u pravno lice sa ciljem da se uključi u upravljanje poslovima tog pravnog lica.

Pod ulaganjem smatra se: osnivanje pravnog lica, ogranka ili predstavništva, kupovina udela ili akcija u kapitalu pravnog lica, dokapitalizacija pravnog lica kao i

svaki drugi oblik ulaganja kojim ulagač stiče najmanje 10% učešća u osnovnom kapitalu, odnosno najmanje 10% glasačkih prava, u roku ne dužem od godinu dana od dana prvog ulaganja u to pravno lice u slučaju sukcesivnih ulaganja (radi dostizanja praga od 10%).

Pod ulaganjem smatraju se i krediti sa rokom dospeća od pet godina ili dužim ukoliko imaju prirodu podređenog potraživanja (subordinirani krediti).

(18) Poslovi sa hartijama od vrednosti su

poslovi sa dugoročnim i kratkoročnim hartijama od vrednosti, vlasničkim hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima.

(19) Kreditni poslovi su

kreditni poslovi u Republici i kreditni poslovi sa inostranstvom.

(20) Kreditni poslovi u Republici su poslovi kojima banka odobrava:

- rezidentu kredit u devizama i
- nerezidentu kredit u dinarima.

(21) Kreditni poslovi sa inostranstvom su

krediti i zajmovi između rezidenta i nerezidenta zaključeni u devizama.

Krediti su poslovi između:

- banke i nerezidenta, kojima banka uzima od nerezidenta kredit, odnosno daje nerezidentu kredit i
- rezidenta i strane banke, kojima rezident uzima kredit.

Zajmovi su poslovi između rezidenta i nerezidenta, kojima rezident uzima od nerezidenta ili daje nerezidentu zajam.

Kreditni poslovi obuhvataju naročito:

- komercijalne kredite,
- robne kredite,
- finansijske kredite,
- kratkoročne oročene bankarske depozite,
- kratkoročne bankarske kreditne linije.

Kreditnim poslovima sa inostranstvom smatraju se i:

- bankarske garancije, koje banke daju u korist nerezidenta po kreditnim poslovima sa inostranstvom i kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu i
- jemstva i druga sredstva obezbedenja koja u skladu sa ovim zakonom rezidenti – pravna lica daju u korist nerezidenta –kreditora po kreditnim poslovima sa inostranstvom i kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu.

(22) Depozitni poslovi, u smislu ovog zakona,

jesu poslovi na osnovu ugovora o depozitu između nerezidenta i banke, kao i između rezidenta i banke u inostranstvu.

(23) Poslovi po osnovu ugovora o osiguranju obuhvataju

plaćanja premija i osiguranih iznosa na osnovu ugovora između osiguravajućeg društva nerezidenta i rezidenta kao osiguranika kao i između osiguravajućeg društva rezidenta "i nerezidenta kao osiguranika, u skladu sa zakonom koji uređuje osiguranje.

(24) Valutna klauzula je

ugovaranje vrednosti obaveze u devizama (valuta obaveze) u Republici s tim što se plaćanje i naplaćivanje po tim ugovorima vrši u dinarima (valuta isplate).

(25) Lični prenos sredstava plaćanja je

prenos sredstva iz Republike ,u inostranstvo ili iz inostranstva u Republiku koji se ne zasniva na izvršenju posla vrši se između rezidenta fizičkog lica i nerezidenta, uključuje poklone i pomoć, nasledstva, rente, podmirenje duga useljenika i sredstava koja iznose iseljenici.

(26) Fizički prenos sredstava plaćanja je

svaki prenos gotovine u dinarima, kao i prenos efektivnog stranog novca i hartija od vrednosti iz Republike i u Republiku.

2. TEKUĆI POSLOVI

Plaćanje, naplaćivanje i prenos po tekućim poslovima između rezidenata i nerezidenata vrši se slobodno, u skladu sa ovim zakonom.

Placanja i prenosi po osnovu tekućih poslova obuhvataju, bez ograničenja:

1. plaćanja po osnovu spoljnotrgovinskih poslova i po drugim tekućim poslovima sa inostranstvom u smislu zakona koji uređuje spoljnotrgovinsko poslovanje;
2. plaćanja po osnovu otplate dela glavnice i kamata na kredite;
3. povraćaj sredstava uloženih u investicije, kao i prenos u inostranstvo i unos dobiti po osnovu direktnih investicija;
4. prenose u korist fizičkih lica po osnovu: penzija, invalidnina i ostalih socijalnih primanja, prenose po osnovu poreza i taksi, međudržavne saradnje, likvidiranih šteta po osnovu ugovora o osiguranju, prenose po osnovu pravnosnažnih i izvršnih odluka, prenose po osnovu dobitaka u igrama na sreću, naknada za koncesije, članarina i kazni (penala) i druge prenose, kao i prenose po osnovu iznosa troškova potrebnih za izdržavanja porodice.

Rezident sredsrva plaćanja po osnovu izvoza robe ili usluge, unosi u Republiku u roku do 180 dana od dana izvoznog carinjenja robe, odnosno od dana izvršenja usluge.

Posao izvoza robe ili usluge sa ugovorenim rokom naplate dužim od 180 dana od dana izvoznog carinjenja robe, odnosno od dana izvršenja usluge, kao i posao izvoza robe ili usluge koji nije naplaćen u roku iz stava 1. ovog člana, smatra se kreditnim poslom sa inostranstvom.

Rezident sredstva plaćanja ostvarena po osnovu prodaje plaćene robe koja se nalazi u inostranstvu i neposredno isporučuje u inostranstvo, unosi u Republiku u roku do 180 dana od dana izvršenog plaćanja.

Narodna banka Srbije na predlog ministarstva nadležnog za poslove finansija propisuje uslove i način evidentiranja poslova iz stava 2. ovog člana.

Rezident unapred plaćenu robu ili uslugu uvozi u Republiku u roku do 180 dana od dana izvršenog plaćanja robe ili usluge.

Rezident koji ne uveze robu ili uslugu u roku vrši povraćaj unapred plaćenog iznosa odmah, a najkasnije u roku od pet dana od dana isteka roka.

Posao uvoza unapred plaćene robe ili usluge sa ugovorenim rokom uvoza dužim od 180 dana od dana izvršenog plaćanja smatra se kreditnim poslom sa inostranstvom.

Rezident – pravno lice može realizovan posao izvoza robe i usluga izuzetno naplatiti realizovanim uvozom robe i usluga samo pod uslovima i na način koji propiše Vlada.

Banke, odnosno rezidenti, osim rezidenata–fizičkih lica, mogu kupovati ili prodavati, odnosno platiti ili naplatiti potraživanja i dugovanja koja su nastala po spoljnotrgovinskim poslovima rezidenata.

Poslovi mogu se vršiti samo na osnovu ugovora, zaključenog u pismenoj formi izmedu svih učesnika u posiu.

Banke su dužne da o poslovima izveste Narodnu banku Srbije na način i u rokovima koje ona propiše.

Nerezidenti mogu kupovati potraživanja i dugovanja po osnovu spoljnotrgovinskih poslova samo pod uslovima i na način koje propiše Vlada.

Rezident ne može izvršiti naplatu, plaćanje ili izdati nalog za plueanje, odnosno izvršiti prenos nerezidentu, na osnovu ugovora u kojem nije navođena stvama eena M'i na osnovrt neistimteisprave.

Dobit ostvarenu u inostranstvu po osnovu izvodenja mvesticionih radova kao i devize koje je, u skladu s garantnim rokovima, naručilac investicionih radova zadržao kao garanciju za ispravnost izvršenih radova, rezident unosi u zemlju po završetku izvođenja investicionih radova, odnosno isteku garantnog roka.

Rezident o dobiti koju ostvari obavljanjem privredne delatnosti u inostranstvu izveštava Devizni inspektorat.

3. KAPITALNI POSLOVI

Plaćanje, naplaćivanje i prenos po kapitalnim poslovima između rezidenata i nerezidenata vrše se slobodno, osim ako ovim zakonom nije drukčije propisano.

1. DIREKTNE INVESTICIJE REZIDENATA I NEREZIDENATA

Plaćanje i prenos kapitala po osnovu direktnih investicija rezidenata –pravnih lica, preduzetnika i fizičkih lica u inostransrvo vrši se slobodno, u skladu sa zakonom koji uređuje spoljnotrgovinsko poslovanje.

Plaćanje i prenos kapitala po osnovu direktnih investicija nerezidenata u Republici vrši se slobodno, u skladu sa zakonom koji uređuje strana ulaganja.

2. ULAGANJA U NEPOKRETNOSTI

Plaćanje radi sticanja svojine na nepokretnostima rezidenta u inostranstvu i nerezidenata u Republici vrši se slobodno, u skladu sa zakonom koji uređuje svojinsko pravne odnose.

3. POSLOVI SA HARTIJAMA OD VREDNOSTI

Rezidenti – pravna lica, preduzetnici i fizička lica mogu vršiti plaćanje radi kupovine u inostranstvu vlasničkih hartija od vrednosti koje nisu direktne investicije, kao i dužničkih dugoročnih hartija od vrednosti čiji su izdavaoci države članice OECD i međunarodne finansijske organizacije.

Rezidenti mogu vršiti plaćanje radi kupovine i drugih dužničkih dugoročnih hartija od vrednosti u inostranstvu čiji stepen rizika (rejting) i zemlju izdavaoca može propisati Narodna banka Srbije.

Rezidenti mogu vršiti plaćanje radi kupovine domaćih hartija od vrednosti koje glase na stranu valutu, a izdaju se u inostranstvu.

Nerezidenti mogu vršiti plaćanje radi kupovine u Republici dugoročnih dužničkih kao i vlasničkih hartija od vrednosti, u skladu sa zakonom koji uređuje tržište hartija od vrednosti.

Plaćanje radi kupovine stranih kratkoročnih hartija od vrednosti na stranom i domaćem tržištu vrši Narodna banka Srbije, a banke –pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Rezidenti ne mogu vršiti plaćanja radi kupovine inostranih kratkoročnih hartija od vrednosti.

Nerezidenti ne mogu vršiti plaćanja radi kupovine domaćih kratkoročnih hartija od vrednosti.

4. POSLOVI SA FINANSIJSKIM DERIVATIMA

Plaćanje radi kupovine finansijskih derivata na organizovanom tržištu u inostranstvu mogu vršiti Narodna banka Srbije i banke.

Narodna banka Srbije propisuje bankama uslove za vršenje poslova iz stava 1. ovog člana kao i način izveštavanja.

Rezidenti, mogu vršiti plaćanje radi kupovine finansijskih derivata u inostranstvu, pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Plaćanje radi kupovine finansijskih derivata u Republici nerezidenti mogu vršiti samo pod uslovima koje propiše Narodna banka Srbije.

5. POSLOVI SA INVESTICIONIM I DOBROVOLJNIM PENZIJSKIM FONDOVIMA

Rezidenti – društva za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima mogu da vrše plaćanja radi ulaganja u inostranstvo, u skladu sa odredbama zakona koji uređuju poslove sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima.

Nerezidenti mogu vršiti plaćanje radi ulaganja u investicione fondove i dobrovoljne penzijske fondove u Republici u skladu sa odredbama zakona koji uređuju poslove sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima.

6. KREDITNI POSLOVI SA INOSTRANSTVOM

Kreditni poslovi zaključuju se u pismenom obliku.

Banke mogu zaključivati kreditne poslove sa inostranstvom u svoje ime i za svoj račun, u svoje ime i za tuđ račun i u tuđe ime i za tuđ račun.

Rezidenti – pravna lica mogu uzimati kredite iz inostranstva u svoje ime i za svoj račun, a rezidenti – pravna lica koja se smatraju povezanim dmštvima u skladu sa propisom koji uređuje osnivanje privrednih dmštava i u svoje ime i za tuđ račun.

Rezidenti – pravna lica mogu u svoje ime i za svoj račun odobravati nerezidentima komercijalne i robne kredite, kredite kao i finansijske kredite pod uslovima.

Rezidenti – preduzetnici mogu u svoje ime i za svoj račun uzimati kredite iz inostranstva, a odobravati nerezidentu komercijalne i robne kredite, kao i kredite.

Kreditne poslove sa inostranstvom ne mogu zaključivati rezident – fizičko lice koje nije preduzetnik i rezident – ogranak stranog pravnog lica.

Za izvršavanje obaveza iz zaključenog ugovora o kreditnom poslu sa inostranstvom odgovoran je rezident koji zaključi ugovor, kao i rezident po čijem ovlašeenju i za čiji račun je ugovor zaključen, odnosno banka i rezident – pravno lice koje od tog rezidenta kupi potraživanje, odnosno preuzme dug prema nerezidentu po osnovu kreditnog posla sa inostranstvom.

Republika i Narodna banka Srbije ne garantuju za izvršenje obaveza po kreditnom poslu sa inostranstvom, osim u slučajevima predviđenim zakonom.

Banka, kao i rezident – pravno lice mogu kupovati od rezidenta potraživanje po osnovu kredita odobrenog nerezidentu, kao i preuzimati dug rezidenta prema nerezidentu po osnovu kreditnog posla sa inostranstvom.

Nerezidenti mogu od rezidenata kupovati potraživanja i dugovanja po osnovu kreditnih poslova sa inostranstvom samo pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Finansijski krediti uzeti iz inostranstva mogu se koristiti za plaćanje uvoza robe i usluga i finansiranje izvođenja investicionih radova u inostranstvu, koje rezidenti zaključuju u okviru obavljanja svoje delatnosti, kao i za otplatu ranije korišćenih kredita iz inostranstva (refmansiranje).

Narodna banka Srbije može utvrditi obim i uslove pod kojima banke mogu da uzmu kratkoročne oročene bankarske depozite i kratkoročne bankarske kreditne linije od stranih banaka.

Rezidenti – pravna lica mogu nerezidentima odobravati finansijske kredite iz dobiti koju rezidenti ostvare poslovanjem u inostranstvu i to pod uslovom da je nerezident – dužnik po kreditnom poslu u većinskom vlasnistvu rezidenta.

Pravna lica mogu davati i jemstva po kreditnim poslovima izmedu dva nerezidenta u inostranstvu.

Pri obavljanju kreditnih poslova sa inostranstvom rezident – pravno lice dužno je da ugovori i od nerezidenta pribavi instrumente obezbedenja naplate.

Narodna banka Srbije može da propiše način i uslove pod kojima banke i rezidenti – pravna lica mogu odobravati finansijske kredite nerezidentima i davati bankarske garancije i jemstva po kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu.

(1) Kreditiranje u devizama između rezidenata u Republici

Banka može rezidentu – pravnom licu i preduzetniku odobriti kredit u devizama za plaćanje uvoza robe i usluga iz inostranstva.

Banka može rezidentu – fizičkom licu odobriti kredit u devizama radi kupovine nepokretnosti u zemlji.

(2) Kreditiranje u dinarima izmedu rezidenata i nerezidenata u Republici

Banka može odobriti nerezidentu kredit u dinarima u Republici, na način i pod uslovima koje propiše Narodna banka Srbije.

7. DEPOZITNI POSLOVI

(1) Depozitni poslovi rezidenata u inostranstvu

Banka, bez ograničenja, drži devize i na računima kod banaka u mostranstvu. Rezidenti mogu držati devize na računu kod banke u inostranstvu pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

(2) Depozitni poslovi nerezidenata u Republici

Nerezident može na računu kod banke držati devize i dinare bez ograničenja, u skladu sa ovim zakonom.

(3) Prenos sredstava sa racuna u inostranstvo

Nerezident, kao i rezident – ogranak stranog pravnog lica koji posluje preko nerezidentnog računa vrši prenos sa tog računa u inostranstvo pod uslovom da je prethodno izmirio poreske obaveze iz tog posla prema Republici.

Prenos sredstava u inostranstvo sa štednog deviznog i dinarskog računa nerezidenta kod banke vrši se slobodno.

8. PLAĆANJA PO OSNOVU UGOVORA O OSIGURANJU

Rezidenti – društva za osiguranje mogu da vrše plaćanja radi deponovanja i ulaganja u inostranstvo, u skladu sa odredbama zakona koji ureduje poslove osiguranja

.

Rezident može plaćati premije osiguranja na osnovu ugovora o osiguranju koji je zaključen sa nerezidentom – osiguravajućim društvom, pod uslovom da je takav ugovor dozvoljen zakonom koji uređuje poslove osiguranja.

9. JEDNOSTRANI PRENOSI SREDSTAVA PLAĆANJA – LIČNI I FIZIČKI PRENOSI

Narodna banka Srbije propisuje bliže uslove za lične i fizičke prenose sredstava plaćanja u inostranstvo i iz inostranstva.

4. PLATNI PROMET

Platni promet sa inostranstvom obavlja se u devizama i u dinarima preko banke.

Rezidenti platni promet sa inostranstvom obavljaju preko Narodne banke Srbije.

Banka može vršiti platni promet po kreditnim poslovima sa inostranstvom, samo na osnovu potvrde Narodne banke Srbije da je taj kreditni posao evidentiran u skladu sa propisom.

Narodna banka Srbije propisuje bliže uslove i način obavljanja platnog prometa sa inostranstvom po tekućim i kapitalnim poslovima.

Rezident može izvršiti naplatu, odnosno plaćanje i drugom nerezidentu, a ne nerezidentu kome duguje, odnosno od koga potražuje, po tekućem ili kapitalnom poslu, pod uslovom da je taj posao dozvoljen ovim zakonom.

Rezidenti i nerezidenti koriste devize za plaćanje inostranstvu, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Plaćanje, naplaćivanje i prenos između rezidenata i između rezidenata i nerezidenata u Republici vrše se u dinarima.

Dozvoljeno je ugovaranje u devizama u Republici s tim što se plaćanje i naplaćivanje po tim ugovorima vrši u dinarima.

Izuzetno od odredbe stava 2. ovog člana, plaćanje, naplaćivanje i prenos sredstava u Republici mogu se vršiti i u devizamapo osnovu:

1. deviznog kreditiranja u zernlji za namene,
2. uplate depozita kao sredstva obezbeđenja;
3. kupovine potraživanja i dugovanja na osnovu ugovora;
4. premija osiguranja i prenosa po osnovu osiguranja života;
5. po osnovu prodaje i davanja u zakup nepokretnosti.

Plaćanje, naplaćivanje i prenos može se vršiti i po poslovima koji su uređeni zakonima koji uređuju tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i osiguranje depozita, kao i u drugim slučajevima propisanim zakonom.

Banka drži devize i kod druge banke, odnosno kod Narodne banke Srbije.

Rezident–pravno. lice i preduzetnik drži devize na deviznom računu kod banke ili ih prodaje toj banci.

Narodna banka Srbije propisuje uslove pod kojima banke otvaraju devizne račune i način vođenja tih računa i deviznih štednih uloga rezidenata.

Visina, način obračuna i plaćanja kamate, kao i valuta u kojoj se plaćaju kamate i glavnica, utvrđuju se ugovorom između banke i rezidenta.

Rezidenti – državni organi i organizacije, korisnici budžetskih sredstava Republike, korisnici sredstava organizacija obaveznog socijalnog osiguranja i korisnici budžetskih sredstava lokalne vlasti, mogu imati devizne račune samo kod Narodne banke Srbije, osim ako posebnim zakonom ili međunarodnim ugovorom nije drukčije propisano, a devize i efektivni strani novac koje ostvare u svom poslovanju mogu da prodaju Narodnoj banci Srbije.

5. DEVIZNO TRŽIŠTE I KURS DINARA

1. DEVIZNO TRŽIŠTE

Devize i efektivni strani novac mogu se kupovati i prodavati samo na deviznom tržištu, za namene koje su dozvoljene ovim zakonom.

Kupovina i prodaja deviza i efektivnog stranog novca na deviznom tržištu u Republici vrši se:

1. neposredno:
   - između banaka i rezidenata, kao i između banaka i nerezidenata;
   - zmeđu banaka;
   - između banaka i Narodne banke Srbije;
   - između rezidenata koji imaju ovlašeenje za obavljanje menjačkih poslova i Narodne banke Srbije;
   - između banaka i rezidenata koji imaju ovlašćenje za obavljanje menjačkih poslova;
   - između rezidenata i Narodne banke Srbije.
2. na sastanku medubankarskog deviznog tržišta:
   - između banaka;
   - Između banaka i Narodne banke Srbije.

Kupovinu i prodaju efektivnog stranog novca na deviznom tržištu obavlja banka, Narodna banka Srbije, kao i drugi rezidenti koji u skladu sa ovim zakonom obavljaju menjačke poslove.

Menjačke poslove mogu da obavljaju: banke, Narodna banka Srbije i rezidenti – pravna lica i preduzetnici koji imaju ovlašćenje Narodne banke Srbije.

Narodna banka Srbije propisuje uslove i način obavljanja menjačkih poslova

2. KURS DINARA

Kurs dinara prema stranim valutama na deviznom tržištu formira se slobodno, u skladu sa ponudom i tražnjom deviza.

Zvanični srednji kurs dinara formira se na način utvrden propisom Narodne banke Srbije.

Za potrebe knjigovodstva i statistike primenjuje se zvanični srednji kurs dinara.

Za obračun carine i drugih uvoznih dažbina primenjuje se zvanični srednji kurs dinara utvrđen poslednjeg radnog dana u nedelji koja prethodi nedelji u kojoj se utvrđuje iznos carine i drugih uvoznih dažbina, u skladu sa zakonom koji ureduje carine.

6. ZAŠTITNE MERE

U slučaju nastupanja ozbiljnijih poremećaja u platnom bilansu, kada kretanje kapitala prouzrokuje ili preti da prouzrokuje ozbiljne poteškoće u sprovođenju monetarne politike i politike deviznog kursa, koje su rezultat prekomernog priliva ili odliva kapitala iz Republike, Vlada na predlog Narodne banke Srbije može doneti sledeće zaštitne mere:

1. propisati uslove pod kojima rezident i nerezident mogu držati devize na računima kod banaka u inostranstvu ili na računima kod banaka u Republici;
2. obavezati banke da Narodnoj banci Srbije prodaju efektivni strani novac na osnovu menjačkih poslova banaka i ovlašćenih menjača;
3. ograničiti obavljanje plaćanja i naplata nastalih na osnovu obaveza i potraživanja u poslovima sa inostranstvom;
4. ograničiti prenos hartija od vrednosti, zlata i efektivnog stranog novca u Republiku i iz Republike;
5. ograničiti obavljanje transakcija sa hartijama od vrednosti između rezidenata i nerezidenata;
6. ograničiti obavljanje kreditnih poslova između rezidenata i nerezidenata;
7. ograničiti davanja garancija ili jemstava, zaloga ili dragih sredstava obezbedenja u korist nerezidenata;
8. propisati polaganje odredenog procenta deviznog depozita na račun kod Narodne banke Srbije;

9. propisati nerezidentima mogućnost plaćanja radi kupovine dornaćih kratkoročnih hartija od vrednosti;
10. propisati rezidentima mogućnost plaćanja radi kupovine stranih kratkoročnih hartija od vrednosti;
11. propisati obavezu unosa dobiti rezidentima koji obavljaju privrednu delatnost u inostranstvu ukoliko se ne reinvestira u inostranstvu;
12. ograničiti kupovinu nekretnina u inostranstvu od strane rezidenta.

7. DEVIZNA KONTROLA

Poslovi iz ovog zakona podležu deviznoj kontroli.

Kontrolu deviznog poslovanja vrše organi kontrole – Narodna banka Srbije, Devizni inspektorat, carinski organi, odnosno drugi nadležni organi koji imaju pravo da, radi provere, zahtevaju svu dokumentaciju o tom poslovanju kao i drugu dokumentaciju neophodnu za deviznu kontrolu.

Narodna banka Srbije vrši kontrolu deviznog poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija, menjača, kao i rezidenata i nerezidenata koji su sa bankom i drugom finansijskom organizacijom, odnosno menjačem povezani imovinskim, upravljačkim i poslovnim odnosima.

Devizni inspektorat vrši kontrolu deviznog poslovanja rezidenata i nerezidenata.

Carinski organ vrši kontrolu iznošenja iz Republike i unošenja u Republiku, efektivnog stranog novca, dinara, čekova i hartija od vrednosti u putničkom, robnom i poštanskom saobraćaju.

Carinski organ na graničnom prelazu privremeno oduzima od rezidenta i nerezidenta uz izdavanje potvrde, dinare i efektivni strani novac, čekove i hartije od vrednosti koji glase na stranu valutu koji prelaze iznos koji propiše Narodna banka Srbije.

8. DEVIZNI INSPEKTORAT

Devizni inspektorat obrazuje se kao organ uprave u sastavu ministarstva nadležnog za poslove finansija, za vršenje inspekcijskih poslova, poslova vođenja prekršajnog postupka i s njime povezanih stručnih poslova.

Deviznim inspektoratom rukovodi direktor.

Deviznu kontrolu vrši devizni inspektor. Prilikom vrsenja neposredne kontrole devizni inspektor mora imati službenu legitimaciju.

Devizni inspektor u kontroli donosi rešenje kojim nalaže ispravljanje nepravilnosti, odnosno nezakonitosti i nalaže izvršenje mera, pod pretnjom prinudnog izvršenja.

GLAVA SEDMA

MEĐUNARODNE MONETARNE INSTITUCIJE

1. OSNIVANJE I VRSTE MEĐUNARODNIH MONETARNIH INSTITUCIJA

Međunarodne finansijske institucije osnivaju se međudržavnim ugovorom ili sporazumom većeg ili manjeg broja suverenih zemalja u cilju rešavanja razvojnih, stabilizacionih, finansijskih, monetarnih i drugih sličnih problema zemalja članica.

Potreba osnivanja međunarodnih i regionalnih finansijskih institucija koje će uticati na međunarodni monetarni i finansijski sistem, na promet proizvoda, usluga i kapitala, a naročito na sistem i tehniku međunarodnog platnog prometa i brži razvoj zemalja u razvoju, posebno se nametnula nakon Drugog svetskog rata. Od 1945. godine do danas u svetu su osnovane brojne finansijske institucije, i to:

1. **Monetarne institucije,** u okviru kojih poznajemo,
   1. Međunarodni monetarni fond (MMF),
   2. Evropski monetarni sporazum (EMS),
   3. Klirinške organizacije (Azijska klirinška unija, Karipska multilateralna klirinška organizacija, Centralno–američka klirinška kuća, Monetarni sporazum ekonomske zajednice Velikih jezera, Platni sistem latinoameričkog udmženja za slobodnu trgovinu, Zapadnoafrička klirinška kuća, Unija za razvoj regionalne saradnje za multilateralna plaćanja,
   4. Monetarne fondove (Arapski monetarni fond, Andski rezervni fond, ASEAN Swap Sporazum, Centralnoamerički monetarni stabilizacioni fond, Sporazum o finansijskoj pomoći latinoameričkog udruženja za slobodnu trgovinu),
   5. Monetarne unije (Cenlralnoafrička monetarna unija, Zapadnoafrička monetarna unija);
2. **Kreditne** institucije, u okvim kojih poznajemo:
   1. Međunarodnu banku za obnovu i razvoj (MBES),
   2. Međunarodnu finansijsku korporaciju (IFC),
   3. Međunarodno udruženje za razvoj (IDA),

4. Multilateralnu agenciju za garantovanje investicija,
5. Međunarodnu investicionu banku,
6. Evropsku investicionu banku,
7. Afričku banku za razvoj,
8. Interameričku banku za razvoj,
9. Azijsku banku za razvoj,
10. Arapske kreditne institucije,
11. Evropska banka za obnovu i razvoj.

Uprkos činjenici da su od 1945. godine do danas u svetu osnovane brojne međunarodne i regionalne finansijske institucije čiji je najvažniji zadatak brži razvoj zemalja članica, odnosno međunarodne ekonomije kao najizrazitijeg primera globalne uslovljenosti sveta, ostvareni stepen razvoja svetske privrede nije u skladu sa očekivanjima. Svetska privreda je i dalje opterećena problemima kao što su:

- nedovoljan rast proizvodnje i međunarodne trgovine;
- izrazita recesija koja je uslovila porast nezaposlenosti, kako u razvijenim tako još više u zemljama u razvoju;
- spor rast svetske trgovine i sve oštrije barijere protekcionizma;
- kriza dugova zemalja u razvoju;
- dominacija fluktuirajućih kurseva i relativno visokih kamatnih stopa.

Svi ovi problemi ukazuju da „je potrebna međunarodna saglasnost o monetarnim i finansijskim pitanjima za promene čiji bi ciljevi bili:

- sveobuhvatne reforme postojećeg međunarodnog monetarnog i finansijskog sistema;
- efikasnije zadovoljavanje potreba razvoja i drugih finansijskih zahteva svetske privrede, posebno zemalja u razvoju i
- strukturalna prilagođavanja orijentisana na rast”.[416]

U nemogućnosti da detaljnije elaboriramo sve finansijske institucije kao nezaobilazan činilac u funkciji međunarodnog finansiranja, mi ćemo pažnju usmeriti na, po našem mišljenju, najznačajnije, kao što su: 1) Međunarodni monetarni fond, 2) Međunarodna banka za obnovu i razvoj, 3) Međunarodna finansijska korporacija, 4) Međunarodno udruženje za razvoj, 5) Multilateralna agencija za garantovanje investicija, 6) Evropska investiciona banka, 7) Interamerička banka za razvoj, 8) Afrička banka za razvoj, 9) Azijska banka za razvoj i Evropska banka za obnovu i razvoj.

[416] Dr M. Hanžeković: Mogućnosti t putevi osnivanja zajećnickih finansnskih instituđja zemalja u razvoju za unapređenje njihove fliunsijske i nionetarne saradnje (Struktura svetske privrede i novi međunarodm ekonomski poredak), Informator, Zagreb, 1983, str. 47.

2. MEĐUNARODNI MONETARNI FOND

1) OSNIVANJE I CILJEVI MMF

Međunarodni monetarni fond, kao novi mehanizam i devizno monetarni svetski sistem, nikao je i razvio se na ruševinarna zlatnog važenja.

Poremećaji nastali kao posledica Prvog svetskog rata – označili su kraj ziatnog važenja. Sistem zlatnog važenja nije ni u razdoblju pre Velike ekonomske krize dobro funkcionisao. To je bio mehanizam liberalističke epohe kapitalizma, klasičnog laissezfairea te je i mogao pravilno funkcionisati samo u liberalističkoj epohi kapitalizma.

Mehanizam zlatnog važenja je već u vreme izrastanja monopola, koncentracije i državnog dirižizma počeo nailaziti na velike teškoće. Buma vremena posle Prvog svetskog rata gurala su kapitalističke zemlje na sve izrazitiji intervencionizam i dirižizam u ekonomskim odnosima. Ove tendencije su posebno izražene posle VeUke ekonomske krize. Pokušaji restauracije zlatnog važenja posle Prvog svetskog rata ostali su bezuspešni, a kriza 1929–1935. zadala mu je definitivan udarac.

U nameri da se prebrode velike teškoće, nastale posle krize, najpre vodeće, a zatim i ostale zemlje, potpuno nezavisne jedna od dmge, pristupaju celom nizu autarkičnih i intervenicionističkih mera, koje su konačno dovele do potpunog valutnog haosa. Masovno manipulisanje valutama, česte devalvacije karaktera va

lutnog dampinga, fluktuirajući kursevi i celi arsenal kvantitativnih deviznih ograničenja, praćenih obustavama plaćanja, moratorijumima, begom kapitala i gubljenjem poverenja u plaćanja – osnovna je karakteristika ovog perioda. Sve je to imalo veoma nepovoljne posledice na međunarodnu razmenu, koja i u 1938. godini nije dosegla nivo iz godina pre Velike ekonomske krize. Takva iskustva ugiavnom su otkrila dve istine, i to:

1. Da je neophodno da postoji jedinstven, usavršen, međunarodni monetarni sistem (kao bitna pretpostavka uspešnog odvijanja svetske trgovine i plaćanja) i
2. Da novi međunarodni monetarni sistem mora uvažavati nova shvatanja i odnose u međunarodnoj privredi posle završetka Drugog svetskog rata.

Upravo poučeni teškim iskustvima posledica proteklih valutnomonetarnih prilika između dva rata, krajem Drugog svetskog rata pojavila su se četiri plana za organizaciju međunarodnog monetarnog sisterna, i to: 1) britanski, 2) američki, 3) francuski i 4) kanadski. Najveću pažnju stručne, naučne pa i političke javnosti izazvala su prva dva plana, koji su dobili imena po glavnim kreatorima: Kejnsov (J.M.Keynes) plan i Vajtov (H.D.White) plan.

Britanski ili Kejnsov plan zalagao se za stvaranje Međunarodne klirinške unije, „koja bi bila vrsta svetske banke ili ustanova za kompenzaciju, gde bi se međunarodna plaćanja susretala i uzajamno prebijala" posredstvom, za tu svrhu specijalno kreiranog novog valutnog sredstva, nazvanog bankor (bancor).

Prema zamislima Kejnsa, novokreirani međuraarodni medij Ibankor, ne bi se mogao menjati za zlato, dok bi se zlatom mogao kupiti bankor. Dakle, konvertibilnost izmedu zlata i bankora bila bi unilateralna.

„U osnovi Kejnsovog plana leži zamisao da Unija, polazeći od stanja velikih deficita u platnim bilansima većeg broja zemalja članica, usklađuje te deficite s viškovima kojima su raspolagale druge zemlje i tako, putem kreditnih odnosa, održi stanie ravnoteže i zadovoljavajućih likvidnosti u međunarodnom monetarnom sistemu."[417]

Vajtova koncepcija obnove i razvoja posleratnog međunarodnog monetarnog sistema išla je, kao izraz ekonomsko–političkih interesa SAD, drugom linijom.

Vajtov plan je predviđao osnivanje Stabilizacionog fonda kao međunarodne monetarne ustanove čiji bi osnovni cilj bio održavanje stabilnosti deviznih kurseva. Valutni pariteti bi se iskazivali u međunarodnoj monetarnoj jedinici – .junitas", čija je vrednost bila 8,91 gram čistog zlata, odnosno 10 dolara. Promena pariteta kao i uvođenje mera devizne kontrole pretpostavljala je saglasnost Fonda. Sredstva Stabilizacionog fonda bi se formirala uplatama kvota, i to: u zlatu, nacionalnim valutama i hartijama od vrednosti. U slučaju deficita članice bi mogle dobiti pozajmice u zamenu za nacionalnu valutu i to do iznosa od 25% kvote u toku jedne godine, a ukupno zaduženje bi bilo ograničeno na 100% kvote.

Oba plana imala su, u krajnjem slučaju, zajednički cilj da osiguraju da dobijeni novac od prodaje robe može biti upotrebljen za kupovinu bilo koje druge robe, što je podrazumevalo da takav novac bude konvertibilan i zamenljiv za svaku drugu robu i usluge.[418] Osnovna razlika između ova dva plana bila je u tome što se Kejns zalagao da to bude klirinški novac, a Vajt da to i dalje bude zlato. Ovakav Vajtov stav posledica je činjenice da su SAD u to vreme posedovale oko dve trećine svetskih rezervi zlata.

Posle dvogodišnjih rasprava, na međunarodnoj valutnoj konferenciji, poznatoj pod imenom „Monetarna i finansijska konferencija Ujedinjenih nacija" održanoj od 1. do 22. jula 1944. godine u Bretton Woodsu (Država New Hampshire, SAD), uz izvesne modifikacije prihvaćen je Vajtov plan i doneta odluka da se osnuje Međunarodni monetarni fond – International Monetarv Fond (IMF).

Sporazum o osnivanju Međunarodnog monetarnog fonda stupio je na snagu 27. decembra 1945. godine zvaničnim potpisivanjem od strane zemalja osnivača, Fond je počeo sa radom u martu 1946. godine kada je održana prva skupština guvemera.

Jugoslavija je član Međunarodnog monetarnog fonda od njegovog osnivanja. Od prvobitne 44 članice Fonda broj zemalja se stalno povećavao tako da početkom 1995. godine u radu ove međunarodne monetarne institucije učestvuje 183 zemlje članice. Jugoslavija je sa ulogom od 425,2 miliona SPV ili 280 miliona dolara na 61 mestu. Taj iznos je i baza za nove kredite MMF

Prema odredbama Statuta osnovni ciljevi Međunarodnog monetarnog fonda su:

1. Da razvija međunarodlij monetarnu saradnju putem stalne institucije, koja pruža tehničke mogućnosti za konsultacije i saradnju država na rešavanju međunarodnih monetarnih problema;
2. Da pomaže ekspanziju i ravnomemo razvijanje međunarodne trgovine i da na taj način doprinese razvoju i održavanju visokog stepena zaposlenosti, realnog

[417] T. Đokanović: Međunarodni ekonomski odnosi – promcne na pragu XXI vcka, Ekonomika i Instilut ekonomskih nauka, Bcograd, 1995.

[418] Dr P. Jovanović–Gavrilović: međunarodno poslovno Rnaasiranje, Ekonomski fakultet Bcograd, Bcograd. 1994, str. 80.

dohotka i razvoju proizvodnih snaga kao prvenstvenih zadataka ekonomske politike;

3. Da doprinosi stabilnosti valutnih kurseva, da podržava redovne platne odnose između zemalja članica i da sprečava konkurenciju pomoću valutnih deprecijacija;
4. Da pomaže uvođenje i širenje multilateralnog sistema plaćanja po tekućim transakcijama između zemalja članica i da ukida devizna ograničenja koja usporavaju razvoj svetske trgovine;
5. Da pruža pomoć zemljama članicama putem raspoloživih sredstava kako bi mogle lakše da otklone poremećaje u platnom bilansu, bez upotrebe mera koje ometaju razvoj i štetno deluju na narodno i međunarodno blagostanje;
6. Da skrati trajanje i smanji stepen neravnoteže u platnom bilansu zemalja članica. Postoje i drugi zadaci MMF u koje ovde nećemo šire ulaziti. Interesantno je, međutim, razmotriti pitanje pariteta valuta, koje posebno reguliše član IV Statuta Fonda.

2) DEVIZNI KURS U POLITICI FONDA

Pariteti svih valuta izraženi su u zlatu ili u SAD dolarima težine i fmoće na dan 1. jula 1944. godine[419] Kursevi valuta, fiksno utvrđeni, ne mogu odstupati od utvrđenih pariteta više od plus ili minus 1%. U tom smislu svaka zemlja članica dužna je da sarađuje sa Međunarodnim monetarnim fondom radi održavanja stabilnosti utvrđenog deviznog kursa, izvršavanja deviznih sporazuma s drugim zemljama članicama i izbegavanja konkurentnih izmena deviznog kursa.

Ako se treba uspostaviti već poremećena osnovna ili fundamentalna neuravnoteženost, dozvoljena je izmena pariteta određene valute. Izmena pariteta se može izvršiti samo na ternelju predloga odnosne zemlje članice, ali po prethodnom konsultovanju sa Fondom.

Ako izmena pariteta ne prelazi 10% MMF neće stavljati prigovor. Međutim, ukoliko tražena promena kursa prelazi 10%, tada će MMF dati saglasnost za izmenu samo ako stekne uverenje da se radi o uklanjanju osnovne ili fundanienitalne neravnoteže, posebno na pianu nnntrašnje razvojne a socijalne polMike. Ako jedna zemlja izvrši izmenu pariteta suprotno stavu Fonda tada gubi pravo da koristi sredstva Fonda, osim ako ovaj ne odluči drugačije.

Stabilnost deviznog kursa podrazumeva (i zahteva) stabilnost nacionalnih ekonomija i uravnotežene platno–bilansne odnose.

3) KAPITAL I KVOTE MMF

Sredstva Međunarodnog monetarnog fonda formiraju se po osnovu:

- uplata zemalja članica,
- pozajmica zemalja članica i pozajmica na privatnom tržištu kapitala.

[419] Paritet dolaraje utvrden na bazi odnosa 1 unca čistog zlata = 35 dolara. Posle građanskog rala u SAD dolarje vredeo 1,609 grama čistog zlata. Taj odnosje zadržan gotovo 50 godina. Tek 1837. godine cena zlataje povećana na 20,67 dolara, dok je ziatni „sadržaj" dolara smanjen za 6,2%. Taj odnos dolara i zlata zadržava se skoro slotinu godina – sve do 1934. godine, kada je povećana na 35 dolara zajednu finu uncu zlata, štcje značilo pad vrednosti dolara prema zlatu za 69%.

Uplate zemalja članica kao i pozajmice zemalja članica čine osnovni izvor sredstava MMF, a pozajmice na privatnom tržištu kapitala predstavljaju dopunski vid alimentiranja Fonda.

Pored toga, od 1976. do sredine 1980. godine kao vid obezbeđenja sredstava Fonda bila je akcija prodaje zlata. „Za četiri godine, od juna 1976. do maja 1980. godine ovim prodajama (cena se kretala od 109 do 712 dolara po unci) prikupljena je suma od 4.640 miliona dolara, od koje je zemljama u razvoju direktno bilo raspoređeno 1.289 miliona dolara, a ostatak je otišao za formiranje Starateljskog fonda".[420]

Osnovni izvor redovnog kreditnog potencijala Međunarodnog monetarnog fonda čine kvote zemalja članica. Svaka zemlja članica dužna je prilikom stupanja u članstvo Fonda da uplati pripadajuću kvotu, i to: 25% u zlatu, a 75% u nacionalnoj valuti.

Početne kvote zemalja osnivača MMF utvrđivale su se na osnovu tzv. bretonvudske formule koja je uvažavala brojne ekonomske indikatore, kao što su: visina nacionalnog dohotka, devizne rezerve i obim spoljnotrgovinske razmene. Veličina kvote izračunata prema ovoj formuli predstavljala je zbir: (1) 90% OD 2% nacionalnog dohotka zemlje u 1940. godini (ND = Y), (2) 5% rezervi zlata i dolara na dan 1. jula 1943. godine (R), (3) 10% maksimalnih varijacija izvoza u periodti 1934–1938. godine (V), (4) 10% prosečnog uvoza u periodu 1934–1938. (M). Zbir ovih elemenata prilagođavao se promenama odnosa između izvoza (X) i nacionalnog dohotka (Y). Tako utvrđena bretonvudska formula imala je sledeći matematički izraz:

$$Q + (0.02Y + 0.05R + 0.10M + 0.10V)\ (1 + X/Y)$$ [421]

Tokom rada Fonda pokazalo se da ova formula ne uvažava promene i pozicije pojedinih zemalja u svetskoj privredi, pa je i 962/63. izvršena revizija metoda kalkulacije kvota. Osnovna intencija revizije bila je da se manjim zemljama osigura veće učešće u kvotama IMF, pre svega putem povećanja značaja spoljnotrgovinske razmene i oscilacija u izvozu a smanjenjem značaja faktora nacionalnog dohotka i deviznih rezervi. Značajnije promene u metodu kalkulacije kvota izvršene su prilikom osme opšte revizije kvota (1982/83.), tako što je umesto nacionalnog dohotka uvedena kategorija bruto nacionalni proizvod i izvršena redefinicija agregata rezervi u smislu da monetarne rezerve zemlje čine zlato i devize, SPV, ECU i rezervna pozicija kod IMF.

Prema odredbama Statuta, Fond svakih pet godina vrši opštu reviziju kvota, dok u opravdanim siučajevima u svako doba može da razmatra izmene pojedinačnih nacionalnlli kvota na zahtev zemlje članice.

Pored opšteg (lineamog) povećanja kvota koje se odnosi na sve zemlje članice, dolazilo je i do posebnog (selektivnog) povećanja koje se primenjivalo samo na one zemlje članice čije kvote više nisu održavale njihovu ekonomsku i finansijsku snagu (npr. Japan).

Visina nacionalne kvote[422] je veoma značajna jer predstavlja osnovicu za:

- dodelu sredstava Fonda u okviru redovnih prava vučenja,
- udeo zemlje članice u alokaciji specijalnih prava vučenja,

---

420 M. M. Petrović: Međunarodni monetarni fond u međunarodnom monetarnom i finansijskom sistcmu, Jugoslovensko bankarstvo.br. 12, 1987, str. 79.

421 Dr D. Jovović: Jugoslavija i Međunarodni monetarni fond, Ekonomika, Beograd, 1991. str. 20.

422 Formula za glasačku snagu uspostavljena je u prvobitnom Statutu MMF i do danas je ostala nepromenjena. Prema odredbama čiana *XLi* Statuta, svaka zemlja članica ima 250 glasovaijoš po jedan glas na svakih 100.000 SPV uplaćenih po osnovu svoje kvote. SAD imaju 18% sredstava ukupne kvote svih Članica MMF. Jedanaesta revizija još nije izvrsena, mada postoji odluka za nju.

- određivanje pristupa članice ostalim finansijskim sredstvima Fonda,
- utvrđivanje glasačke snage zemlje članice[423] i
- učestvovanje članice u crganizacicnim telima Ponda.

Prerna odredbama Statuta, Međunarodni monetarni fond može da mobiliše potrebna sredstva i pozajmicama od članica i nečlanica kao i na privatnom tržištu kapitala. U dosadašnjem radu MMF je koristio pozajmice samo iz javnih izvora. To su bile centralne banke visokorazvijenih zemalja članica (SAD, Nemačke, Japana, Francuske, V. Britanije, Italije, Kanade, Holandije, Belgije i Švedske), jedne nečlanice (Švajearske) i Banke za međunarodne obračune (BIS). Prve pozajmice Fondu vezane su za tzv. OpSti aranžman o pozajmicama (Generai Arrangements to Borrow – GAB). Ovaj aranžman je nastao pcčetkom 60–ih godina, kada su dve vodeče valute (dolar i funta), zbog kratkoročnih transakcija, izazvaie teškoće. Prema novom aranžmanu o pozajfhicama (1992) deset najjačih čianica MMF obavezalo se na formiranje posebnog pula u okviru Fonda u koji bi se uplatilo 24 milijarde dolara u slučaju izbijanja većih kriza – koje bi mogle da ugroze stabilnost rnađunarodnog monetarnog sistema.

4) MEHANIZAM FUNKCIONISANJA MMF I KREDITNI ARANŽMANI

U trenutku kada nastupe teškoće u plaćanjima prema inostranstvu, zemija članica podnosi zahtev Međunarodnom monetarnom fondu za pomoć. Nakon toga Fond upućuje u odnosnu zemiju svoju misiju, koja u konsuitacijama sa monetarno–kreditnim vlastima domaćina nastoji da sagleda ekonomsku situaciju i mere kojima treba da se eliminišu privremeni poremećaji u piaćanjima prema inostranstvu i uspostavi ravnoteža u platnom bilansu.

Zaključak misije Fonda, zasnovan na konsultacijama relevantnih institucija i statističkih pokazatelja, međunarodne, regionalne i nacionalne finansijske institucije i zemlje prihvataju kao objektivnu ocenu ekonomske situacije zemlje članice i na toj osnovi formiraju svoj stav i politiku prema toj zemlji.

Na osnovu zahteva i pozitivne ocene ekonornske politike, koju je sačinila misija Fonda, Odbor izvršnih direktora donosi konačnu odluku da se članici odobri prodaja tražene valute.[424]

Kako koriŠćenje sredstava Fonda može da služi samo za probrođavanje kratkoročnih privremenih dehalansa, to korišćenje sredstava Fonda preko 75% mora takođe biti privremeno. Svaka zemlja je stoga obavezna da od Fonda otkpljuje svoju valutu, bilo u konvertibilnoj valuti ili „specijalnim pravima vučenja".

---

423 Godine 1962. „Grupa 10" se saglasila da osnuje „Opiti aranžman o pozajmicama (navedeno prema M.M. Petrovic": op. cit, str. 78.)

424 Osnovni razlog zaSto upotreba sredstava MMFnije kiedit u klaslinom smislu rečtjetaj Sto zemlja Elanice plsca ekvivalent u svojoj sopstvenoj valuti za devize koje prima (Jseph Gold, The Standby Arrangements ofThe Intemational Monetary Fund. IMF, Washington, 1970, str. 49.). Ova prodaja vrži se u godilnjim tranlama od 25%. s tim da se prva transa, koja je jednaka visini uplaccnog zlata, dobija automatski (.^latna transa"). Odobravanje ovih tranJi od 25% vrši se sve dotle dok ukupno potraživanje Fonda u vsluti zemlje kupca ne dostigne 200% njene kvote. Budud da se tranic svake zemlje sastoje od 75% svoje nacionalne valute i 25% u SPV ili konvertibilnim valutama (dostupanja nasnagu Li Amandmana aprila 1978. godine u zlatu ili dolarima), to zn aci da svaka zemlja tma pravo da od Fonda kupi 125% dnigih voluta u odnosu nasvojukvotu. S vaka tranSa od 25% iznad „zlatne tranSe" podvrgnutaje posebnom rigoroznom postupku. Kod druge tranše Fond se postavlja dosta liberalno. Međutim, postupak je sve oStriji ako se zaduživanje zcmlje Clanice približava gornjoj granici od 200%.

Ovih 75% nacionalne valute treba da predstavlja stanje ravnoteže kojoj treba težiti u operacijama s Fondom. Kada je, zbog veće kupovine stranih sredstava plaćanja, ovo stanje praćeno neravnotežom, uz pojavu veće ponude domaće valute, počinje da deluje mehanizam zlata, konvertibilnih valuta i „specijalnih prava vučenja" (monetarne rezerve zemlje dužnika) koje treba da kompenzuju takvo stanje i da svojim delovanjem dovode do uspostavljanja nove ravnoteže.

Prema tome, Fond ide na eravsliotežeinije prlivremeirialhi debalansa *u* bilansima plaćanja, pri čemu poiazi od pretpostavke da su te ekonomike inače uravno'težene. Time se želi izbeći da domaća neuravnoteženost deluje i na intervalutamu stabilnost. Dakle, u prvom redu treba „srediti" domaću ekonomiku i ,,tu stvari dovcsti u red", a pre svega uravnotežiti budžet i suzbiti otvorenu inflaciju, jer od stabilnosti domaće ekonomije zavisi i stabilnost u intervalutarnim odnosima.

Ako se radi o dugoročnoj „fundamentalnoj" neravnoteži u privredi obično se pristupa izmeni pariteta (devalvaciji ili revalvaciji) valute takve zemlje.

Dakle, priznavanjem mogućnosti izmene pariteta, preko devalvacije i revalvacije valuta, a radi uspostavljanja osnovne (fundamentalne) ravnoteže u privredi, upravo se ispoljava razlika pvog sistema međunarodnih plaćanja i ranijeg međunarodnog zlatnog važenja. U zlatnom važenju visina stope rasta, zaposlenost i dohodak bili su žrtvovani stabilnosti deviznog kursa, dok je jedan od osnovnih ciljeva Fonda sadržan u tome da se ostvare svi navedeni unutarnji ciljevi razvoja už uravnotežen razvoj svetske trgovine i dovoljnu ravnotežu u platnom bilansu.

Zemlja koja pretenduje na sredstva Fonda pristupa izradi stabilizacionog programa i prezentira ga Fondu u tzv. „pismu o namerama". Iako pismo o namerama suvereno donoši zemlja članica, to je ipak dokument koji u suštini sadrži „sligestije" Fonda o ekonomskoj politici koju zemlja treba da sprovodi, ako želi podršku Fonda. MMF će zemlji odobriti traženu finansijsku podršku ukoliko proceni da je prezentirani program stabilizacije adekvatan za prevazilaženje platno–bilansnih teškoća.

„Poznato je da su glavne ekonomske varijable svakog kreditnog aranžmana sa MMF–om (najčešće stand by): kreditna ekspanzija bankarskog sistema, finansiranje državnog sektora, devizni kurs, kamatna stopa, spoljna zaduženost, trgovinska i devizna ograničenja, opšti nivo cena^ i mohetarne rezerve, kao elementi stabilizacionog programa. Kada se ove varijable u pregovorima sa MMF–om kvantitativno limitiraju, one postaju tzv. kriterijumi izvršenja (performance criteria) programa stabrlizacije."

OsnoVni kriterijumi izvršenja su:

1. Limitiranje kredita banaka (na nivou centralne banke i bankarskog sistema), kako bi seuticalo na nivo novčane mase i platežno sposobnu tražnju;
2. Smanjivanje potrošnje javnog sektora;
3. Politika kamafnih stopa – traži da kamate budu realno pozitivne, međujiarodno konkurentne, kako bi se stimulisao priliv kapitala, povećala domaća štcdnja i smanjila previsoka investiciona potrošnja;
4. Devalvacija valute – to je. redovan zahtcv MMF–a za izravnavanje domaćih i stranih cena, čime bi se postigli kratkoročni pozitivni efekti na platni bilans;
5. Korekcija cena – MMF traži njihovo **tržišno** delovanje (odlučno je protiv njihovog zamrzavanja);
6. Kvantitativno limitiranje dodatnog inostranog zaduživanja;

7. Potreban nivo državnih rezervi – ovaj i prethodni kriterijum treba da uspostave narušenu kreditnu sposobnost zemlje članice;
8. Izjava da se **neće** uvoditi nova trgovinska **i** platna ograničenja kako bi se ostvarila slobodna cirkulacija robnih i finansijskih transakcija."[425]

Kao izraz povećanja kreditnog potencijala i još više naraslih potreba zemalja članica, obogaćen je finansijski mehanizam Međunarodnog monetarnog fonda.

Pored „običnih pozajmica", zemlje članice mogu koristiti i standby kredite li kredite u pripravnosti. Standby kredit predstavlja posebnu formu kredita koji Fond odobrava članicama za koje pretpostavlja da bi u skoroj budućnosti mogla imati teškoća u plaćanjima prema inostranstvu.

Tokum šezdesetih, a naročito u drugoj polovini sedamdesetih i osamdesetih godina, došlo je do uvođenja više novih firaansijskih mehanizama:

1. Olakšice **za** kompenzatorno ffinansiranje (compensatory financing facility 1963.)
2. Olakšice za finansiranje tampon zaliha (buffer stock fmancing facility – 1969.)
3. **Proširene fondove olakšice** (extended Fund facility – 1974.)
4. Naftne olakšice (oil facility – 1974. i 1975.)
5. Starateljski fond (Trust Fund – 1976.)
6. **Dodajne finansijske olakšice** (supplementary financing facility – 1979.)
7. Politika **uvećanog pristupa** (enlarged access policy – 1981.)
8. Olakšice **za strukturno** prilagođavanje (structurai adjustment facility – 1986.)
9. **Povećane** olakšice **za** strukturno prilagođavanje (enhanced stmctural adjustment facility – 1987.)
10. Olakšice za kompenzatomo finansiranje i nepredvidive slučajeve (compensatory and contingency financing facility – 1988).

Uvođenje novih finansijskih mehanizama, iako su mnogi bili kratkog veka, omogućilo je nekim članicama da povećaju svaju zadužeuost prema Fondu i do 900% svoje kvote.

Međunarodni monetarni kreditni fond je do odobrio preko 200 milijardi dolara kredita, čime je značajno doprineo otklanjanju platno–bilansnih teškoća članica, posebno zemalja u razvoju. Međutim, osnovni problem je nedovoljnost sredstava MMF nasuprot sve većih potreba deficitarnih i prezaduženih zemalja članica. Postavlja se hitan zahtev za povećanje sredstava Fonda. Istovremeno se i svetski monetarni sistem nalazi u krizi – koja se širi i na druge delove: međunarodnu trgovinu, kretanje kapitala i sistem finansiranja. Rasprave se svode na nužnosti reforme MMF, povećanje sredstava, mehanizam delovanja, smanjenje dominacije SAD u odlučivanju. Traži se i radikalna reforma MMF, ali i utvrđivanje pravila za regulisanje tokova kapitala, jačanje koordinacije između vodećih zemalja članica u stabilizaciji kurseva, stabilizacionoj politici, povećanju uloge komercijalnih banaka i dr., ali i u procesu strukturnog prilagođavanja. (Orijentisanog na privredni rast.) Istovremeno postavljen je i problem rešavanja dugova da bi se smanjio teret zaduženosti zemalja u razvoju, uz istovremeni porast proizvodnie. zanoslenosti. štednje, izvoza i investicija.

[425] Dr D. Jovović: Jugoslavlja 1 međunarodni monetarni fond • Kako obezbediti Clanstvo i inostrani kapital –Fmancing. Novi Sad, br. 3.1995, str. 35.

3. MEĐUNARODNA MONETARNA KRIZA 1 FORMIRANJE SPECIJALNIH PRAVA VUČENJA

1) FORMIRANJE SPECIJALNIH PRAVA VUČENJA

Svetski monetarni sistem već davno proživljava krizu, zbog zaoštravanja problema međunarodne valutne likvidnosti i hroničnog nedostatka zlatno–deviznih rezervi za potrebe međunarodnih plaćanja. Problem je pojačan delevanjem dvaju faktora:

1. izmena kvaliteta i strukture monetarnih rezervi, uz stalno smanjivanje udela zlata u rezervama, te uz odgovarajuće povećanje rezervnih valuta (dolara i funte) – čije su pozicije slabile paralelno s porastom hroničnog deficita platnog bilansa SAD i V. Britanije i razvojem inflacije u tim zemljama.[426]
2. Javio se i problem neravnornerne raspodele likviđnih sredstava po pojedinim zemljama i regionima, s koncentracijom rezervi u samo nekoliko najrazvijenijih kapitalističkih zemalja (SAD, Nemačka i Japan).

Isto tako, zlato je ograničeno kao monetarni metal – sve se manje proizvodi i nestabilno je u pogledu cena (službene i tržišne), pa je redovno nedovoljno za formiranje sve većih potreba međunarodne likvidnosti

Kad su poznati događaji, posebno počefkom 1968. (dužnička kriza) doneli svetski monetarni sistem na ivicu sloma, hitno su se morala zatražiti nova rešenja za ublažavanje oskudice međunarodnih likvidnih sredstava, s jedne strane, i „podržavanje" dolara kao rezervne vaiute sveta, s dnige.

Na sastanku „Kluba desetorice" u Stokholmu 1968. donesena je odluka o uvođenju „specijalnih prava vučenja" (SDR – Special Drawing Rights), što znači da se pristupilo stvaranju knjigovodstvencg novca, papirmh certifikata, koji treba da u osnovnoj funkciji zamene zlato („papirno zlato").[427]

Na godišnjoj skupštini MMF u Washingtonu, u septembru] 969. godine, donesena je odluka o početku emisije specijalnih prava vučenja u visini od 9,5 milijardi jedinica.

Prema mnogim ocenama, uspostavljanje „specijalnih mera vučenja" predstavlja najkrupniji korak u razvoju međunarodnog monetarnog sistema posle konferencije u Bretton – Woodsu na kojoj su stvoreni MMF i Međunarodna banka za obnovu i razvoj.[428]

---

[426] Osnovni uzroci deficita platnog bilansa SAD su usporen rast izvoza i brz rast uvoza, posebno vezant za rast cena nafte na svetskom Irlištu i sve veći rast cena (inflacija) na domaćem tržištu. U poslednjih pet godina uvoz nafte je fizički povećan ža 80%, od 5 milijardi dolara na 45 milijardi dolara u 1977. godini (što predstavlja trećinu ukupnpg uvoza). International Currency Review, Vol, 10, No. 6,1978, str. 44.

[427] Već na godišnjoj skupštini MMF, održanoj 1967. godine u Rio de Janeiru, donesena je načelna odlukao stvaranju novog mehanizma u okviru Fonda kojim će se, u slučaju potrebe, moći regulisati kreiranje i mehanizam „specijalnih prava vučenja".

[428] Videti: dr M. Ćirović: Sistem spcctjalnih prava vučenja, Međunarodni problemi. br. 4,1968, slr. 69. i dr S. Komazec: Reforma spccijalnih prava vučenja i međunarodni monctami šistem. Poduzeće – banka, Zagreb, br. 6,1912.

2) UČESNICI SISTEMA SPECIJALNIH PRAVA VUČENJA

U sistem „specijalnih prava vučenja" mogu se uključiti sve zemlje članice MMF, pod uslovom da udovolje određenim propozicijama. Svaka zemlja članica mora deponovati kod MMF izjavu kojom prihvata sve obaveze učesnika u ovom sistemu. Postoje dva bitna uslova koja određena zemlja treba ispuniti da bi mogla postati član sistema „specijalnih prava vučenja": 1) Da je članica MMF i 2) Da je spremna prihvatiti određene obaveze koje proističu iz članstva u ovom sistemu.[429]

Obaveze se odnose na dobrovoljno prihvatanje svih uslova, kojima je regulisan sistem „specijalnih prava vučenja, a posebno da svaka zemlja, po određenoj proceduri, mora primati transfer specijalnih prava vučenja od deviznog učesnika, koji ima platno–bilansni deficit. Bez ovog prihvatanja, sistem „specijalnih prava vučenja" ne bi mogao funkcionisati. Od bivših socijalističkih zemalja članice MMF su i Rumunija (od 1972.), Vijetnam, a od 1980. godine i NR Kina.

3) REGULISANJE SPECIJALNIH PRAVA VUČENJA

„Specijalnih prava vučenja" namenjena su isključivo za regulisanje platnih debalansa zemalja članica ovog mehanizma.

„Osnovni cilj mehanizma specijalnih prava vučenja sastoji se u tome da se na dugi rok dopunjuju postojeća sredstva međunarodnih rezervi, ako se i kada se pojavi globalni nedostatak sredstava."[430] Regulisanjem visine „specijalnih prava vučenja" reguliše se visina međunarodnih sredstava plaćanja, ali i struktura ovih rezervi.

Kreiranje i poništavanje „specijalnih prava vučenja" vrši se u principu u roku od svakih pet godina. Ovi periodi zovu se bazični periodi. Prilikom donošenja odluke o kreiranju ili poništavanju „specijalnih prava vučenja" za svaki bazični period, određuje se i njihova dinamika korišćenja.[431]

Ako se u određenom bazičnom periodu donese odluka o kreiranju 10 milijardi jedinica (jedna jedinica je u početku bila jednaka vrednosti američkog dolara iz godine 1969, ali uz „zlatnu klauzulu", dakle nepromenjene vrednosti)[432] istovremeno se donosi plan dinamike „vučenja", npr. svake godine na 3 milijarde ili različito po godinama.

„Specijalna prava vučenja" se ne zamenjuju za zlato, mada je obračunska jedinica – po kojoj vrši obračun SPV – određena u zlatu od 0,888671 grama čistog zlata.

U sistemu „specijalnih prava vučenja" u početku je bila ugrađena zlatna klauzula, u iznosu od 0,888671 grama čistog zlata. To je bila garancija nepromenjivog pariteta jedinice SPV. Već danas, nakon dve provedene devalvacije dolara od 1968–1972, zlatni paritet jedinice SPV se ne poklapa sa zlatnim paritetom dolara, mada se prilikom osnivanja 1968. godine potpuno poklapao. Dolar je devalvirao najpre za 7,89%, pa je cena zlata u dolarima povećana od 35 na 38 dolara za jednu finu uncu, a zlatni je sadržaj dolara smanjen na 0,818513 grama čistog zlata, dok.je zlatni sadržaj „specijalnih prava vučenja" ostao isti.

---

429 Dr S. Komazec: Reforma „spectjalnih prava vucenja" i međunarodni monctarni sistcm, Poduzeće–banka, Zagreb, 1972.br. 6.

430 Dr M. Ćirović', op. cit., str. 71.

431 Petogodišnji period u regulisanju specijainih prava vučenjaje u potpunosti podešen s politikom MMF da 'svakih pet godina pristupa revidiranju kvota svih zcmalja čianica koje formiraju finansijski potcndja! Fonda.

432 Dr S. Komazec, op. cit., str. 14.

Odluka o korišeenju ili poništenju, kao i odluka o povećanju ili smanjenju „specijalnih prava vučenja", može se doneti samo na osnovu kvalifikovane većine od 85% ukupnog broja članica ovog sistema. To, zapravo, znači da zemlje koje imaju 15% ukupnog broja glasova – imaju pravo veta. U postojećoj strukturi sredstava to znači da se odluke o kreiranju ili povlačenju „specijalnih prava vučenja" ne mogu doneti bez SAD, koje imaju 22% svih glasova i zemalja EEZ koje imaju nešto preko 16% glasova. Svaka zemlja u Fondu ima 250 baznih glasova, uvećano za jedan glas na svakih 100.000 dolara kvote.[433]

4) TRANSAKCIJE SPECIJALNIM PRAVIMA VUČENJA

„Specijalna prava vučenja" nisu nikakvo pravo zlatno osiguranje, niti su pokrivena bilo kakvim dmgim realnim vrednostima. Jedinica SPV nije neposredno služila kao definitivni novac u međunarodnim plaćanjima, već je zemljama s deficitima platnog bilansa služila kao pravo na osnovu kojeg su kod MMF mogle koristiti određenu konvertibilnu valutu.

Iznos „specijalnih prava vučenja" raspodeljuje se u bazičnom periodu prema visini nacionalnih kvota MMF. Visina kvote Jugoslavije iznosi 150 miliona dolara, što iznosi u odnosu na tadašnju visinu ukupne kvote od 21.161 miliona, oko 0,7%.

To znači da naŠa zemlja participira u svakoj raspodeli „specijalnih prava vučenja" sa 0,7%.

Pretpostavimo da je ukupno kreiranje „specijalnih prava vučenja" u prvom periodu 10 milijardi jedinica, u drugom 10 milijardi, dok u trećem nema ni kreiranja ni povlačenja „specijalnih prava vučenja". Jugoslovensko vučenje, na bazi učešća od 0,7%, u prvom bazičnom periodu iznosi 70 miliona jedinica, drugom 70 miliona, u trećem nema promena.

Neto kumulativna alokacija iznosi na kraju svakog baznog perioda 70 miliona jedinica, 140 miliona jedinica i 140 miliona jedinica. Ako se u četvrtom baznom periodu donose odluke o povlačenju 25% vrednosti neto kumulativne alokacije, to znači da će se od Jugoslavije povući 35 miliona jedinica, tako da će na kraju četvrtog baznog perioda iznositi 105 miliona jedinica.

U ukupnom kreiranju „specijalnim pravima vučenja", odlučujuće mesto zauzimaju razvijene industrijske zemlje. To se vidi iz sledećeg pregleda.

„Klub desetorice" raspolaže s oko 62% svih kvota, s tim da ove zemlje raspolažu s preko 56% svih glasova kod MMF.

Na već navedenom zasedanju MMF u Washingtonu (1969.) donesena je odluka o emisiji 9,5 milijardi jedinica „specijalnih prava vučenja". Emisija se izvršila početkom 1970. godine 3,5 milijardi, 1971. i 1972. po 3 milijarde jedinica.

Na osnovi ukupnog iznosa kvota zemalja članica MMF u 1970. godini, svakoj je bilo dodeljeno SPV u visini od 16,2% njene kvote u MMF, prema stanju na kraju 1969. godine. Visina raspoređenih prava vučenja za tu godinu među 104 zemlje iznosila je 3.414 miliona dolara.

---

[433] Svaka zemlja članica MMF ima svoju kvotu izraženu u SPV, rezervnoj aktivi i obracunskoj jedinki MMF. Kvota odražava snagu nacionalne ekonomije, određuje glasačku snagu, ali i omogućava pristup sredstvima MMF. Glavne varijable za odredivanje kvote su: I)Visina BDP, 2) Zvanične monetarne rezerve i 3) Transakcije tekućeg platnog bilansa.

Početkom 1971. MMF je izvršio drugu raspodelu u SPV u vismi od 2.949 miliona dolara među 109 učesnica. Svaka zemlja je dobila 10,7% svoje kvote.

MMF je izvršio i treću raspodelu SPV među 112 zemalja članica sa sumom od 2.951 miliona dolara. Tada se prvi put MMF suzdržao da ove iznose navede u dolarima, već u jedMcsainiai „spedjsilalilh prava vučenja". Posle treće raspodele „specijalnih prava vučenja" medunarodna likvidna sredstva su povećana za 7% ukupnog iznosa zlatno–valutnih rezervi, što čini oko 23% iznosa uvoza. Udeo zlata u rezervama se smanjio. Budući da su upravo 1970,1971,1972. godina bile godine visokih deficita platnog bilansa SAD, čime je nastao veliki porast međunarodne likvidnosti po toj osnovi, uz pojavu ohustave konvertibilnosti dolara u zlato i dve devalvacije dolara, to je obustavljena daljnja emisija SPV u 1973. godini.[434]

Osnovna namena korišćenja „specijalnih prava vučenja" sastoji se u finansiranju deficita platnog bilansa zernlje učesnice u ovom sistemu. Kada zemlja ima deficit u platnom bilansu, ona može bez odobrenja Fonda, automatski, koristiti raspoložive odnose svog dela kvote „specijalnih prava vučenja". Svaki učesnik je ovlašćen da puni ili samo delimičan iznos svog platno–bilansnog deficita firtansira „specijalnim pravima vučenja", čak i deficite nastale zbog kretanja kapitala.

Postoji i određena specijalna namena upotrebe ovog „vučenja". Radi se o mogućnosti kupovine vlastite valute (obično se odnosi na zemlje „rezervnih valuta" sveta SAD i V. Britanije) za „specijalna prava vučenja". Ako jedna zemlja ima „viškove" dolara, ili potraživanja, ona može tražiti konverziju dolara u zlato. No, to bi dovelo do odliva zlata iz monetarnih rezervi SAD i potenciralo nepoverenje u stabilnost dolara. Da se to ne bi desilo, SAD mogu transferisati jedan deo svojih „specijalnih prava vučenja" na takvu zemlju, uz odgovarajući „,Otkup" svoje nacionalne valute, čime smanjuje pritisak na svoju valutu. To vodi stabilizaciji međunarodnog monetarnog sistema, i to putem stabilizacije rezervnih valuta.

SAD su koristile „specijalna prava vučenja" uglavnom za pokriće svojih dolarskih obaveza prema zapadno–evropskim zemljama, koje su naglo porasle zbog hroničnog i rastućeg deficita platnog bilansa.

To znači da SAD, u sporazumu s drugim zemljama, mogu kod njih nabaviti dolare u zamenu za „specijalna prava vučenja", a u svrhu smanjenja svoje inostrane dolarske zaduženosti (ovo je ostvareno delimično 1970. u visini od 90 miliona dolara, a u periodu razbuktale valutne krize 1971. čak 650 miliona dolara). Ovim se pravom koristila i V. Britanija, kad je otkupila od SR Nemačke za svoja „specijalna prava vučenja" svoja sterlinška sredstva (obaveze) u visini od 20 miliona dolara.

Fond ne garantuje zamenu SPV za dolare, već samo daje mogućnost da se takve transakcije obave. To znači da učesnik ovog sistema ne može tražiti konvertovanje SPV u zlato ili u rezervne valute.[435]

Operacije „specijalnih prava vučenja" vrše se u okviru MMF. Ako jedna zemlja s deficitom želi da koristi SPV za pokriće svog deficita, MMF određuje zemlje koje su obavezne da prime SPV od takve zemlje. Obično se Fond pri tome rukovodi principom

---

434 Vidi: dr S. Komazec: Rerorma pecijalnih prava vučenja" i problem! međunarodne likvidnosti. Poduzece–banka, Zagreb, br. 8, 1973. To je poznati Smitsonijanski sporazum, zak!ju£en 18.12.1971. godine u Washingtonu, kojim je ukinuta konvertibilnost dolara u ziato, uz istovremeno pove&njo marže fluktuiranja deviznih kurseva sa +–*1* % na +– 2,25%, odnosno ukuplno 4,5% u odnosu na centralni paritet.

435 Kvota SRJ i7.nosi 335 miliona SPV (5to fini 36,5%) od ukuone kvotc bivše SFRJ (918 miliona, sa 3.600 glasova ili 0.33% svih glasova MMF. Hrvatska je dakle 28,5%, Siovenija 16,4%, BiH 13,2% i Makedonija 5,4%. Nakon jedanaeste revizije kvota Jugoslavija će imati 468 mliiona SPV, što cini 0,22% ukupne kvote MMF

da takve zemlje imaju dovoljno sređenu platnobilansnu situaciju i solidne devizne rezerve, mada se mogu odrediti i zemlje s umerenim deficitom i slabim deviznim rezervama. U određivanju zemalja koje su obavezne da daju svoju konvertibilnu valutu drugim učesnicama mehanizma SPV, MMF će davati prioritet onim zemljama kojima je neophodno da obnove svoje iznose SPV na svojim specijalnim računima kod MMF, bez obzira da li imaju aktivni ili pasivni saldo platnog bilansa ili čvrstu poziciju u pogledu monetarnih rezervi.

„Specijalna prava vučenja" s indirektnim transferom ublažavaju platho–bilansne probleme zemalja učesnica. Zemlja s deficitom' može preneti svoje SPV na drugu članicu s jakim deviznim sredstvima, s tim da ova daje prvoj konvertibilna sredstva u ekvivalentnom iznosu prenesenih joj SPV. Odliv SPV kompenzovan je prilivom konvertibilnih deviznih sredstava, što olakšava ili „Ieči" platno–bilansnr .problem prve zemlje.

Od 1981. godine u „korpu" ulazi svega pet najznačajnijih valuta sveta, Međunarodni monetarni fond dnevno izračunava oflnos SPV prema svakoj valuti, uzimajući u obzir dnevni kurs svake valute koji fluktuira, kao i količinsko učešće svake valute u „korpi".

Nova jedinica SPV nije efektivni novac, jer se i dalje efektivna plaćanja vrše u nacionalnim jedinicama – na temelju njihovog pariteta prema jedinici SPV.

Specijalna prava vučenja predstavljaju obračunsku jedinicu, stvorenu od strane jedne međunarodne finansijske institucije, te zbog toga imaju više prednosti u zaštiti od kursnih rizika u odnosu na sve ostale novčane jedinice, kao i u odnosu na zlato. Napuštanjem zlata kao monetarne podloge uloga SPV treba da sve više raste u međunarodnom monetarnom sistemu.

Da bi mehanizam transfera „specijalnih prava vučenja" bio do kraja jasan, koristimo jednu ilustraciju koju je dao Švajeer (Schweitzer). Pretpostavimo da zemlja A raspolaže „specijalnim pravima vučenja", u vrednosti od 10 miliona dplara, i da žeh da koristi polovinu tog iznosa za finansiranje svog platno–bilansnog deficita. ZemJja A se obraća Fondu i pita na koje učesnike može da transferiše „specijalna prava vučenja" u vrednosti od 5 miliona dolara, da bi od njih dobila ekvivalentan iznos u konvertibilnim devizama. Pretpostavimo da Fond sa svoje liste zemalja s jakim platnim bilansom i rezervnom pozicijom odredi da u konkretnom siučaju Nemačka i Italija treba da stave u jednakim iznosima konvertibilna devizna sredstva zemlji A u zamenu za „specijalna prava vučenja". U tom slučaju Fond obaveštava Nemačku i Italiju da im je na računu odobrio „specijalna prava vučenja" u protiwrednosti od 2,5 miliona dolara. U isto vreme Fond zadužuje zemlju A za iznos „specijalnih prava vučenja" u protiwrednosti od 5 miliona dolara – pretvorena u konvertibilna devizna sredstva, koja zemlja A slobodno može da koristi za navedenu svrhu. S druge strane, Nemačka i Italija su povećale svoje pozicije „specijalnih prava vučenja" u protiwredriosti od 2,5 miliona dolara svaka, s tim što su ekvivalentne iznose u svojim konvertibilnim . valutama stavile na raspolaganje zemlji *A*.[436]

Do koje granice (limita) su zemlje – članice obavezne da povećaju svoje holdinge „specijalnih prava vučenja", odnosno do kog minimalnog nivoa mogu pasti? Gornji limit je utvrđen u početku na 200%, a kasnije na 300% kumulativne alokacije. Kada jedna zemlja postigne gornji limit, Fond nema više prava da drugim zemljama stavlja na

[436] Pierre Paul Schweitzer: Proposcd Amendmobt of Funds Articles of Ogriment, IF. News Surevey, 3. V 1968. prema dr M. Ćirović, cit. rad. str. 80–81).

raspolaganje njezinu valutu, odnosno da prihvata SPV koli stavlja na raspolaganje preko MMF zemlje – članice s platno–bilansnim deficitom.[437]

Svaki član ima pravo, naravno ukoliko to želi, da akumulira SPV i iznad gomjeg limita.[438] Što se tiče minimuma holdinga SPV, predviđeno je da prosečno neto korišćenje „specijalnih prava vučenja" svakog učesnika ne sme da pređe 70% neto kumulativne alokacije svake zemlje. Zemlja može privremeno da koristi i svih 100% „specijalnih prava vučenja" za finansiranje deficita svog platnog bilansa, ali je obavezna da u petogodišnjem baznom periodu drži najmanje 30% SPV na posebnom računu kod MMF. Time se želi održati piatno–bilansna disciplina zemaija članica i optimaino korišćenje „specijalnih prava vučenja".

4. EVROPSKI MONETARNI SISTEM

1) MOTIVI FORMIRANJA EVROPSKOG MONETARNOG SISTEMA

Ekonomska i monetarna unija kao institucija i kao ideja monetarne i fiskalne integracije zapadno–evropskih država javlja se 1969. godine.[439] Integracija je trebala da ima sve karakteristike monetarne unije, a to znači formiranje jedinstvene zajedničke valute, jedne centralne banke, punu koordinaciju nacionalnih ekonomskih politika, koja je uključivala jedinstvenu monetarnu i fiskalnu politiku. Međutim, umesto monetarne unije, zbog sukoba nacionalnih interesa i nedovoljne integrisanosti EEZ, ali i nespremnosti da se odreknu monetarnog i ekonomskog suvereniteta, ove države su formirale evropski monetarni sistem (EMS), kao instituciju od nadnacionalnog značaja. Evropski monetarni sistem osnovan je krajem 1978. godine, a počeo je da funkcioniše marta 1979. godine.

Deset zemalja članica EEZ (sa Grčkom od 1. I. 1981. god.) i dalje čuvaju nacionalni valutni monopol kao izraz nacionalnog monetarnog suvereniteta. Deset konvertibilnih valuta predmet su svakodnevnih transakcija na deviznim tržištima. U uslovima nestabilnih međunarodnih monetarnih odnosa i divergentnih nacionalnih

---

437 Sve operacije sa specijalnim pravima vucenja mogu se vršiti samo preko centralnih banaka zemalja članica. Ona se ne mogu koristiti u poslovima privatnih lica ili organizacija.

438 Pojedine zemlje su pokazale tendcnciju ka manjem akumuliranju specijalnih prava vučenja na svojim računima kod MMF. Glavne industrijske zemlje. koje su prcma odredbama MMF obavczne da daju konvertibilnu valutu drugim ucesnicima, prlinajući od njih ekvivalent uSPV u okviru 300% iznosa koji im jeodređen, imaju na svojim računima uglavnom od 106–108% (Austrija 118%, SR Nemačka 121%, Kanada 133%).

439 Ideja o monetarnoj uniji zemalja EEZ javila se u Hagu 1969. na sastanku šefova država ovih zemalja. Ideja je trebala da se realizuje početkom 1980. godine formiranjem monetarne unije zemalja EEZ. Veliki značaj u tome imala je i činjenicadaje DEM imalaspecifican položaj premadolaru, ali i u okviru EEZ. Ukidanjemdolarskog standarda i veze dolara sa zlatom 1971. godine dolazi do „poplave" dolara na novcanim i deviznim tržištima Evrope. Nemačka je uglavnom apsorbovala najveći deo tih dolara „štiteći" dolar od podcenjenosti, odnosno DEM od prccenjenosti. Intervencijama na deviznom tržištu Ncmačka je „uvozila" inflaciju, uz stalnu revalvaciju marke. Aprecijacija markc ugrožavala je vitalne interese Nemačke a pre svega izvoz, proizvodnju i zaposlenost. Nemačkoj je trebao monetarni sistem zatvorenog tipa kojim bi se izolovala od nepovoljnog dclovanja fluktuirajućeg kursa i pada dolara. Osnivanje blokacvropskih valuta i EMS je izraz tih napora.

ekonomskih politika svaka valuta je predmet nacionalne manipulacije. Nacionalna valuta prevashodno služi interesima nacionalne privrede.

Monetarna unija, nasuprot tome, traži određenu monetarnu disciplinu i pravila ponašanja nacionalnih privreda.

Neuspeh „monetarne zmije" i veliki valutni potresi u 1977. i 1978. godini naveli su zemlje EEZ da pristupe stvaranju određene „zone monetarne stabilnosti" koja bi obuhvatila tu ekonomsku integracionu celinu.[440]

Evropski monetarni sistem kao nova monetarna institucija uglavnom zapadnoevropskih zemalja (odlukom Evropskog saveta, čiji su članovi šefovi država ili vlada članica EZ), a predstavlja novi pokušaj stvaranja monetarne integracije u obliku monetarne unije više zemalja, te je zbog toga nazvan „super zmija" (pored stvaranja veće ekonomske i industrijske kohezije i posebnog političkog tela u obliku Evropskog parlamenta). Evropski monetarni sistem je, dakle, izrastao iz procesa zapadnoevropske integracije više zemalja. Izvan ovog sistema ostala je, za sada, samo V. Britanija. To je direktna posledica višegodišnjih napora za sve većom koordinacijom ekonomske i monetarne politike i pokušaj stvaranja ekonomske unije ovih zemalja i ostalog sveta. Osnovni cilj EMS je stabilizacija intervalutamih odnosa u okvim EEZ, kao i između te grupacije i ostalog sveta. Evropski monetarni sistem ima važnu ulogu u stvaranju jedinstvenog tržišta u okviro EEZ. Takva unija imaia bi sledece opšte karakteristike:[441]

1. Fiksni uzajammi pariteti valuta zemalja članica i ejihova slobodna konvertibilnost, odnosno stvaranje jedne zajedničke valute u sklopu nove „zone monetarne 'štabilnosti". To *u* sebi implicira prelaz s potafiksnih na fiksne devizne kurseve;
2. Jedinstvena monetarno–kreditna politika i zajedniSka politika premma ostalom svetu, što zoaci postepsni prelaz s do sada autonomno vodenib nacionalnih monetarnih politika na regionalnu monetarnu politiku;
3. Unificirana politika na tržištu kapitala;
4. Usaglašavanje svih mera i koordinacija u vođenju budžetske politike zemalja članica;
5. Centralizacija vođenja celokupne ekonomske politike i sve veća njihova koordinacija.

Bazu novog sistema čine relativno čvrsti uzajamni kursevi valuta i nova valutna jedinica (ECU – European Currencv Unit).

Mehanižam Evropskog monetarnog sisiema sačinjavaju:

1. Evropska valutna jedinica (ECU),
2. Mehanizam intervencija na deviznom tržištu,
3. Kreditni aranžmani.

---

[440] Evropska ekonomska zajednica osnovana je 1957. godine na osnovi „Rimskog sporazuma" koji su potpisali predstavnici Sest evropskih zemalja (Francuska, SR NemaCka, Italija, Belgija, Holandija i Luksemburg), dok su se u toku 1972. godine priključuEile nove tri zemlje (V. Britanija, Irska i Danska), a 1979. Grčka i sredinom 1985. Španija i Portugal.

[441] Na sastanku Evropskog saveta, održanom u Brisclu 4–5. decembra 1978. usvojeni su osnovni dokumenti evropskog monetarnog sistema, a početak rada je pred viđen zajanuar 1979. godine. Početak rada EMS odgođen je zbog neslaganja SR Nemačke i Francuske, glavnih članica, pre svega, okopoložaja i razvojapoljoprivrede i cenapoljoprivrednih proizvoda. Evropski monetarni sistempoceoje saradom 13.3.1979. godine, ali bez uSe^ća V. Britanije.

2) EVROPSKA VALUTNA JEDINICA (ECU)

Evropska valutna jedinica je osnova celokupnog evropskog monetarnog sistema.

Nova monetarna jedinica treba da služi za:

1. Određivanje centralnog kursa svake valute, a preko toga i međusobnih odnosa svih valuta u sistemu,
2. Ova jedinica postaje pokazatelj potrebne intervencije na deviznom tržištu i korektivnih mera u ekonomskoj politici zemalja članica,
3. Evropska monetarna jedinica postaje sredstvo obračuna između centralnih banaka u kreditnim operacijama,
4. Radi se o relativno fiksnom paritetu i stabilnosti međusobnih odnosa vallita.

Evropska monetarna jedinica se sastoji iz „korpe valuta" u koju su ušle nacionalne novčane jedinice EEZ, bez obzira da li su članice EMS. Kriterije za ucešće u „korpi" je visina bruto društvenog proizvoda, učešće u svetskoj trgovini i u trgovini unutar EEZ. Nova jedinica ECU imala je sledeći sastav na početku funkcionisanja:

Vrednost ECU prema dolaru i valutama zemalja članica izračunava se svakodnevno. Odnosi se objavljuju.

Vrednost ECU je određena na prinčipu „korpe valuta", odnosno koktel valuta. Izračunavanje međusobne vrednosti valuta vrši se na sledeći način.

Odnos pojedine valute i ECU izračunava se na način da svaka jedinica u sastavu ECU pomnoži kursom te valute prema valuti koju izračunavamo, a zatim se rezultati saberu. Ovde smo uzeli za primer DEM.

Sporazumom o EMS prihvaćeno je da se vrednost košare valuta menja svakih pet godina.

Posle usvajanja nove jedinice, ona je vredela 0.97 SPV ili 1.31 dolara.[442] Identično, kao i kod SPV, vrednost će se menjati u zavisnosti od uzajamnih promena pariteta valuta. Budući da su paritetni kursevi fiksni, njihove promene su moguće samo u slučaju da dođe do:

1. Izmene ekonomske situacije unutar privrede jedne zemlje članice EMS,
2. Ako dođe do takvog pritiska na kurs određene valute, da je neophodna promena pariteta (devalvacija ili revalvacija u slučaju trajnih i ozbiljnih poremećaja u platnom bilansu).

Dominantnu poziciju u jedinici ECU imali su nemačka marka i francuski franak (32,9%, odnosno 19,9%; ukupno 52,8%). Time će i promene vrednosti tih vaiuta imati najveći uticaj na promene vrednosti ECU. Revizija učešća u jedinici vrši se svakih pet godina ili na zahtev neke od zemalja članica (kada se učešće neke članice promeni za preko 25%).

[442] Evropski roonetami sislem ce morati prema dolaru S AD voditi zajednicku politiku i to zbog dva razloga: a) da se spreči dalji pad (depresijacija) dolara, i, eventualno. izbijanja nove dolarske krize i b)jer bez stabilnog dolara nema ni mogucnosto ocuvanja „zone monetarnestabilnostt u Zapadnoj Evropi, sve n okvini postojeceg svetskog monetarnog sistema i uloge dolara u njemu.

3) MEHANIZAM INTERVENCIJA NA DEVIZNIM TRŽIŠTIMA I DEVIZNIM KURSEVIMA

Promene kurseva nacionalnih jedinica dozvoljene su za ± 2,25%, a u zemljama van „monetarne zmije" oscliacija je proširena na ± 6%. Međutim, ovde je uveden institut prethodnog upozorenja za svaku valutu koja značajno osciluje.

Mehanizam prethodnog upozorenja treba blagovremeno da upozori monetarne vlasti zemlje članice da s njenom valutom nešto nije u redu, da joj preti veća promena pariteta. Upozorenje treba da se javi pre nego što takva valuta dospe ha gornju ili donju interventnu tačku. Na kraju svakog dana izračunavaju se paritetni kursevi nacionalnih valutnih jedinica u ECU. Dnevni kursevi se upoređuju s paritetnim kursevima izraženim u jedinici ECU. Odstupanje dnevnih kurseva od pariteta ne sme biti veće od ± 2,25% (odnosno ± 6% za Italiju). Kada raspon intervencionih kurseva dosegne 75% (od dozvoljenog odstupanja od 2,25% monetarne vlasti su dužne da preduzmu određene mere da bi se kurs održao u utvrđenim granicama. Intervencija na deviznom tržištu odvija se u valutama zemalja članica. Dakle, devizni kursevi mogu odstupati od paritetno utvrđenih u „korpi" sa ± 1,69% (kod lire ± 4,5%). Zemlja dužnik i poverilac će pristupiti normalizaciji deviznih kurseva tzv. „swap" operacijama (aranžmanima između centralnih banaka). Dozvoljeno je dakle češće, ali manje podešavanje pariteta.

Nešto kasnije (avgust 1993.) proširene su margine dozvoljenih oscilacija kurseva na ± 15% iznad i ispod utvrđenog pariteta.

Time je izbegnuto da valuta neke zemlje, zbog izmene njene ekonomske situacije, ili stalnog pritiska na njenom deviznom tržištu i na njenu valutu, izađe iz EMS, što je bio slučaj kod „zmije u tunelu". Ako kurs neke valute dođe u položaj gomjeg ili donjeg interventnog stanja, centralna banka takve valute je dužna pristupiti kupovini ponuđenih iznosa deviza (kada kurs padne na donji interventni p.oložaj) i prodaji, kada neke valute porastu na gomji interventni položaj. Međutim, ovde postoji obaveza intervenisanja i zemlje čiji kurs raste i zemlje čiji kurs pada (uzajamna i podjednako obavezna intervenisanja). Time se odgovornost za promene kurseva (i njihovu stabilnbst) postavlja na multilateralne osnove. Intervencija na deviznom tržištu je prva odbrambena linija kursa nacionalne valute^Druga linija je promena politike rashoda, treća manipulisanje kamatnom stopom. Cim neka valuta dostigne ± 1,69% (kod lire ± 4,5%) paritetnog kursa, ta zemlja je obavezna da preduzme određene mere za obuzdavanje preteranih oscilacija. Tu se obično podrazumevaju sledeće mere:

1. Intervencija merama monetarne politike, pre svega radi obuzdavanja inflacije i njenog približavanja cenama u SR Nemačkoj (kao najstabilnijoj privredi tog sistema),
2. Mere kratkoročnih međusobnih transakcija (pozajmice centralnih banaka, monetarnih rezervi takve zemlje),
3. Ostale mere ekonomske politike (preduzimaju se u slučaju nedovoljne efikasnosti dotadašnjih mera monetarne politike, a u skladu s ciljem sve veće harmonizacije svih mera ekonomske politike),
4. Kao krajnja mera predviđa se izmena centralnih valutnih pariteta, odnosno devalvacija ili revalvacija (vezano za izmenu strukture „korpe valuta" koje sačinjavaju ovu valutnu jedinicu), a to znači izmenu odnosa unutar EMS.[443]

[443] To prctpostavlja restriktivnu monetarno–kreditnu politiku u zemlji koja ima teškoće sa deviznim kursom, pre svega, radi obuzdavanja inflacije i otklanjanja disparileta cena na domacem tržištu i tržištu drugih zemalja članica

U ranijem sistemu fiksnih kurseva, mere su se preduzimale kada je bilo kasno, zato se ovim želi preventivno delovati na ponašanje deviznih kurseva i odgovarajuće ponašanje zemalja članica EMS, sve u nameri da se spreče oscilacije deviznih kurseva.

4) KREDITNI MEHANIZAM EVROPSKOG MONETARNOG SISTEMA

Članice EMS su obavezne da deponuju kod Evropskog fonda za monetarnu saradnju 20% svojih rezervi u zlatu i devizama, a za uzvrat dobijaju odgovarajuću protiwrednost evropske novčane jedinice (ECU). Početkom 1994. ove funkcije Evropskog fonda za monetarnu saradnju preuzeo je Evropski monetarni institut (EMI).

„Intervencije na deviznom tržištu pretpostavljaju raspolaganje monetarnim rezervama. S ciljem lakšeg odvijanja intervencija na deviznom tržištu i bezbolnijeg prilagođavanja platnih bilansa, evropskim monetarnim sistemom predviđen je kreditni fond koji članicama omogućava pravovremenu intervenciju na deviznom tržištu, te nnansiranje deficita platnog bilansa. Prvu kreditnu lliniju čine „swap" aranžmani. Iznos "swap" aranžmana nije limitiran. Kredit u okvim "swap" aranžmana centralna banka može dobiti na 45 dana. Kratkoročni kredit može koristiti centralna banka zemlje koja ima deficit platnog bilansa. Kratkoročni kredit nije uslovljen. Jedina obaveza članice je da se konsultuje sa odgovarajućim organima EEZ. Kratkoročni kredit članica može dobiti na rok od 9 meseci. Ukupno raspoloživa sredstva EMS u okviru tzv. kreditorskih i debitorskih kvota iznose 14 mlrd ECU.

Srednjoročni kredit može koristiti ona zemlja članica koja ima platnobilansne probleme ili ih sa izvesnošću očekuje. Kredit je uslovnog karaktera i obavezuje zemlju na takvu ekonomsku politiku koju predloži Savet ministara EEZ. RAspoloživa sredstva fonda za srednjoročno kreditiranje iznose 10 mlrd. ECU.[444]

Nacionalni interesi pojedinih država i njihova divergencija i ovde su ispred međunarodnih obaveza. One ugrožavaju stabilnost deviznih kurseva. Tako je Nemačka u oktobru 1992. podigla kamatne stope na tržištu novca i kapitala, da bi s jedne strane sprečila inflacione tendencije, a s dmge strane da bi privukla strani kapital za finansiranje svojih deficita. Visoke kamatne stope su „magičnom snagom" privukle strani kapital. To je dovelo do snažnog pada vrednosti lire prema marki: na 980 lira za marku. Istovremeno poverenje u italijansku privredu opada, tako da investitori sklanjaju svoj kapital u čvrstu valutu i stabilniju (nemačku) privredu. Javni dug Italije narastao je u 1992. na 860 milijardi dolara, uz istovremeno povlačenje stednje od domaćih štediša iz banaka i drugih finansijskih institucija. Vrednost akcija na tržištu rekordno je paia (London 4%, Pariz 4,3%, Frankfurt 3,6%). Na berzama nastaje haos. Takav pad vrednosti akcija nije do sada, osim u 1998. godine u sklopu globalne finansijske krize, koja i danas potresa svet.

EMS. Sigurno je da će ovo različito pogoditi zemlje, naročito privrede više izložene inflaciji i manje razvijene zemlje, te se zato i postavlja pitanje: da li su one spremne da se odreknu politike „pune zaposienosti" i slope rasta – da bi ostvarile lakvim monetarnim i drugim kočnicama željeni i potrebni nivo stabilnosti. Od toga zavisi i harmonizacija nacionalnih ekonomskih politika i budućnost ovog sistema. Iste mere korekture imaju različite efekte u tim zemljama, žto zavisi od nivoa'razvoja, ekonomske i socijalne strukture.spoljnoekonomske situacije, cikličnosti privrednih tokova, nezaposlenosti i dr. Zemlje s višom stopom inflacije redovno plaćaju znatno višu cenu stabilizacije

444 Dr D. Stojanov, op. cit., str. 301.

5. EVROPSKA MONETARNA UNIJA

Integracioni procesi u Zapadnoj Evropi nastavljaju se, posebno na monetarnom podmčju. Pre ostalog bilo je predviđeno stvaranje jedinstvenog tržišta do kraja 1992. godine (EVROPA '92). To je pretpostavljalo uklanjanje svih tehničkih, carinskih, fizičkih, fiskalnih i trgovinskih barijera u okviru EEZ. Time bi bilo omogućeno slobodno kretanje robe, rada, kapitala, usluga i informacija, dopunjenih koordinacijom nionetarne i fiskaine politike.

Evropski savet je u junu 1988. potvrdio ciljeve stvaranja monetarne unije, a prihvatanjem izveštaja poznatog Delorovog komiteta odredio i početak stvaranja Evropske monetarne unije za 1. jul 1990. godine.

Nakon toga deklaracijom Evropskog saveta (oktobar 1990) određene su tri faze u ostvarivanju Evropske monetarne unije.

Prva faza je predviđala izmene u Rimskom sporazumu, kojim će se omogućiti stvaranje Evropske monetarne unije. Ostvarenje jedinstvenog tržišta i proširenje članstva u EMS na sve zemlje članice EEZ. Posebno se zahteva puna koordinacija monetarne i fiskalne politike zemalja članica. Ova faza je uspešno završena krajem 1993. godine.

Druga faza počinje 1. januara 1994. godine. Potpuno usklađivanje makroekonomske politike je ostvareno. Počeo je sa radom Evropski monetarni institut (sa sedištem u Frankfurtu), koji treba da pripremi sve za osnivanje Evropske centralne banke. U ovoj fazi odluke se i dalje donose na nacionalnom nivou.

Treča faza treba da predstavlja potpuno uspostavljanje monetarne unije. Ovlašćenja i politika centralnih banaka prenose se na Evropsku ccntralnu banku. Da bi se mogla voditi jedinstvena i potpuno sinhronizovana monetarna politika uvodi se jedinstven novac. Prema planu to je trebalo da se ostvari 1. januara 1997. godine. Veliki deo problema o kojima smo prethodno govorili, a posebno monetarni suverenitet, različiti nacionalni ciljevi razvoja, nivo razvoja, opterećenja u privredi i stabilnost privreda, nisu osigurali pretpostavke da EMU počne sa radom. Predviđa se početak fimkcionisanja 1. januara 1999. godine i to kod svih država koje ispune propisane zahteve. Ostale zernlje mogu naknadno da se uključe, kada ispune uslove.

Proces integracije u Zapadnoj Evropi posebno je podstaknut sastankom u Mastrihtu decembra 1991. godine. Na tom sastanku je doneta odluka da se EEZ od 1. januara 1995. naziva Evropska unija. Predviđa se stvaranje ekonomske, monetarne i političke unije. Osnovni ciljevi Unije mogu se sažeti u sledeće: podsticanje ekonomskog i socijalnog napretka kroz stvaranje ekonomske i monetarne unije, uključujući, konačno i jedinstven novac..., zajednička spoljna politika i politika bezbednosti, i eventualno, formulisanje zajedničke politike odbrane, zaštita građanskih prava putem uvođenja državljanstva Unije; čvrsta saradnja u oblasti unutrašnje sigumosti, imigracije, droga, terorizara, viza i sl.".[445]

Prema Sporazumu iz Mastrihta, do kraja 1998. godine morala bi se kompletirati DRUGA FAZA ekdnomske i monetarne unije. Početkom 1999. treba da otpočne TREĆA

[445] Dr P. Gavrilovtc, op. cit., str. 108. Banknote EURA će se žtampali u apoenima od 5. 10, 20, 50, 100 i 200 jedinica. Jedinica EURO će se deliti na 1.2,5,20 i 50 sanlima.

FAZA u kojoj će se uvesti nova novčana jedinica EURO (do tada treba da se štampa nova novčanica i iskuje euro moneta). „Države članice gube monetarnu autonomiju i napuštaju vođenje sopstvene monetarne politike". Spoljnotrgovinske transakcije izražavaju se u jedinici EURO. Fiskalne obaveze i javni dug prestaju da se iskazuju u utvrđenoj nominalnoj vrednosti. To znači da će početkom 2002. godine sve zemlje članice uvesti euro novac u svoj gotovinski i bezgotovinski platni promet. Nacionalni novac prestaje da postoji sredinom navedene godine (marke, franka, lire, funte, šilinga i dr. valuta više neće .biti).

Prema kriterijima usvojenim u Mastrihtu sve zemlje članice svojom monetarnom i fiskalnom politikom u 1997. i 1998. godini treba da obezbede'sledećih pet zahteva konvergencije, da bi postale članice jedinstvenog monetarnog sistema:

1. **Budžetski deficit** ne sme biti veći od 3% bruto domaćeg proizvoda (ne bruto nacionalnog proizvoda),
2. **Učešće javnog duga u društvenom proizvodu** ne sme biti veće od 60%, osim u slučaju kada ovaj odnos „ubrzano opada i približava se granici od 60% po zadovoljavajućoj stopi",
3. **Prosečna stopa inflacije** u zemlji ne sme biti viša od 1,5% od prosečne stope inflacije u tri zemlje koje imaju najnižu inflaciju (kritična stopa inflacije se računa u 1997. godini),
4. **Dugoročne kamatne stope** ne smeju biti više od 2% od prosečne kamate u tri zemlje koje imaju najniže kamatne stope (za dugoročne kamate se kao reprezentant uzimaju kamate na dugoročne državne hartije od vrednosti – bords),
5. Zemlja članica mora **dve** godine pre donošenja odluke o jedinstvenoj valuti **imati stabilan kurs** svoje valute (najveće odstupanje je moguće u granicama ± 2,25% od centralnog kursa **ECU).**

GLAVA OSMA

MEĐUNARODNE BANKARSKE I FINANSIJSKE INSTITUCIJE

1. MEĐUNARODNA BANKA ZA OBNOVU I RAZVOJ

1) OSNIVANJE BANKE

Odluka o osnivanju Međunarodne banke za obnovu i razvoj (International Bank For Reconstructio and Development – IBRD) donesena je takođe na „Monetarnoj i finansijskoj konferenciji Ujedinjenih nacija", održanoj od 1. do 22. jula 3944. godine u Bretton Woodsu.

Sporazum o osnivanju Banke stupio je na snagu 27. decembra 1945. godine, a IBRD je počela sa radom 26. juna 1946. godine. Sve zemlje koje su učestvovale na konferenciji u Bretton Woodsu, osim Sovjetskog Saveza, učlanile su se u Međunarodnu banku za obnovu i razvoj. Clanstvo u Svetskoj banci uslovljeno je članstvom u Međunarodnom monetarnom fondu. Jugoslavija je sudelovala na iconferenciji u Bretton Woodsu i bila jedna od 29 država koja je prihvatila i potpisala Sporazum o osnivanju Međunarodne banke za obnovu i razvoj. Sedište Banke je u Vašingtonu.

2) CILJEVI I ORGANIZACIJA MEĐUNARODNE BANKE ZA OBNOVU I RAZVOJ

Osnovni ciljevi Banke, deklarisani članom I. Statuta, su:

- da pomaže obnovu i razvoj proizvodnje u privredno nedovoljno razvijenim zemljama članicama;
- da podstiče privatne investicije putem garancija ili participacije u zajmovima vlastitim ili pozajmljenim sredstvima,

- da pomaže razvoj međunarodne trgovine i održavanje ravnoteže u platnom bilansu podsticanjem međunarodnih investicija u cilju razvoja proizvodnih snaga zemalja članica, doprinoseći na taj način porastu produktivnosti rada, životnog standarda i uopšte poboljšanju uslova života i rada.

Pored navedenih osnovnih zadataka, Banka obavlja i druge poslove, od kojih posebno ističemo:

- preko svojih stručnih timova participira u analizi ekonomskih problema i tehničko–tehnoloških rešenja i
- vrši edukaciju kadrova za ekonpmska, finansijska i tehničko–tehnološka pitanja. U tu svrhu osnovan je Institut za ekonomski razvoj i obučavanje kadrova.

Tokom poslednjih nekoliko godina došlo je do značajnog povećanja broja člahica, pre svega kao rezultat prijema novih zemalja nastalih raspadom Sovjetskog saveza i SFR Jugoslavije. Krajem fiskalne 1993. godine Međunarodna banka za obnovu i razvoj ima 176 zemalja članica.[446]

3) KAPITAL BANKE

Navedene zadatke Banka realizuje pomoću kapitala kojeg formira po osnovu:

- učešća zemalja članica,
- sredstava koja mobiliše na međunarodnom tržištu kapitala plasiranjem svojih obveznica,
- otplata ranije datih kredita i
- ostvarenog dohotka.

Učešće zemalja članica u kapitalu Svetske banke sastoji se iz dva dela, i to: od uplaćenog i garancijskog kapitala. Od osnivanja do sredine 1959. godine članice su uplaćivale 20% upisne kvote, i to: 2% u zlatu ili USA dolarima, a 18% u nacionalnoj valuti. Preostlaih 80% kvote zemlje članice su držale na posebnom računu svoje centralne banke u nacionalnoj valuti kao rezervu za pokriće eventualnih obaveza Banke.

Visina kvote zemalja članica opredeljena je brojnim ekonomskim kategorijama, kao što su: (1) visina nacionalnog dohotka, (2) stanje u bilansu plaćanja, (3) devizne rezefve, (4) stabilnost privrednih tokova i (5) obim spoljnotrgovinske razmene.

Neophodno je naglasiti da je prisutna tendencija smanjenja dela kvote koji se uplaćuje. Tako je septembra 1958. godine smanjen udeo kvote koji se uplaćuje sa 20 na 10%, s tim što su zemlje članice bile dužne da 1% kvote drže kod Banke u zlatu ili dolarima a preostalih 9% u nacionalnoj valuti.[447] Početkom 1980, godine odlučeno je da se deo koji se uplaćuje smanji sa 10 na 7,5% kvote, pri čemu se samo 0,75% uplaćuje u zlatu ili dolarima, a 6,75% u nacionalnoj valuti. Sledeće smanjenje dela kvote usledilo je u prvoj polovini 1988. godine. Na osnovu odluke Odbora guvernera predviđeno je da zemlje članice do 30. septembra 1993. godine uplate samo 3% svoje kvote, a 97% drže u vidu sigurnosnih rezervi. Nakon nekoliko povećanja ,,na kraju 1993. fiskalne godine osnivački kapital Banke iznosio je 165,589 mlrd. dolara, od čega je 10,531 mlrd. dolara

[446] Dr P. Jovanović–Gavrilović: op. cit., str. 152.
[447] lbidem.str. 153.

uplaćeno, a preostalih 155,058 mlrd. zemlje članice drže kod svojih centralnih banaka u vidu sigurnosnih rezervi".[448]

Visina kvote značajna je i sa stanovišta broja glasova koji pripada svakoj zemlji članici. Svaka zemlja ima početnih 250 glasova i još po jedan glas na svaku akciju upisanog kapitala (vrednost jedne akcije iznosi 100.000 SPU). U 1993. godini SAD su raspolagale sa 17,18% ukupnog broja glasova, Japan sa 6,64%, SR Nemačka 5,13%, Velika Britanija 4,92% i Francuska 4,92%.

Najveći deo potrebnih sredstava Međunarodna banka za obnovu i razvoj osigurava zaduživanjem kod vlada pojedinih zemalja, njihovih centralnih i poslovnih banaka putem kredita i emisijom hartija od vrednosti. „Hartije od vrednosti (obveznice) koje emituje IBRD veoma su atraktivne na finansijskim tržištima. Dva su osnovna razloga zbog kojih ih investitori rado prihvataju: (1) zemije članice celokupnim kvotama (ne 'samo uplaćenim delom) garantuju za obveznice Banke i (2) Banka, koristeći svoj brojan i stručan aparat, vrši strogu selekciju projekata u čijem će finansiranju učestvovati".[449] Ukupna zaduženost Međunarodne banke za obnovu i razvoj krajem fiskalne 1993. godine iznosila je oko 92 mlrd. dolara.

4) KREDITI I USLOVI KREDITA BANKE

Najvećim delom Svetska banka svoje ciljeve ostvamje odobravanjem kredita (radi se o poslovima srednjoročnog i dugoročnog finansiranja) i davanjem garancija.

Pri odobravanju kredita i davanju garancija Banka se pridržava brojnih principa od kojih posebno ističemo:

1. Banka odobrava kredite i daje garancije za one investicione projekte koji imaju svoje ekonomsko opravdanje i koji će nakon stavljanja u pogon svojom rentabilnošću omogućiti uredno servisiranje kredita;
2. Banka finansira devizni deo investicionog projekta, a ostali troškovi projekta pokrivaju se u pravilu iz domaćih izvora. U izuzetnim prilikama, kao što je hitnost projekta, nemogućnost investitora da participira u zatvaranju finansijske konstrukcije i ako je jasno da bi finansiranje lokalnih izdataka u vezi sa projektom delovalo na rast cena, Banka je spremna da finansira i izdatke u lokalnoj valuti;
3. kredite koje Banka odobrava preduzećima na području zemlje članice obavezno garantuje država ili državna ustanova čija je garantija prihvatljiva za Banku (centralna banka);
4. Banka odobrava zajmove prvenstveno za finansiranje konkretnih projekata, a daleko ređe za opšterazvojne potrebe;
5. kod odobravanja kredita Banka mora steći utisak da potencijalni korisnik kredita nije mogao osigurati neophodna sredstva uz povoljnije uslove iz drugih izvora;
6. Banka ne može uslovljavati korišćenje odobrenog kredita na teritoriji neke zemlje čianice;
7. kontinuitet u saradnji.

---

[448] Ibidem.str. 153.
[449] Ibidem.str. 155.

Međunarodna banka za obnovu i razvoj je tokom 1981. sve do 1990. godine modifikovala svoju poslovnu politiku. Naime, od 1982. godine IBRD sprovodi tzv. poMftnkns gradeadje *u* đavarajali zajraova u zavisnosti od visine nacionalnog dohotka po glavi stanovnika. Po toj logici, zemlja sa dohotkom preko 2.650 dolara isključuje se iz kruga zemalja kojima se dodeljuju zajmovi Banke.

Od jula 1982. godine Međunarodna banka za obnovu i saradnju odobrava zajmove sa varijabilnom kamatnom sftopom, koja se menja na svakih šest meseci. U fiskalnoj 1995. godini kamata je iznosila 8,5%.

„U novije vreme pri IBRD otvoren je tzv. „treći šalter". To je u stvari novi kanal za finansiranje razvoja najsiromašnijih zemalja u razvoju (sa ispod 425 dolara dohotka po stanovniku). Kamatna stopa na zajmove koji se odobravaju preko ovog šaltera iznosi 4 do 4,5%. Pokriće razlika u kamatama Banka vrši sredstvima koje prikuplja na dobrotvornoj osnovi.

Osnovni problem u korišeenju sredstava Banke je što i Banka, poput Međunarodnog monetarnog fonda, sve više uslovljava korišćenje njenih sredstava mešanjem u kompletnu razvojnu politiku zemalja kojima sredstva odobrava. Ona se sve više identifikuje sa interesima razvijenih zemalja mada joj to nije ni funkcija ni namena. Zbog toga će se u tom delu politike Banke morati izvršiti nužne promene jer je Banka osnovana kao humana institucija da pomaže one koji se na drugi način ne bi mogli razvijati, a ne da sledi politiku najrazvijenijih zemalja na svetskom planu."[450]

5) MEHANIZAM FINANSIRANJA

Programi koje finansira Svetska banka prolaze kroz nekoliko faza:

1. Faza identifikacije – obuhvata utvrđivanje objekata čijem finansiranju valja pristupiti zbog njihovog doprinosa razvoju nacionalne privrede i njihovih ekonomskih i tehničkih karakteristika.
2. Faza pripreme – u ovoj fazi zajmotražilac i Banka zajednički sagledavaju i pronalaze u tehničkom i ekonomskom pogledu najpovoljniju i najprihvatljiviju varijantu projekta sa stanovišta ostvarenja ciljeva razvoja.
3. Faza ocene, pregovora 5 usvajanja – Po završetku studije o projektu pristupa se njegovoj oceni. Ocenu projekta vrše stručnjaci Banke, a po potrebi mogu se angažovati konsultanti sa strane. U toku ocene valorizuju se tehnički, institucionalni, ekonomski i finansijski aspekti projekta. U tehničkom pogledu ocena podrazumeva: pouzdanost projekta, da li se uvažavaju odgovarajući standardi, veličinu i lokaciju objekta, tehnologiju, opremu, projektovani obim proizvodnje, transportnu povezanost, uticaj na prirodnu sredinu i sl.
   Pri ocenjivanju institucionalnih uslova za realizaciju projekta uzimaju se u obzir: organizacija, upravljanje, kadrovi, politika i poslovanje u užem i širem okruženju u kojem će se projekat realizovati.
   Ekonomska analiza podrazumeva analizu troškova i koristi za pojedine varijante projekta. Finansijska ocena odnosi se na ispitivanje načina obezbeđenja potrebnih sredstava za realizaciju i eksploataciju projekta, cene i mogućnosti amortizacije kredita. Nakon izvršene ocene misija stručnjaka dostavlja izveštaj Banci koji služi kao osnova za dalje pregovore.

[450] Dr S. Komnzcc: Tcorija 5 politika ekonomskog razvoja. Fakultet za spoljnu trgovinu. Zagreb, 1976, str. *1*88.

U razgovorima između Banke i zajmotražioca utvrđuju se mere koje treba preduzeti da bi se obezbedio uspeh u realizaciji projekta. Posle završenih pregovora izveštaj se, zajedno sa ostalom dokumentacijom upućuje Odboru izvršnih direktora na usvajanje. Posle usvajanja izveštaja sledi potpisivanje ugovora o zajmu i konačno se pristupa realizaciji projekta.

4. **faza** izvršenja i nadzor – u toku realizacije projekta obaveza je investitora da povremeno kreditoru dostavlja izveštaj o dinamici radova na projektu, troškovima, finansijskim efektima i sl. Kreditor, dakle Banka, često upućuje misije stručnjaka u zemlju kojoj je zajam odobren da bi se na Licu mesta stekao uvid u to kako se troše odobrena sredstva i da li se projekat ostvaruje u skladu sa sporazumom.

   Po završetku projekta Banka, uz učešće i investitora, priprema konačan izveštaj o izvršenju projekta i dostavlja ga vladi zemlje korisnika kredita, Odboru izvršnih direktora i izvršnom direktoru koji tu zemlju predstavlja u Banci.

5. Faza naknadne ocesie projekta – početkom sedamdesetih godina Banka je počela da praktikuje i naknadnu ocenu projekta. Svrha ovog posla je da se analizom pozitivnih i negativnih efekata izvuku pouke za poslovanje Banke u budućnosti. Svetska banka je do sada dala više od 300 milijardi dolara raznih zajmova za finansiranje brojnih projekata u svetu. I pored toga siromawštvo ostaje jedan od najvećih problema u svetu.

2. MEĐUNARODNA FINANSIJSKA KORPORACIJA

1) OSNFVANJE MEDUNARODNE FINANSIJSKE KORPORACIJE

Međunarodna finansijska korporacija (International Finahce Corporation –IFC), kao jedna od afilijacija Međunarodne banke za obnovu i razvoj, osnovana je 1956. godine.[451]

Članice Korporacije mogu biti samo one zemlje koje su prethodno primtjene u članstvo Međunarodne banke za obnovu i razvoj. Do sada se u Korporaciju učlanilo 155 zemalja članica IBRD. Sedište Međunarodne finansijske korporacije je'u Vašingtonu.

Osnivanje Međunarodne finansijske korporacije inspirisano je željom da se stvori jedan finansijski mehanizam koji bi delovao na manje formalnim osnovama, odnosno koji neće, kao što je slučaj kod Međunarodne banke za obnovu i razvoj, davanje zajmova privatnim zajmotražiocima uslovljavati državnom garancijom.

[451] Dr P. Jovanović–Gavrilović, op. cit., str. 158–159.

2) CILJEVI I ZADACI KORPORACIJE

Prema odredbama Statuta, osnovni zadatak Međunarodne finansijske korporacije je da pomaže privredni razvoj podstičući investicioni ciklus u produktivna privatna preduzeća u zemljama u razvoju, a naročito u najnerazvijenim zemljama članicama. Ovako definisani cilj Korporacija ostvaruje:

- investiranjem u proizvodna privatna preduzeća u zajednici sa drugim zainteresovanim privatnim investitorima, bez državne garancije u pogledu otplate,
- stvaranjem povoljne klime za investiciona ulaganja privatnog kapitala (domaćeg i inostranog) i osiguravanjem kvalifikovanog finansijskog, tehničkog, organizacionog i dr. rukovodstva.

Prvih godina svog poslovanja (prvih pet godina) Korporacija je mogla raspoloživa sredstva plasirati samo u formi zajmova. Međutim, od 1961. godine ova finansijska institucija plasira slobodna finansijska sredstva u raznim oblicima: od zajmova i direktnih investicija do ulaganja u akcije privatnih preduzeća.

Korporacija se, pored pomoći koju pmža članicama u raznim formama investicija, bavi i dmgim poslovima, kao što su:

- izrada projekata i poboljšavanje njihovog kvaliteta,
- pmža pomoć pri osnivanju, finansiranju i unapređivanju rada privatnih finansijskih kompanija za razvoj i dmgih institucija koje su angažovane na unapređivanju i finansiranju privatnih preduzeća,
- podstiče razvoj tržišta kapitala u zemljama u razvoju,
- podstiče interes zemalja izvoznica kapitala na ulaganja u hartije od vrednosti preduzeća zemalja uvoznica kapitala,
- pmža savete i daje predloge zemljama u razvoju u pogledu koncipiranja mera koje doprinose stvaranju povoljnije klime za povećanje interesa privatnih investicija.

3) PROGRAMI I USLOVI FINANSIRANJA

Program u koji Korporacija plasira sredstva mora ispunjavati sledeće uslove:

- mora biti produktivan i rentabilan,
- mora zadovoljiti interes države u kojoj se investira u smislu mogućnosti devizne uštede, proizvodnje deficitamih proizvoda i pružanja usluga, povećanja zaposlenosti, razvoja tehnologije i slično,
- lokalni investitori moraju participirati u realizaciji programa,
- da investitor nije mogao osigurati neophodna sredstva uz povoljnije uslove iz privatnih izvora.

Sredstva kojima Međunarodna finansijska korporacija raspolaže formiraju se po osnovu:

- uplata zemalja članica,
- zaduživanjem kod Svetske b'anke i
- pribavljanjem sredstava natržištu kapitala.

Upisani kapital Korporacije p'ri osnivanju iznosio je 100 miliona dolara, da bi kasnlie nekoliko puta uvećavan ipočetkom 1990. godine narastao na 1,3 milijjarde dolara. Do kraja fiskalne 1989. godine Korporacija je u 786 programa uložila eka 10 milijardi dolara. U poslednje vreme Korporacija je vrlo uspešna u mobilisanju sredstava iz drugih izvora. Tako je tokom poslednjih pet godina na svaki dolar koji je plasirala Korporacija dolazilo još 5 dolara iz drugih izvora.

Iako je vrlo usko povezana sa Međunarodnom bankom za obnovu i razvoj, Korporacija posluje kao samostalna finansijska institucija sa svojstvom pravne osobe.

3. MEĐUNARODNO UDRUŽENJE ZA RAZVOJ

1) OSNIVANJE I ČLANICE IDA

Međunarodno udruženje za razvoj (Intcrnational Development Association –IDA), kao afilijacija Međunarodne banke za obnovu i razvoj, osnovano je 1960. godine.

Razloge osnivanja Međunarodnog udruženja za razvoj treba tražiti, pre svega, u nedostatku sredstava u međunarodnim, regionalnim i nacionalnim finansijskim institucijama namenjenih finansiranju nerazvijenih zemalja, ali i u uslovima pod kojima je Međunarodna banka za obnovu i razvoj odobravala zajmove zemljama u razvojli. Kao što znamo, Međunarodna banka odobrava zajmove članicama – uz nešto povoljnije uslove nego što se krediti mogu osigurati na međunarodnom tržištu kapitala, tj. uz nešto duži rok otplate i nižu kamatnu stopu, ali i takvi uslovi su za većinu zemalja u razvoju nepodnošljivi.

Međunarodno udruženje za razvoj osnovano je s ciljem da se povoljnijim –„mekšim" – kreditima omogući razvoj proizvodnih kapaciteta zemalja u razvoju uključujući i finansiranje investicionih objekata (saobraćajnice, irigacione objekte i sl.) koji ne stvaraju neposrednu dobit, ali čija realizacija doprinosi rastu životnog standarda najnerazvijenih zemalja u svetu.

Članstvo u Udruženju uslovljeno je članstvom u Međunarodnoj banci za obnovu i razvoj.

U okviru Udruženja zemlje članice su podeljene u dve grupe:

- prvu grupu sačinjavaju razvijene zemlje, a u novije vreme i zemlje u razvoju koje ostvaruju suficit u platnom bilansu;
- drugu grupu, koja je daleko brojnija, sačinjavaju zemlje u razvoju.

Zemlje prve gmpe uplaćuju upisane kvote na sledeći hačin:

- odmah 10% u zlatu ili konvertibilnim valutama,
- 18% u roku od 30 dana u zlatu ili konvertibilnim valutama i

- preostlaih 72% u četiri jednake godišnje rate takođe u zlatu ili konvertibilnim valutama.

Doprinos zemalja druge grupe, tj. zemalja u razvoju forrnira se na sledeći način:

- 10% kvote uplaćuju u zlatu ili konvertibilnim valutama odmah,
- 90% kvote uplačuju u svojoj nacionalnoj valuti u pet jednakih godišnjih. rata.

Međunarodno udruženje za razvoj svoj kapital i kreditni potencijal formira iz sledećih izvora:

- uplaćenih kvota zemalja članica,
- doprinosa na osnovu povremenih „popunjavanja",
- transfera dela profita Svetske banke,
- otplata po ranije datim kreditima i
- poklona.

2) KAPITAL IDA

Početni kapital Udruženja bio je 1 mlrd. dolara, da bi na kraju fiskalne 1993. godine ukupno upisani kapital dosegao iznos od 73 mlrd. dolara.[452]

Udruženje pmža finansijsku pomoć zemljama članicama u formi zajmova, ali nije isključena mogućnost i nekih dmgih vidova finansijske pomoći. Pri raspodeli kreditnih sredstava IDA uvažava sledeće kriterijume:

- članstvo u Udruženju,
- nivo siromaštva u zemljama članicama,
- bonitet potencijalnih korisnika kredita,
- ekonomski učinak potencijalnih korisnika kredita i
- raspolaganje projektima pogodnim za finansiranje od strane Udruženja.

3) USLOVI KREDITA

Uslovi pod kojima Međunarodno udmženje za razvoj pruža finansijsku pomoć nerazvijenim zemljama ocenjuju se veoma povoljnim. Rok otplate kredita je 50 godina, s tim da amortizacija počinje po isteku perioda od 10 godina, posle čega se godišnje otplaćuje po 1% u trajanju od 10 godina, a u sledećih 30 godina otplaćuje se po 3% godišnje. Kredit se odobrava beskamatno uz naplatu provizije od samo 0,75% godišnje na iskorišćeni iznos kredita. Od 1. januara 1982. godine naplaćuje se i provizija od 0,5% na odobreni a još neiskorišćeni kredit. Udruženje participirq au finansiranju projekta sa oko 40% predračunske vrednosti. Do kraja fiskalne 1993. godine Udruženje je odobrilo oko 2.000 kredita u ukupnom iznosu od'56,2 mlrd. dolara (ukliučujući i sredstva odobrena preko Specijalnog fonda i Fonda za razvoj Afrike).[453]

Najveći deo kredita odobren je zemljama sa nacionalnim proizvodom manjim od 400 dolara po stanovniku.

[452] Dr P. Jovanović–Gavrilović: Op. cit., str. 169.
[453] Dr P. Jovanpvić–Gavrilović: op.'cit.. str. 170.

Jugoslavija je članica Međunarodnog udruženja za razvoj od njegovog osnivanja sa upisanim kapitalom od 19,1 miliona dolara. Zbog nivoa razvoja Jugoslavija nije, niti može da koristi sredstva Udruženja, ali uredno izvršava svoje finansijske obaveze prema ovoj svetskoj finansijskoj instituciji.

Organizacija Udruženja, uz neznatne razlike, slična je organizaciji Svetskc banke. Organi upravljanja su: Odbor guvernera, Odbor izvršnih direktora i piedsednik.

Sedište Udruženja je u Vašingtonu.

4. MULTILATERALNA AGENCIJA ZA GARANTOVANJE INVESTICIJA

Na skupštini Međunarodne banke za obnovu i razvoj održanoj oktobra 1985. godine u Seulu prihvaćena je konvencija o osnivanju nove afdijacije – Multilateralne agencije za garantovanje investicija (Multilateral Investment Guarantee Agency – MIGA). Sporazum o osnivanju Agencije stupio je na snagu aprila 1988. godine.

Multilateralna agencija za garantovanje investicija predstavlja jednu novu specijalizovanu finansijsku instituciju čiji je cilj da:

- davanjem garancija za nekomercijalne rizike, podstiče priliv privatnog kapitala u zemlje u razvbju;
- pruža informacije potencijalnim investitorima o mogućnostima ulaganja u zemlje u razvoju;
- obezbeđuje tehničku pomoć;
- bude mesto na kojem će izvoznici i uvoznici kapitala sarađivati.

Agencija kroz suosiguranje i reosiguranje daje garancije za sledeće vrste nekomercijalnih rizika:

- vladina ograničenja konvertovanja i prenosa deviza,
- ograničenja vlasništva stranaca,
- raskid ugovora od strane vlade na štetu investitora,
- ratni konflikti i nemiri,
- druge vrste nekomercijalnih rizika koje verifikuje Odbor direktora MIGA.[454]

Organi upravljanja Agencije su: Savet guvernera, Odbor direktora i predsednik.

Osnivački kapital MIGA iznosi 1,1 mlrd. dolara, od čega se 10% uplaćuje u gotovini, 10% u hartijama od vrednosti – menicama, a ostatak na zahtev Agencije.

Članstvo u Agenciji nije uslovljeno članstvom u Svetskoj banci. Do sredine 1993. godine MIGA je imala 107 zemalja članica. Jugoslavija je septembra 3989. godine postala članica ove specijalizovane finansijske institucije.[455]

[454] Dr P. Jovanović–Gavrilović: op. cit.. str. 172–173.
[455] Dr P. Jovanović–Gavrilović: op. cit., str. 173.

5. EVROPSKA INVESTICIONA BANKA

Evropsku investicionu banku (EIB) osnovale su kapitalističke zemlje clanice Evropske ekonomske zajednice 1957. godine.[456] Osnivanje ove regionalne finansijske institucije motivisano je potrebom kreiranja jednog finansijskog mehanizma koji će u okviru EEZ obavljati poslove:

- mobilizacija i transfera kapitala unutar Zajednice,
- transfer kapitala iz bogatih u siromašne zemlje članice,
- prikupljanja kapitala iz zemalja izvan integracije.

Prema odredbama Sporazuma o osnivanju (član 130), osnovni zadaci Banke su: „Evropska investiciona banka ima za zadatak da, oslanjajući se na tržišt ekapitala i na svoje vlastite izvore, doprinese ravnomernom i nesmetanom razvoju zajedničkog tržišta u interesu Zajednice. U tom cilju, odobravanjem zajmova i davanjem garancija na nelukrativnoj osnovi, ona olakšava finansiranje niže navedenih projekata u svim oblastima privrede:

1. Projekata za razvoj manje razvijenih podmčja;
2. Projekata za modemizaciju ili preorijentaciju preduzeća ili za stvaranje novih delatnosti koje zahteva postepenp uvođenje zajedničkog tržišta, ukoliko takvi prdjekti, s obzirom na njihovu širinu ili prirodu, ne mogu u celini da budu pokriveni raznim sredstvima finansiranja koja stoje na raspolaganju državama članicama;
3. Projekata od zajedničkog interesa za nekoliko država članica koji, s obzirom na njihovu širinu ili prirodu, ne mogu u celini da budu pokriveni raznim sredstvima finansiranja koje postoji u državama članicama.”[457]

Po svojim finansijskim aktivnostima, Evropska investiciona banka je nesumnjivo vodeća regionalna finansijska institucija, a u kontekstu međunarodnog finansijskog tržišta rangirana je odmah posle Međunarodne banke za obnovu i razvoj.

Kreditni potencijal Banka formira po osnovu:

- uplata zemalja članica (od upisane kvote članica uplaćuje 25% u zlatu i konvertibilnim valutama, a ostatak od 75% predstavlja garancijski kapital koji zemlja uplaćuje na poziv Banke);
- emisije obveznica na međunarodnom tržištu kapitala i
- sredstava iz budžeta Zajednice.

„Upisani kapital zemalja članica na dan 31. decembra 1991. godine iznosi 57,6 mlrd. ECU (evropskih novčanih jedinica), od čega je uplaćeno oko 4,3 mlrd. Udeo Z. Nemačke, Francuske, Italije i V. Britanije je po 19%, Španije 7%, Belgije i Holandije po 5,3% itd.”[458]

Evropska investiciona banka odobrava zajmove i daje garancije kako javnom tako i privatnom sektoru, s tim da udeo Banke u finansiranju projekta ne može biti veće

[456] Rimski ugovor od 25. marta 1957. godine.

[457] Sporazum o osnivanju Evropske ekonomske zajednice predviđeno je osnivanje dve finansijske organizacije, i to: Monetarnog komiteta i Evropske investicione bankc.

[458] Dr P. Jovanović–Gavrilović: op. cit str. 175–176.

od 50% predračunske vrednosti. „Od početka rada do kraja 1991. godine ED3 je odobrila ukupno 4.349 zajmova, u ukupnom iznosu od 72 mlrd. ECU. Preko 94% iznosa zajmova odobreno je zemljama Zajednice, 2,9% zemljama Mediterana, 1,9% zemljama Afrike, Pacifika i Kariba i 0,7% zemljama Centralne i Istočne Evrope. U okviru Zajednice 33% kredita otpada na Italiju, 13% na Francusku, 12% na Veliku Britanrju itd.

Upravljački mehanizam Evropske investicione banke čine sledeći organi: Odbor guvernera, Odbor direktora i Upravni odbor. Odbor guvemera je najviši organ upravljanja Banke a sastoji se od predstavnika zemalja članica. To su najčešće ministri finansija. Odbor guvemera utvrđuje smemice poslovne politike, donosi odluku o odobravanju zajmova, usvaja godišnji izveštaj i odobrava završni račun i drugo.[459]

Odbor direktora čine direktori državnih kreditnih institucija ili viši stručnjaci u ministarstvima za finansije, ekonomiju ili industriju. Odbor direktora donosi odluke o odobravanju zajmova za finansiranje projekata u okvim Zajednice, izdavanju garancija, zaduživanju na međunarodnom tržištu kapitala i visinni kamatne stope.

Upravni odbor Banke sačmjavaju predsednik i četiri potpredsednika Banke. Upravni odbor rukovodi svakodnevnim poslovanjem Evropske investicione banke.

Jugoslaviji je do kraja 1991. godine odobren 21 zajam u ukupnom iznosu od 678,2 mil. ECU, od čega je iskorišćeno 388,7 miliona. Zajmovi su korišćeni za izgradnju autoputa, modemizaciju železnice i elektroprenosnog sistema.

6. EVROPSKA BANKA ZA OBNOVU I RAZVOJ

Krajem 1989. godine, na vanrednom samitu dvanaest zemalja članica Evropske ekonomske zajednice, pokrenuta je inicijativa za osnivanje evropske finansijske institucije koja će pomagati sprovođenje privrednih i političkih reformi u zemljama Centralne i Istočne Evrope. Nedugo potom, na ministarskoj konferenciji u Parizu od 29. maja 1990. godine potpisan je Sporazum o osnivanju Evropske banke za obnovu i razvoj. Banka je počela sa radom marta 1991. godine. Sedište Banke je u Londonu.

Evropska banka za obnovu i razvoj osnovana je sa zadatkom 1) Da podstiče prelazak na tržišno privredivanje i 2) Da unapređuje privatno preduzetništvo u zemljama Centralne i Istočne Evrope, koje su se opredelile za tržišnu privredu, politički pluralizam, pravnu državu i poštovanje ljudskih prava i sloboda. Da bi ostvarila ovako definicane ciljeve Banka će:

1. Pomagati razvoj privatnog sektora, posebno preduzeća male i srednje veličine,
2. Vršiti mobilizaciju domaćeg i stranog kapitala i prenosenje znanja i iskustva u upravljanju privredom,
3. Podsticati ulaganja u proizvodne investicije, uključujući ulaganja u sektor usluga i finansija kaori u odgovarajuće infrastrukture značajne za razvoj preduzetničke inicijative,
4. Obezbeđivati tehničku pomoć za pripremu, finansinranje i realizaciju odgovarajpćih projekata,
5. Stimulisati razvoj tržišta kapitala,

[459] Ibidem str. 176

6. Davati podršku projektima u kojima je angažovano više članica korisnika sredstava i
7. Voditi raruna o očuvanju životne sredine.

U ostvarivanju navedenih zadataka Banka će sarađivati sa Međunarodnim monetarnim fondom, Međunarodnom bankom za obnovu i razvoj, Međunarodnom finansijskom korporacijom, Multilateralnom agencijom za garantovanje investicija, Organizacijom za ekonomsku saradnju i razvoj, Ujedinjenim nacijama i drugim odgovarajućim javnim i privatnim subjektima koji pokazuju interes za razvoj zemalja Centralne i Istočne Evrope.[460]

Članstvo u Evropskoj banci za obnovu i razvoj je otvoreno za: 1) zemlje Evrope, 2) vanevropske zemlje članice MMF i 3) Evropsku ekonomsku zajednicu (danas Evropsku uniju) i Evropsku investicionu banku.[461]

Sredstva Banke sastoje se od redovnog kapitala i specijalnih fondova. Sredstva rednovnog kapitala komponuju:

1. Odobreni akcijski kapital, koji se sastoji 30% od kapitala koji se uplaćuje i 70% kapitala koji se uplaćuje po pozivu. Uplata kapitala vrši se u pet jednakih rata, od čega 50% u bilo kojoj potpuno konvertibilnoj valuti,[462] a 50% se može izvršiti izdavanjem menica koje se moraju unovčiti na zahtev Banke u valuti denominacije. Prva rata dospeva za plaćanje u roku od 60 dana od dana stupanja na snagu Statuta ili nakon deponovanja njenog instrumenta ratifikacije. Svaka od preostalih četiri rate dospevaju godinu dana posle dospeća prethodne rate,
2. Sredstva pribavljena zaduživanjem banke,
3. Sredstva dobijena na ime otpiate zajmova,
4. Prihodi od zajmova i garancija i
5. Druga sredstva ili prihodi koje Banka ostvari, a nisu deo sredstava Specijalnih fondova.

Osnivački kapital Evropske banke za obnovu i razvoj iznosi 10 milijardi ECU–a, podeljenih na jedan milion akcija.

Evropska banka za obnovu i razvoj svoje ciljeve i zadatke ostvaruje: odobravanjem zajmova, kofinansiranjem, investiranjem u akcijski kapit'al, upisom hartija od vrednosti, davanjem garancija i pružanjem tehničke pomoći, preduzećima u privatnom sektoru, državnim preduzećima koja se privatizuju i državnim preduzećima koja posluju samostalno na otvorenom nacionalnom tržištu i koja podležu Zakonu o bankarstvu.

Pri odobravanju zajmova, garancija ili direktnih ulaganja Banka uvažava brojne principe od kojih posebno ističemo:

1. Banka primenjuje zdrave bankarske principe na sve svoje poslove;
2. Banka finansira konkretne programe, bilo pojedinačno ili u kontekstu specifičnih investicionih programa;
3. Banka neće finansirati nikakav program na teritoriji članice koja se protivi takvom finansiranju;
4. Banka će voditi računa da održava razumnu diverzifikaciju svojih ulaganja;

---

460 Idiju o osnivanju Evropskc banke za obnovu i razvoj dao je F. Miteran, bivši predsednik Francuske.

461 Članice Evropske banke /a obnovu i razvoj su: 24 zemlje OECD, Kipar, Malta, sedam zemalja bivšeg V.'iršavskog ugovora, Jugoslavija, Izrael, Marokp, Egipat, Južna Koreja, Lihtenštajn, Meksiko, predstavnik EZ i Evropske investicione banke.

462 Ilanka sama određuje koja se valuta smalra „potpuno konvertibilnom". a po potrebi može konsultovati i MMF.

5. pre nego što zajam, garancija ili direktno ulaganje budu odobreni, podnosilac molbe mora da prezentira adekvatan predlog, a predsednik Banke da, na osnovu studije koju izrade stručne službe, podnese Odboru direktora pismeni izveštaj sa predlogom;
6. Banka neće finansirati niti obezbeđivati bilo koje olakšice kada je podnosilac molbe u stanju da osigura dovoljno sredstava iz drugih izvora uz uslove koje Banka smatra da su prihvatljivi; u slučaju da odobri direktan zajam, Banka će omogućiti zajmoprimeu da povuče sredstva za pokriće gubitka samo koje stvarno bude imao;
7. Banka u principu ne uvodi nikakva ograničenja na nabavke roba i usluga iz bilo koje zemlje iz sredstava bilo kog zajma, ulaganja ili drugog finansiranja preduzetog u okvim redovnog poslovanja i poslovanja Specijalnih fondova. Međutim, u odgovarajućim slučajevima Banka će uslovljavati svoje zajmove i ostale operacije međunarodnim pozivima za licitaciju koje se budu aranžirale, u svojim ulaganjima u pojedinačna preduzeća Banka će preduzimati finansiranje pod uslovima za koje smatra da su odgovarajući, uvažavajući pri tome zahteve preduzeća–investitora, rizike koje Banka preuzima i uslove pod kojima privatni investitori dobijaju sredstva za slično finansiranje[463];
8. Banka preduzima pctrebne mere da bi obezbedila da se sredstva bilo kog odobrenog zajma, garancije ili sredstva po osnovu učešća Banke u njima, ili po osnovu učešća u akcijskom kapitalu, koriste samo u svrhe za koje je zajam ili učešće u akcijskom kapitalu odobreno uz puno uvažavanje načela ekonomičnosti i efikasnosti.[464]

Upravljački mehanizam Evropske banke za obnovu i razvoj čine sledeći organi:

1. Odbor guvernera – predstavlja najviši organ upravljanja a sačinjavaju ga po jedan guvemer i njegov zamenik. Odbor guvemera odlučuje o brojnim pitanjima, kao što su na primer: prijem novih članica i utvrđivanje uslova za njihov prijem, povećanje ili smanjenje odobrenog akcijskog kapitala Banke, suspenzija zemlje članice, zaključivanje sporazuma o saradnji sa drugim međunarodnim organizacijama, odobrava bilans uspeha Banke, odlučuje o prestanku poslovanja Banke i raspodeli njenih sredstava itd.
2. Odbor direktora – predstavlja izvršni organ Banke i sastoji se od dvadeset tri direktora. Zemlje EZ, EEZ i FIB imenuju 1**1** direktora a ostale zemlje **12,** i to: četiri direktora imenuju zemlje korisnice sredstava (tj. zemlje Centralne i Istočne Evrope), četiri imenuju ostale zemlje Evrope i četiri direktora imenuju vanevropske zemlje članice. Odbor direktora obavlja sledeće poslove: priprema rad Odbora guvernera, u skladu sa opštim smemicama utvrđuje politiku i donosi odluke o zajmovima, garancijama, direktnim ulaganjima, zaduživanju Bankne, odobrava budžet Banke i podnosi izveštaj o poslovanju Banke.
3. Predsednik – predsedava sednicama Odbora direktora i vodi tekuće poslovanje Banke. Predsednik je legalni predstavnik Banke i bira se na rok od četiri godine. Međutim, predsednik ne učestvuje u glasanju, osim u slučaju podele glasova.
4. Potpredsednik – izvršava ovlašćenja i funkcije u administraciji Banke koje odredi Odbor direktora. U odsustvu predsednika, potpredsednik obavlja funkcije predsednika Banke.

[463] Informacija o osnivanju Evropske banke za obnovu i razvoj, Narodna banka Jugoslavije, Beograd. str. 3.
[464] Videti detaljnije: Statut Evropske bnake za obnovu i razvoj, čl. 14.

K N J I G A D R U G A

BANKARSKI MENADŽMENT

P R V I D E O

BANKARSKI MENADŽMENT

1

GLAVA PRVA

FINANSIJSKI MENADŽMENT I MARKETING

1. SAVREMENI FINANSIJSKI MENADŽMENT

1) FINANSIJSKI MENADŽMENT I FINANSIJSKI INŽENJERING

Šta je to finansijski menadžment? Šta je to finansijski marketing?

Da li je to samo moderan finansijski i izraz za stare sadržaje? Na šta se odnosi finansijski menadžment? Koje su nove funkcije finansijskog menadžmenta i novi instrumenti u rukama menadžera u razvijenoj tržišnoj privredi u kojoj je uloga novca i svih oblika novca (finansijskih instrumenata) došla do posebnog izražaja.

Kako efikasno voditi finansijsku aktivnost firme, prcduzeće, korporacije?

Financijski menadžment js jedan od esencijalnih ljudskih aktivnosti savremenog sveta. Kao takav, finansijski menadžment se obično definiše kao proces kreiranja finansijskih uslova za efikasno postizanje odabranih finansijskih ciljeva.[465] Zatim, za svakog finansijskog menadžera postoji isti cilj: stvaranje profita. Menadžerstvo se direktno tiče efikasnosti i efektivnosti. U tom kontekstu, svaki finansijski menadžer mora da poznaje pet „čuvenih" funkcija finanijskog menadžmenta, i to: (1) Finansijko planiranje, (2) finansijska organizacija, (3)Tzbor finansijskih kadrova, (4) Finansijsko rukovodstvo i (5) Finansijska kontrola. Ove tzv. funkcije simultano determinišu proces finansijskog menadžmenta, koji se grafički može predstcviti na sledeći način:

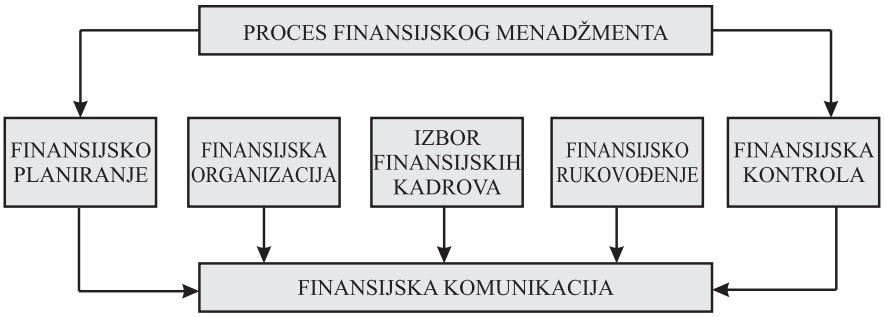
Finansijske komunikacije su potrebne da se odrede finansijski ciljevi preduzeća, da se načine finansijski planovi, da se organizuju ljudski i finansijski resursi, da se odaberu finansijski kadrovi za ostvarenje postavljenih finansijskih ciljeva i da se vrši finansijska kontrola u obavljanju finansijskih poslova.[466] Komunikacije su, stoga, od izuzetne važnosti u svim fazama finansijskog menadžmenta, pošto integrišu sve menadžerske funkcije.

---

465 Opširnije: R. C. Merton, Continous – Tirr.e.Finance, Basil Blackwell, Oxford, 1990. (Videti šire: Dr Ž. RistivJ – dr S. Komazec: Flnansijski r.–.jliadliment, Višaposlovna škola, Beograd, 2000, str. 49–64.

466 Uporedi: D. Asch (Ed.), Readings in Strategie Managemcnt, MacMillan Press, London, 1989.

FINANSIJSKI MENADŽMENT
–funkcija i sastavni delovi–



U teoriji finansijskog menadžmenta već je primetno da je najveća šansa za povećanje produktivnosti u znanju u oblasti finansijskog menadžmenta, finansijskog marketinga i finansijskog inžinjeringa, pri čemu se pod produktivnošću podrazumeva efektivnost i efikasnost u obavljanju finansijskog posla (zadatka) sa što manjim obimom angažovanih sredstava.

Iz tih razloga, s pravom se postavlja da li je finansijski menadžment nauka ili umetnost. U teoriji i praksi, finansijsko menadžerstvo jeste umetnost, ali i organizovano znanje (nauka). U nauci o finansijskom menadžmentu, i znanje i umetnost su međusobno komplementami, zato je i zadatak finansijskog menadžera da obezbedi finansijska ulaganja u preduzeću i da ta ulaganja transformiše kroz menadžersku funkciju u profit. Pri tome, finansijsko preduzetništvo teži stvaranju vrednosti putem odgovarajuće biznis politike, inicijative i rizika.[467]

U savremenim tržišnim ekonomijama upravljanje poslovnim finansijama je složen i atraktivan zadatak iz prostog razloga što oplodnja finansijskog kapitala po maksimalnoj stopi rentabilnosti, odnosno po najviše mogućoj stopi dobiti, predstavlja centralni motiv preduzetnišva. Na kriterijumu rentabilnosti u finansijskom upravljanju preduzeća faktički se bazira celokupan proces poslovnog, razvojnog i finansijskog menadžerstva.[468] Stoga je i finansijski menadžment jedan od glavnih zadataka poslovodstva firme (kompanije) u kreiranju i ostvarivanju politike finansijskog plasmana kapitala preduzeća i likvidnosti firme. „Menadžerska revolucija" je izvedena onog trenutka kada je svojina nad kapitalom odvojena od kopetencija vodenja preduzeća. A to pak znači da je odvojena komptencija vlasnika od kompetencije profesionalnih upravljača, odnosno menadžera.[469]

U savremenim finansijama preduzeća finansijski menadžment jeste važan segment iz razloga što simultano odgovara bar na tri osnovna pitanja: 1) Koja sredstva stoje na raspolaganju firmi, kako ih formira i kao do njih dolazi, 2) Kakav je i koliki nivo fondova preduzeća i kakva je njihova struktura i 3) Kako se formiraju fondovi i firme. Zadatak finansijskog menadžerstva, u tom sklopu, ogleda se u uskladivanju finansijskih operacija preduzeća (tekuća likvidnost i investicije, odnosno dotok i alokacija gotovine, i transakcije realnih sredstava) i tržišta kapitala (vrednovanje preduzeća i komercijalizacija

[467] Dr M. Zečević, Mendžment, Instirut za internacionalni menadžment, Beograd, 1991, str. 6.
[468] Uporedi: M. Schlosser, Cooporate Finance, Printice – Hall, N. York, 1989.
[469] M. E. Porter, Competative strategv, F. P. N. York, 1990. i E. B. Flip, *Personal Management,* meG.HBCN.York, 1984.

akcija). „Ako, naime, akcionarsko društvo ima za cilj maksimizaciju sredstava akcionara, onda mora preduzeće maksimirati svoju tržišnu vrednost. Tržišna vrednost zavisi od sadašnjih prinosa i sadašnje vrednosti očekivanih budućih prinosa, koji, opet, zavise, između ostalog, od faktora diskontiranja (kamatne stope) i raspodele rizika budućih prinosa".[470] Zato je i važno pitanje povezivanja profita, rizika i vremena kod finansijskog menadžmenta u oblasti 1) Finansiranja preduzeća u različitim fazama životnog ciklusa firme, 2) Optimalne strukture kapitala firme, 3) Vrednovanja preduzeća, 4) Dividende i cena akcija i prinosa, 5) Gotovinskih tokova i likvidnosti i 6) Finansijskog planiranja i kapitalskog budžetiranja.

Finansijski menadžment mora poznavati čitavu paletu finansijskih instrumenta za finansiranje novih privatnih, javnih i mešovitih preduzeća,[471] kao što su kapitalni ulog (trajna nepovratna sredstva), subvencije, krediti, fondovi za razvoj, riziko kapital, lizing, zajednička ulaganja i akcije, koja bi, na osnovu profita i rizika, povećala svoju imovinu. Za nova preduzeća važan je odnos sopstvenih i tuđih sredstava, izbor između različitih finansijskih alternativa, odnos izmedu finansijskih obaveza i preduzetničkog profita, nivo rizičnog kapitala, učešće hipotekarnih i lombardnih kredita sa realnim imovinskim pokrićem, cena kapitala i zaduživanja, izvor finansiranja rasta preduzeća, vertikalna i horizontalna finansijska struktura kapitala preduzeća u razvoju, odnos između rasta preduzeća i njegove kapitalizacije, odnos izmedu jun bonds–a (obveznice za rizične investicije, zero bonds–a (odbijanje kamate kao diskonta od imenske vrednosti akcija) i sale and lease back (finansiranje s najmom – prodaja imovine i najam iste imovine), formiranje finansijske infrastrukrure za finansiranje rasta preduzeća (revizijska služba ili auditivno preduzeće i preduzeće za finansiranje rizičnog kapitala).

2) FINANSIJSKI INŽENJERING

Kvalitativni opis finansijskog inženjeringa najbolje daje francuski zakon o bankama iz 1984. god. po kome se praktički finansijski inženjering definiše kao set finansijskih usluga usmerenih da olakšaju osnivanje i razvoj preduzeća, uključujući i savete i pomoći u procesu finansijskog upravljanja. Sudeći po izveštaju Udruženja francuskih banaka, koji inkorporira i stanje poleta finansijskog inženjeringa, do sada su u finansijskoj praksi postojale četiri bankarske funkcije, i to: 1) Bankarsko posredovanje koje implicira prikupljanje depozita i odobravanje kredita, 2) Upravljanje sredstvima plaćanja, 3) Trgovanje hartijama od vrednosti i finansijskim instrumentima na primarnom i sekundamom tržištu za račun klijenata i 4) Pružanje usluga komercijalnog karaktera. Konačno, tu su i devizne operacije, usluge sefova i dakako, finansijski inženjering. Finansijski inženjering je, u tom kontekstu, postao forma, posredovanja u strukturi inovativnih poslova. „Preduzećima koja traže sofistikovane finansijske inovacije potrebne su banke. Čak ako se dogovore o međusobnom finansiranju preko komercijalnih papira i prividno zaobidu banke, potrebno je da se njima obrate, ne samo radi dobijanja domiciliranja papira, to jest, radi dobijanja jemstva, nego i da bi uspele da plasiraju ove papire. To je diskretan i koristan revanš banke koji kompenzira, do izvesne mere, kamate koje nije naplatila".[472] Zato je neto – proizvod od provizije, veći od kamatne mreže i

[470] Dr B. Kovač, Finansijska struktura i palitika preduzeća u postsocijalističkom društvu, u dr Z. Pjanić i dr J. Bajec (Red.) „Tržište, kapital, svojina", Ekonomika, BeoRrad, 1991, str. 192.

[471] Uporedi: J. M. Samuels, F. M. Wilkes i R. E. Brayslow, Managernent of Companv Finance, London, Champan and Hall, 1990, i T. S. Maness, Introduction to Corporate Finance, me Graw – Hill, N. York, 1988.

[472] M. Vašer: Finansijski inženjering, Jugoslovensko bankarstvo, 8/90, str. 23. Videti i dr Ž. Ristić –dr. S. Komazec, op. cit., str. 49–64.

portfolio dobitaka kod svih savremenih evropskih banaka, koje sve više od depozitnih i kreditnih ustanova postaju institucije koje finansiraju.

Preduzeća imaju potrebu bankarskog posredovanja za aranžiranje finansijskog projekta, za fmansiranje medunarodne trgovine, za poslove akvizcije fuzije za aranžiranje operacija zajma sa swap–aranžmanima, za upravljanje gotovinom i pokriće rizika, kamatne stope i deviznog kursa. Upravljanje gotovinom (cash management) jeste važan segment finansijske ingenioznosti bankara koji pružaju savete zainteresovanim preduzećima za finansijske plasmane (i, posebno, za plasmane gotovine) i za profitonosno rukovanje finansijskim sredstvima. U tome je i tajna „finansijskog proizvoda", koji proizvodi dobit. No, i pored toga, „estetska hirurgija" bilansa jeste biser finansijskog inženjeringa. „Banka, u takvoj siruaciji, pronalazi, savetuje, predlaže pruža tehničku pomoć, sastavlja portfelj angažovanjem gotovine preduzeća, unapred. Portfelj se, zatim, transformiše nekom trustu ili odgovarajućoj organizaciji kojoj je banka trust ili joj odgovara."[473]

Finansijski inženjering ima za zadatak da osigura finansiranje preduzeća, da predloži nove procedure finansiranja, da pripremi operacije koje osiguravaju finansiranje, da aranžira finansiranje projekata itd. U tom sklopu, bakar se javlja kao menadžer preduzeća za koje formira bankarski pul za finansiranje ili organizuje emisiju akcija ili obveznica. Za finansijski inženjering preduzeća bankar aranžira euro–emisije i davanje euro–kredita, uvodi akcije preduzeća na berzu, određuje početne cene kotiranja (zajedno sa berzanskim brokerom) itd.[474]

Procene vrednosti preduzeća i privatizacija jesu moderne operacije finansijskog inženjeringa. Akvizacija – cesija preduzeća, otkup preduzeća tehnikom LMBO (Leveraged management by out), finansijsko koncentrisanje ili razdvajanje preduzeća, spajanje i prenos preduzeća, traženje finansijskog partnerstva, finansijsko restrukturiranje preduzeća, formulisanje javnih ponuda za preuzimanje preduzeća, utvrđivanje operacija za finansiranje, plasmane i upravljanje finansijskim sredstvima, i diversifikacija finansijske strukrure preduzeća jesu generalne funkcije finansijskog inženjeringa.[475]

2. FINANSIJSKA MENADŽMENT STRATEGIJA I UPRAVLJANJE POSLOVNIM SISTEMOM

1) FINANSIJSKI MENADŽMENT I TRŽIŠNA EKONOMIJA

Finansijski menadžment kao deo strategijskog menadžmenta, kao njegov segment, spada u esencijalne ljudske aktivnosti savremenog sveta. Uglavnom se može definisati kao proces kreiranja finansijskih uslova, izbor odgovarajućih instrumenata i odluka u svrhu ostvarivanja izabranih finansijskih ciljeva ili sasvim konkretnih efekata.

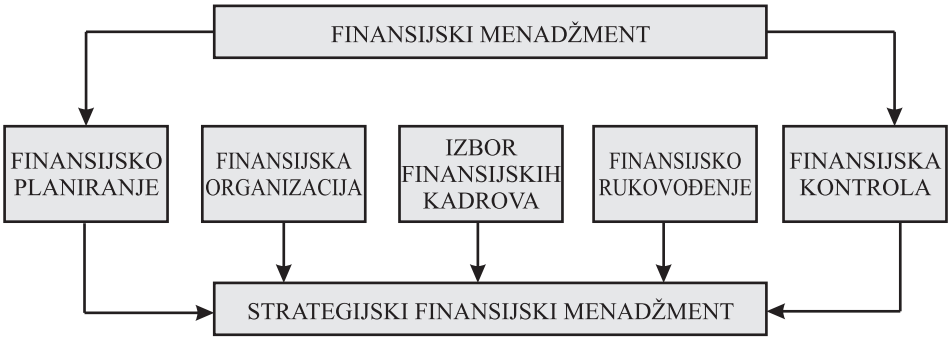
[473] Ibidem, str. 26.
[474] Oldocrn, *Menadžment,* Svjetlost, Sarajevo, 1990.
[475] Dr V. Milićević–Špoljanić, Model strategijskog menadžmenta, Direktor 6–8/91. st. 8

Finansijska menadžment strategijanaravno sadrži isti cilj stvaranje profita. Finansijski menadžment redovno, stoga, uključuje pet funkcija:

1. Finansijsko planiranje,
2. Finansijsku organizaciju,
3. Izbor finansijskih kadrova,
4. Finansijsko rukovodstvo,
5. Finansijska kontrola.

Sve navedene funkcije simultano određuju finansijski menadžment. Povezanost navedenih funkcija u ostvarivanju finansijske menadžment strategije može se prikazati na sledeći način:

STRATEGIJSKI FINANSIJSKI MENADŽMENT
– Šema –



Finansijska komunikacija, neposredno vezana za finansijske informacije (statistiku) služi kao osnova na kojoj se grade finansijski ciljevi preduzeća i banaka, da se izrade finansijski planovi, da se organizuju ljudski, finansijski i drugi materijalni resursi, ali i za to da se izaberu kvalitetni rukovodeći finansijski kadrovi. To je „prethodna" faza i operacija finansijskog menadžmenta preko kojih se ostvaruju postavljeni finansijski ciljevi, odnosno ostvaruje finansijska politika. Na osnovu toga moguće je programirati i odredeni sadržaj finansijske kontrole. Komunikacije su stoga od izuzetne važnosti u svim fazama finansijskog menadžmenta (jer dovode do integracije svih menadžerskih funkcija).

2) STRATEGIJSKI FINANSIJSKI MENADŽMENT

Strategijski finansijski menadžment dobro proveden omogućava najbrže ostvarivanje osnovnih ciljeva finansijskog menadžmenta. Stoga se u njega uključuju sledeći segmenti:

1. Finansijski marketing,
2. Finansijski inženjering,
3. Finansijski menadžment.

Iz navedenih sastavnih delova strategijskog finansijskog menadžmenta jasno se može uočiti da je to u pravom smislu umetnost (ne samo umešnost spajanja navedenih funkcija), ali i organizovano znanje (nauka). To su međusobno komplementami delovi

jednog sistema i filozofije efikasnog upravljanja (i oplodnje) finansijskih i novčanih resursa. Iz navedenog proističe i zadatak finansijskog menadžera da obezbedi finansijske resurse, koje će preko finansijskih ulaganja u korporaciji (preduzeću) transformisti u profit. Finansijsko preduzetništvo sa takvim ulaganjima mora da računa i na finansijski rizik, poslovnu neizvesnost, egzogene (nepredvidene) faktore finansijske politike, promene u okruženju koje direktno deluju na ukupnu orijentaciju biznis politike. Savremene tržišne ekonomije su visoko monetizovane ekonomije, u kojima operacije novcem i novčanim surogatima (hartijama od vrednosti) postaju dominantan posao. Od ukupnih transakcija u razvijenim privredama izmedu 80–85% otpada na finansijske (novčane) transakcije, a 15–20% na realne transakcije. „Finansijska revolucija" je postala dominantno područje ukupnog „pulsiranja" ekonomije. Ponašanje svih subjekata u sistemu direktno je vezano za operacije novcem i novčanim surogatima. Ne samo iz razloga što se tima izražava i ostvaruje profit, već i iz razloga što je to područje koje najbrže donosi profit, osigurava likvidnost reprodukcije i osigurava odredenu „moć" u odnosima sa drugim subjektima (uključujući i državu). Procesi preraspodele odvijaju se novcem i finansijskim subjektima (uključujući i državu). Procesi preraspodele odvijaju se novcem i finansijskim tokovima. Novac se „uvukao" u svaku poru života preduzeća, korporacije, jedinke i države. Finansijski menadžment je, stoga, filozofija razvoja, preživljavanja, ulaganja, oplodnje kapitala, razvoja društva. Direktni efekti svih životnih tokova neposredno se izražavaju preko „upravljanja finansijsama", odnosno strategijskom finansijskom menadžmentu. Opšti kriterijum rentabilnosti ogleda se u finansijskom upravljanju u preduzećima, bankama, porodicama, državi. Na toj osnovi zasniva se celokupan proces poslovnog i razvojnog menadžerstva.[476]

Finansijski menadžment postaje osnovni zadatak (nekada i posredno – preko realnih ulaganja, preko realnih investicija) poslovodnih firmi (kompanija) u kreiranju i ostvarivanju politike finansijskog plasmana (kapitala) preduzeća i vodenja polike profita i likvidnosti firme. Tu je i izvedena poznata „menadžerska revolucija" – kada je svojina nad kapitalom odvojena od upravljanja kapitalom (profesionalnih upravljača menadžera). Finansijski menadžment mora da odgovori bar na tri pitanja:

1. Koja sredstva stoje na raspolaganju trgovinskoj firmi, kako do njih dolazi, kako ih formira (kakva je dinamika priliva i odliva – cash flow),
2. Koliki je nivo fondova u preduzeću (banci), kakva je struktura tih sredstava, njihova opterećenost, odnosno raspoloživost,
3. Kako se formiraju fondovi firme,
4. Odnos kapitala firme i ukupnih sredstava, odnosno obaveza (njihova dinamika formiranja, dospelost obaveza, stepen opterećenja i dr.).

Finansijski menadžment je istovremeno i sistem finog, vrlo preciznog dinamičnog planiranja, bez kojeg je teško držati pod kontrolom složene i brojne novčane tokove. Ovi tokovi od životnog su značaja za preduzeće (firmu) tada se odvijaju stihijski, a tada nema mogućnosti za bilo kakvu smišljenu poslovnu i razvojnu politiku. Takvi procesi su upravo na privrednoj i finansijskoj sceni Jugoslavije (od pojedinaca, preduzeća, banaka, pa do države).

Finansijski menadžment uključuje sve finansijske operacije preduzeća (tekuća likvidnost, investicije, tekući rashodi i izdaci), odnosno dotok i alokacije gotovog novca, ponašanje i tokovi štednje (akumulacije, dohofka) i transakcije u realnoj sferi poslovanja.

[476] Schlosser, M.G.: Corporate Finance, Prentice Hill, New York, 1992. Videti i kod M. E. Porter: Comperative Strategv, F. P. New York, 1990. i E. B. Filipo: Personal Management, me G. HBC, New York, 1984.

U razvijenim tržišnim privredama to uključuje i delovanje tržišta kapitala, posebno stalno vrednovanje preduzeća npr. odredi za cilj maksimalizaciju sredstava akcionara – tada mora maksimizirati svoju tržišnu vrednost. Tržišna vrednost zavisi od sadašnjih prinosa i sadašnje vrednosti i očekivanih (budućih) prinosa, koji zavise od faktora diskontovanja (kamatne stope) i raspodele rizika budućih prinosa. Iz navedenog razloga bitno je povezivanje profita, rizika, kamate i vremena u finansijskom menadžmentu. Ovo se posebno odnosi na sledeće oblasti finansijskog menadžmenta:

1. Finansiranje preduzeća u različitim fazama životnog ciklusa firme,
2. Formiranje i održavanje optimalne strukture kapitala firme,
3. Vrednovanje i procena vrednosti preduzeća,
4. Dividende i cene akcija,
5. Gotovinski tokovi (cash flow) i održavanje optimalne likvidnosti.
6. Finansijsko planiranje,
7. Kapitalsko „budžetiranje", odnosno formiranje odgovarajuće (optimalne) strukture realnog i novčanog kapitala, uz stalne procese njihove uzajamne transfonnacije (čime se i ukupni poslovni potezi i tokovi drže pod kontrolom).

3. FINANSIJSKI MARKETING I UPRAVLJANJE FINANSIJSKIM RESURSIMA

1) FINANSIJSKI MARKETING I FINANSIJSKI RESURSI

Finansijski menadžment mora poznavati, ali i efikasno koristiti u ostvarivanju odredenih finansijskih i razvojnih ciljeva, celi spektar različitih finansijskih instrumenata, preko kojih se provodi odgovarajuća finansijska politika.[477] Ovde se pre svega ima u vidu: kapitalni ulog, subvencije, krediti, fondovi za razvoj, riziko kapital, lizing, zajednička ulaganja akcija i dr. Iz kombinacije navedenih poslova i sredstava (novčanih i finansijskih instrumenata) i postavljenih ciljeva, ostvaruje se odredena poslovna politika (strategija). Različiti ciljevi u vremenu, brzini ostvarivanja, intenzitetu i sl., zahtevaće i različitu kombinaciju navedenih sredstava i instrumenata kojima se reguliše upotreba tih sredstava. Izbor različitih finansijskih alternativa, odnos sopstvenih ili tuđih sredstava, odnos izmedu finansijskih obaveza i preduzetničkog profita, nivo rizičnog kapitala u aktivi, učešće kredita (i uslovi kredita), cena kapitala i zaduživanja, izvori finansiranja rasta preduzeća, vertikalna i horizontalna finansijska struktura kapitala preduzeća, odnos izmedu rasta preduzeća i njegove kapitalizacije, formiranje finansijske infrastrukture za finansiranje rasta preduzeća i dr.

Upravljanje novčanim resursima, izbor ciljeva razvoja, ostvarivanje profitabilnih ulaganja, održavanje optimalne likvidnosti, održavanje stabilnih uslova poslovanja, držanje pod kontrolom procesa transformacije jednog u drugi novčani oblik, ali i držanje (i

[477] Upor. Wilker, F. M. i R. E. Brayslow: Managenient of Company Finance, Champon and Hill, London, 1990. i T. S. Mannes: Introduction to Corporate Fisiance, me Graw–Hill, New York, 1992.

planiranje) novčanih i finansijskih tokova, je vrlo složen zadatak svakog preduzeća, firme (korporacije), sve do države. To se može videti i iz strukture finansijskih instrumenata sektora preduzeća, ali i sektora stanovništva (sektor države za sada ćemo ostaviti po strani).

Sektor preduzeća ima sledeće instrumente: 1) Likvidni instrumenti (gotov novac, žiroračuni, sredstva u platnom prometu, udružena kratkoročna sredstva, devizna kratkoročna sredstva, kratkotrajne hartije od vrednosti, 2) Nelikvidni instrumenti (ograničeni depoziti, oročeni depoziti, dugoročne hartije od vrednosti, fondovi kod banaka, tfdružena dugoročna sredstva, sredstva za stambenu izgradnju, 3) Kratkoročni krediti (kratkoročni krediti kod banaka, krediti za prodaju robe, obaveze po kreditima), 4) Dugoročni krediti (investicioni krediti kod banaka, devizni krediti i sredstva, ostala dugoročna sredstva).

Sektor stanovišta ima kod banaka iste oblike likvidnih i nelikvidnih instrumenata, ali i kredita kod banaka.

Na finansijskom tržišru cirkuliše novac koji u određenom momentu poprima oblik kapitala (imovine), a u drugom likvidni oblik. To su stalni procesi transformacije i tokova. On se stalno nalazi u različitim oblicima monetarnih supstituta (prema ročnosti, obliku, držaocima, raspoloživosti). Sve su to finansijski instrumenti preko kojih provodi i realizuje finansijski menadžment (upravljanje finansijskim resursima). Nosioci finansijskog viška vrše stalni proces transformacije svog novca u one oblike instrumenata koji su najprihvatljiviji s obzirom na likvidnost (raspoloživost), kamatu, rizik, oblik, plasmana. Finansijska struktura je, stoga, razvijenija ako se raspolaže s više finansijskih instrumenata, odnosno ako je privreda više monetizovana.

2) FINANSIJSKI MARKETING I FINANSIJSKI INSTRUMENTI

Finansijski menadžment u uslovima razvijenih finansijskih instrumenata i razvijenog finansijskog tržišta ima za zadatak da svesno i planski poveže i drži pod kontrolom (i usmerava), odnosno vrši stalnu transformaciju jednog u drugi oblik ulaganja radi ostvarenja najefikasnijeg oblika ulaganja (profita). Finansijski menadžmentmora da spoji tri funkcije u svom strategijskom delovanju:

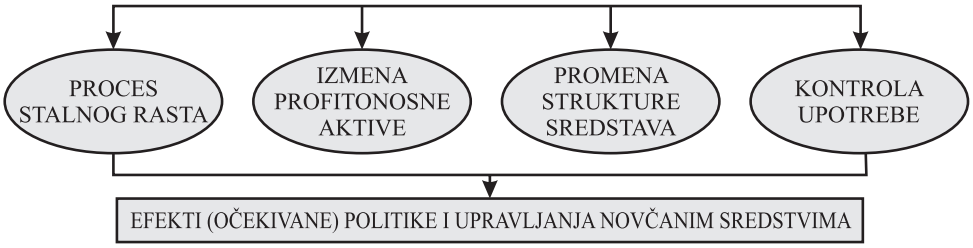
1. Optimalno održavanje strukture pojedinih novčanih oblika (da bi se spojio princip profitabilnih ulagnja i likvidnosti),
2. Održavanje pod kontrolom procesa transformacije jednog u drugi oblik ulaganja (što se provodi finansijskom i poslovnom politikom),
3. Stalni trend povećavanja ukupnih sredstava (finansijskog potencijala), uz izmenu njegove strukture u pravcu porasta profitonosnih (kamatonosnih) oblika, uz odgovarajuće snižavanje nekamatonosnih oblika ulaganja (angažovanja sredstava).[478]

U takvoj filozofiji finansijskog menadžmenta danas se provodi i proces restrukturacije i sanacije (finansijskog osposobljavanja) sektora preduzeća i banaka u našoj privredi.

[478] Finansijski menadžer mora veoma dobro da poznaje unutrašnje (računovodstvene, investicione, poslovne) i spoljne finansijske uslove (tržište novca i tržište kapitala). Odluke su mu (posebno dugoročne) vezane za velike neizvesnosti (rizik). Iz navedenih razloga se kod finansijskog menadžmenta redovno uspešno mora povećati: prinos (profit), vreme (dugi, srednji, kratki rok) i neizvesnost (rizik).

Finansijski marketing i menadžment mogu se u okviru finansijske politike prikazati na sledeći način:

FORMIRANJE FINANSIJSKIH RESURSA (POTENCIJALA)
– Sema –



Tako interno postavljen finansijski menadžment treba povezati i sa eksternom komponentom. To se može osigurati na sledeći način:

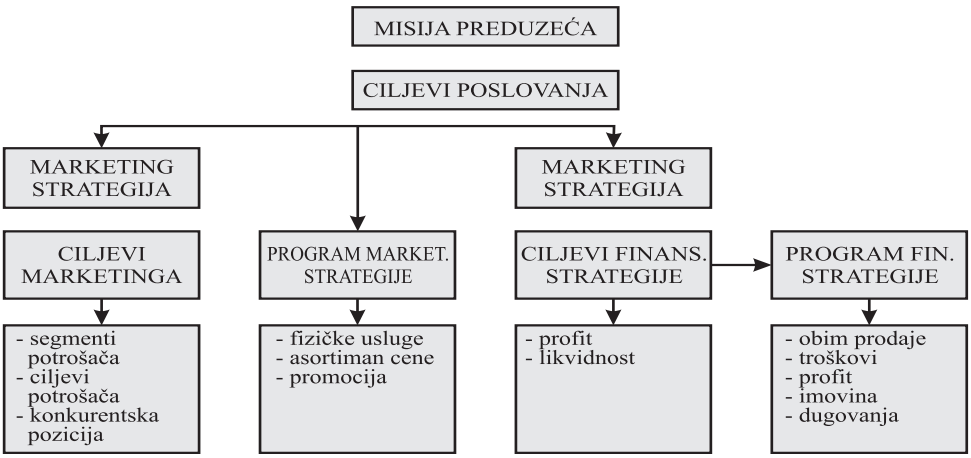
POVEZIVANJE INTERNOG I EKSTERNOG FINANSIJSKOG MENADŽMENTA[479]

Strategija upravljanja trgovinom ima dve dimenzije:

1. Marketing straegiju i
2. Finansijsku strategiju.

Ove dve strategije povezane su i čine celinu poslovne politike. To se jasno vidi iz sledeće šeme:

MARKETING I FINANSIJSKA STRATEGIJA



[479] Dr B. Kovač, isto, str. 193.

Marketing strategija uključuje ciljeve marketinga i program marketing strategije. Marketing strategija mora da istraži odabrane segmente potrošača, „paket ponude" roba, ciljeve potrošača i njihovo reagovanje, a zatim konkurentsku poziciju na tržištu.

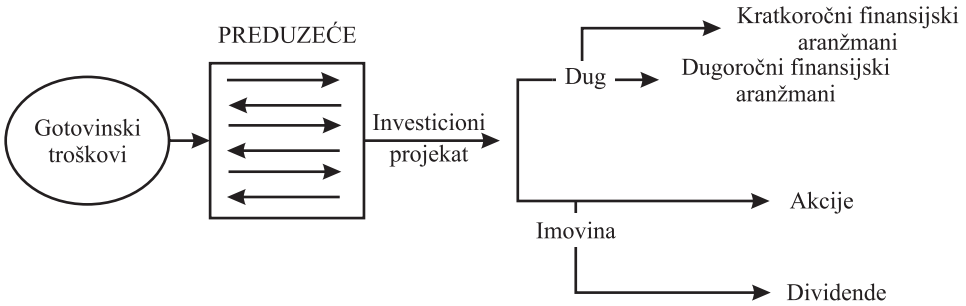
Program marketing stratgije uključuje istraživanje fizičkih usluga, asortimana, cene proizvoda, promociju proizvoda.

Strategija finansiranja, kao drugi bitan segment, mora da razradi, izuči i dobro komponuje ciljeve finansiranja i program finansijske strategije. To su uključene sve osnovne finansijske varijabile, kao što su profit, likvidnost, obim prodaje, troškove, imovinu, dugovanja i primanja, cash flow i dr.

Povezivanjem i spretnom kombinacijom marketing i finansijske strategije uspešno se ostvaruje ukupna razvojna politika preduzeća, grane ili oblasti).

Takva je povezanost može se nešto šire prikazati i na sledeći način:

GOTOVINSKI, INVESTICIONI I FINANSIJSKI TOKOVI



Monetarni (finansijski) marketing i menadžment, vidljivoje, ne mogu sadržavati slučajne i stihijske tokove. Stihijski procesi u novčanoj sferi brzo dovode do velike izmene strukture sredstava, brzo pretvaranje u likvidne (neprofitonosne) oblike, izbegavanje dugoročnih ulaganja, pađa profitabilnosti, veći rizik neizvesnosti, duboka stihijska izmena strukture finansijskih oblika – što sve vodi destrukciji finansija firme (preduzeća, banaka, države). Gubitak kontrole novčanih tokova onemogućava i kontrolu upotrebe i efekte upotrebe novčanih resursa.

Nedostatak finansijskog menadžmenta u našoj privredi doveo je do pravog rastrojstva monetarne i finansijske sfere, raspada sistema raspodele, slabe alokacije i upotrebe inače oskudnih finansijskih sredstava, uz potpuno ukočeni proces stvaranja novih finansijskih instrumenata (posebno akcija, obveznica, čekova, certifikata javnog duga), uz potpuno izgubljenu monetarnu kontrolu centralne banke (nad monetarnim tokovima i nad poslovnim bankama). No, to je posebno područje.

4. MENADŽMENT FINANSIJSKOG MARKETINGA

1) FINANSIJSKI MENADŽMENT I FINANSIJSKI MAREKTING

Finansijski menadžment i marketing se odnosi na proces i politiku prikupljanju (moblizacije), koncentraciju, distribuciju i efikasnu alokaciju finansijskih resursa (novčanih sredstava). Angažovanje novčanih sredstava za finansiranje proizvodno–prometnog segmenta reprodukcije osnovna je pretpostavka za ostvarivanje celokupnog poslovnog ciklusa „od početka do kraja". Stoga je finansijska funkcija važna poslovna funkcija koja osigurava kontinuitet finansijskog alimentiranja celokupnog procesa proširene reprodukcije. Ova važnost proističe iz činjenice da ponuda i tražnja novčanih sredstava predodreduje finansijsku ravnotežu i stabilnost privrednih subjekata u oblasti proizvodnje i prometa. U osnovi radi se o mikroekonomskoj ravnoteži i stabilnosti.

Finansijski marketing je integralni deo finansijske funkcije banaka i preduzeća. U tom kontekstu marketing koncept je izuzetno važan za organizaciju finansijskog poslovanja preduzeća, pošto je marketinški pristup u finansijskom poslovanju imanentan robno–novčanoj privredi i tržišnoj konkurenciji. Osnovni ciljevi i zadaci finansijske funkcije odražavaju se kroz pribavljanje finansijskih sredstava za normalno i kontinuirano odvijanje poslovnog procesa banaka kroz racionalno i efikasno korišćenje novčanih sredstava, i kroz kontrolu sredstava u kružnom toku novca. Iz ovih ciljeva i zadataka finansijske funkcije deriviraju se zadaci finansijskog marketinga, koji se odnose na pribavljanje finansijskih sredstava, na finansijsko upravljanje novčanim sredstvima i na usmeravanje finansijskih iz ekstemih i internih izvora. Zadaci finansijskog marketinga rasprostiru se do potrebe izrade plana potrebnih sredstava, utvrdivanja rokova, namena i izvora sredstava, namenskog ulaganja u proces reprodukcije, vraćanja uloženih sredstava, naplate dospelih potraživanja, praćenja priliva i odliva novčanih sredstava, plasiranja viška priliva sredstava, iznalaženja dopunskog izvora za rekompenzaciju diskrepance između praćenja promena na tržištu novca i kapitala, i kolebanja deviznih kurseva i kamatnih stopa, finansijske evaluacije rentabilnosti poslovanja (upotreba novca, kapitala i hartija od vrednosti), ocene promena finansijske strukture preduzeća, usmeravanja cirkulacije finansijskih sredstava, održavanja likvidnosti i solventnosti preduzeća, ocenjivanja investicionih projekata, ocene rizika, analize dobiti itd.

Iznalaženje izvora finansiranja je važan problem finansijskog marketinga, pošto oni mogu biti ili „poticati" iz finansijskog okruženja, iz realizacije zaliha, poluproizvoda i gotove robe (transformacija raspoloživih sredstava u tzv. likvidna sredstva) i iz akumulacije i amortizacije. Potrebno je determinisati odnos izmedu politike i finansiranja sopstvenim sredstvima i politike fmansiranja tudim sredstvima. Odnos između internih i eksternih finansijskih resursa od presudnog je značaja za stabilnost i vitalnost finansijske politike za politiku likvidnosti i za strategiju dugoročnog razvoja. Samofinansiranje predstavlja politiku jačanja sopstvene finansijske snage preduzeća na principu •diversifikacije poslovne strukture i dimenziniranja programirane veličine preduzeća

i njegove proizvodne snage. U načelu, tržište determiniše granicu samofinansiranja i utiče na rentabilitet poslovanja preduzeća sopstvenim sredstvima. Finansijska politika preduzeća i banaka mora voditi računa da ne povećavaju osetljivost na konjunktuma kolebanja i na tržišne oscilacije, koje doprinose neefikasnoj alokaciji investicionih alokaciji investicionih resursa. Finansijski marketing zato mora da planira razvoj samofinansiranja na principu tržišne regeneracije sopstvenih sredstava.

Finansijski marketing mora posebno da respektuje finansiranje tudim sredstvima, naročito u uslovima visoke i rastuće inflacije i visoke i rastućne kamatne stope. Raspolaganje tudim resursima limitirano je vremenom i uslovima dobijanja i vraćanja eksternih sredstava. Ti problemi su povezani sa politikom likvidnosti korisnika tudih sredstava, sa eventualnim negativnim implikacijama na tekuće poslovanje i kontinuitet proizvodnog procesa. Jer, nestabilni uslovi privređivanja, koji su i opterećeni visokom inflacijom indukuju opadajuću tendeciju dugoročnih izvora u ukupnim finansijskim sredstvima i rastuću masu kratkoročnih izvora u pasivi. Time se postepeno degradira finansijska struktura, što sa rastućim kamatama povećava troškove finansiranja. Rastuće kamate i rastući troškovi finansiranja uvode problem postepenog skraćivanja rokova amortizacije sredstava uzetih iz dugoročnih izvora. U takvim uslovima preduzeće se izlaže sve većim rizicima cene kapitala, pogotovu u uslovima preduzeće se izlaže sve većim rizicima cene kapitala, pogotovu u uslovima nedostatka trajnih obrtnih sredstava i permanentnog opadajućeg učešća privrede u ukupnoj novčanoj masi.[482] Kada se nato doda i preduzetnički rizik i rizik od smanjenih mogućnosti naplate potraživanja po osnovu realizacije robe i usluga na tržištu, onda se otvara problem neutralisanja rizika, problem „prebacivanja" rizika i problem pokrića rizika. Finansijski marketing u takvim okolnostima prima novi zadatak: da stvara rezervne fondove za pokriće rizika, da pretvara rizike u troškove poslovanja, da plaćanjem premija „prevodi" rizik na osiguravajuće institucije i da pretvara kratkoročne u dugoročne kredite sa očekivanim inflacionim topljenjem sadašnjih kamatnih troškova.

U uslovima sprovodenja politike skupog novca, finansijski marketing implicira usklađivanje nabavke i prodaje, usklađivanje priliva i odliva novčanih sredstava, i usklađivanje robnih i finansijskih tokova.

Finansijski menadžment i marketing nastoje da se prikupljaju novčana sredstva u skladu sa planom potrebnih sredstava, koja se jednim delom transformišu u materijalna sredstva, dok se svojim drugim delom koriste za tekuća plaćanja. Finansijski marketing usmerava prikupljena novčana sredstva finansijskim planiranjem i distribucijom sredstava s ciljem da se poveća obrt sredstava, proširi obim proizvodnje i diversifikuje plan prodaje. On, dakle, sledi sve aktivnosti koje su povezane sa kružnim tokom kretanja osnovnih i obrtnih sredstava.[483]

Finansijski marketing sadrži pet instanci. U prvoj instanci aktivnost je skoncentrisana na problematici utvrđivanja kvantuma raspoloživih novčanih resursa i na planiranju novčanih sredstava, što u osnovi reflektuje finansiranje u užem smislu. Finansijski marketing banke dinamizira finansijsku funkciju, dajući joj aktivnu i mobilizatorsku ulogu u procesu kreiranja i sprovođenja razvojne politike banke. Akcenat se, dakle, stavlja na finansijsko planiranje u okviru čije delatnosti se nalaze izgrađeni programi finansiranja i planovi osiguravanja sredstava po utvrđenoj dinamici i u skladu sa kružnim kretanjem sredstava (kretanje sredstava rada, predmeta rada i rezultata rada, priliva i odliva novčanih sredstava).

[482] P. Howekss i K.Blain, Financial Market and Institution, Harlow, Longman, 1990.
[483] K. Ujčić, Analiza finansijske situacije, Ekonomski pregled, 10–11–12/90.

U drugoj instanci pribavljaju se novčana sredstva za standardno finansiranje preduzeća, odnosno za tekuće poslovanje. Radi se u osnovi o permanentnim problemima finasniranja, odnosno o brizi za novčana sredstva potrebna za obrtna sredstva. Od ovog segmenta cikiusa finansijske funkcije najviše zavisi odvijanje normalnog toka poslovanja (poslovni uspeh) i finansijski rezultat preduzeća. No, ovaj tok traži uspostavljanje „čvrste" kontrole upravljanja zalihama kako bi se potrebna novčana sredsrva kretala u tzv. zoni niske tražnje, pogotovu u uslovima visoke inflacije i visokih karnatnih stopa. To je vrlo važno zbog toga što sposobnost plaćanja obaveza po izdatim instrumentima (i sposobnost plaćanja u zakonskom roku) inkorporira srednjoročno usklađene planove nabavke i prodaje, planove priliva i odliva novčanih sredstava, i planove naplate i isplate, uz rigoroznu kontrolu planova od koje zavisi pravovremena intervencija u procesu uravnotežavanja novčanih tokova (priliva i odliva). Ovakav pristup implicira i racionalnu pollitku nabavke i efikasnu politiku kontrole zaliha kako bi se osigurala ekonomija sredstava i kontinuitet proizvodnje. Normiranje zaliha (i efikasna kontrola zaliha) mora sa svoje strane biti povezana sa problematikom raspodele kako bi se stimulisao obrt zaliha iznad planiranog koeficijenta. O tome treba posebno voditi računa u privredi u kojoj je izuzetno nizak koeficijent samofinansiranja i hipertrofiran kreditni odnos sa visokim kamatnim opterećenjem.

Treća instanca finansijskog marketinga je problem finansiranja, kao trajni zadatak finansijske funkcije preduzeća unutar koje finansijski marketing insistira na iznalaženju optimuma potrebnih sredstava za tekuće poslovanje (po obimu, strukturi i dinamici) i na istraživanju racionalnih izvora sredstava za investicije.[484] U ovom kontekstu, zadatak je finansijskog marketinga da analizira: l) Izvore sredstava (poslovni fond, udružena sredstava, kratkoročni krediti za obrtna sredstva, devizni krediti i sl. 2) Tekuće obaveze (obaveze po menicama, dobavljači, inostrani partneri i dr.), 3) Novčana sredstva (žiro–račun, menice, čekovi, ostala novčana sredstva, kupci i ostala potraživanja), 4) Zalihe (materijal, sirovina i gotova roba), itd. To je potrebno činiti zbog toga što je veoma važno sagledati da masa raspoloživih i korišćenih obrtnih sredstava ne dostigne nivo ukupnog prihoda, da koeficijent obrta sredstava ne bude izuzetno visok, da neangažovana sredstva izvan funkcije zakonomerno ne rastu, da kratkoročni krediti ne postanu predominantni oblik angažovanja bankarskih sredstava, da „blokirana" obrta sredstva u zalihama kontinuelno ne rastu, da permanentno zaduživanje ne postane „izlaz" iz besparice, (nelikvidnosti), da troškovi kamata ne postanu balast, da obnavljanje, obrtnih sredstava na rastućim „novčanim" cenama ne ugrozi poslovanje i razvoj preduzeća, itd.

U čevtroj instanci razrešava se karakterističnim problem finansiranja zaliha gotovih proizvoda i kupaca, preko koga se uspostavlja koordinacija finansijske i komercijalne funkcije. Pažnju treba obratiti na prodaju roba na kredit (robni kredit) i na tzv. potrošačke kredite za prodatu robu građanima. Takvi krediti mogu se odobravati iz sopstvenih slobodnih novčanih sredstava, iz pribavljenih sredstava putem kreditnog mehanizama, iz udruženih sredstava, iz inostranih izvora i sl., što otvara problem obračuna kamata sa stanovišta nominalnog i realnog nivoa. Kamata je teški problem za finansijski marketing preduzeća, pošto racionalnu politku nominalnih i realnih kamatnih stopa u hiperinflacionoj euforiji nije adekvatno rešio ni bankarski ni monetarno–krediti sistem.

Konačno, u petoj instanci karakteristična je problematika vraćanja pozajmljenih finansijskih resursa, kako bi se očuvao nivo likvidnosti i solventnosti. U tom kontekstu, finansijski plan treba da predvidi potencijalna sredstva za povraćaj dospelih finansijskih

[484] Ch. K. Coe, Public Financial Management, Englewood Clifs, Prentice Hall, 1989.

obaveza u vidu kredita, dok finansijska politika treba da sagleda racionalnost i opravdanost obnavljanja kratkoročnih kredita, konvertovanje kratkoročnih kredita u dugoročne kredite i uslova kreditiranja sa fiksnom ili varijabilnom kamatom i sa fiksnim rokovima dospeća. U uslovima inflacije od posebnog je značaja mogućnost sprečavanja formiranje dužničke dobiti i pretvaranja dohotka poverioca u dužničku korist (dobit).

2) SAVREMENO FINANSIJSKO UPRAVLJANJE NOVČANIM SREDSTVIMA BANAKA

Savremeno finansijsko upravljanje novčanim sredstvima je važan segment finansijskog marketinga banaka u funkciji povećanja efikasnosti angažovanih novčanih sredstava, održavanju nivoa potrebne likvidnosti i stabilnosti finansijske situacije. Finansijski marketing banaka u procesu korišćenja finansijskih sredstava posebno treba da vodi računa o uskladivanju sopstvenih i pozajmljenih sredstava, o usklađivanju izvora po ročnosti, i oceni finansijskog položaja poslovnog partnera.

Savremeni frendovi u ekonomskim odnosima prema upravljanju preduzetnom finansijskom funkcijom pretpostavljaju znanje i infonnisanost u ekonomiji novca. Stručno vođen finansijski menadžment teži ostvarivanju finansijskih dobitaka kroz maksimizacijju efekata upotrebe finansijskih sredstava i redukciju finansijskih rizika.

U savremenom svetu kretanje kapitala postalo je propulzivan faktor ekonomije, pošto godišnji promet kapitala od 100 biliona dolara uveliko nadilazi svetsku trgovinu robom i uslugama od 2,5–5 biliona dolara. Takva finansijska snaga postaje sve više autonomna sila koja se postepeno odvaja od robnih tokova. Autonomno kretanje novca 5 kapitala sada prate nestabilni (fluktuirajući) devizni kursevi i kamatne stope; što značajno utiče na konkurentsku poziciju preduzeća na inostranom tržištu i na cenu koštanja proizvoda.[485]

Zahvaljujući razvoju računarske tehnologije, finansije postaju važan faktor mikroekonomije posredstvom finansijskih inovacija i diversifikacije finansijskili instrumenata (depozitni certifikati, NOW računi, aranžmani o rekupovini obveznica, SVIP–depoziti, zajednička sredstva novčanog tržišta, overdraf računi i kreditne kartice) kojima se može trgovati i manipulisati u procesu zaštite od rizika. U uslovima visoke inflacije, visokih kamatnih stopa i visoke depresijacije nacionalne valute, upravljanja poslovnim finansijama postaje stožer integralne poslovne strategije. Finansijsko odlučivanje, samim tim, postaje sve složenije, pogotovu ako finansijska funkcija inklinira profiterskoj maksimizaciji.[486]

Marketing koncept finansijskog poslovanja banaka po pravilu „ne trpi" preterano decentralizovani model upravljanja finansijama. Razloge vidimo u brojnim slabostima predimenzionirane decentralizacije koje se ispoljavaju kroz teritorijalizaciju novčanih tokova banaka, povećanje troškova platnog prometa, multiplikaciju žiro–računa, smanjivanje koeficijenta obrta novčanih sredstava, nekorišćenje efekata ekonomije veličine (obima) sredstava (koncetraciju resursa), ovećanje troškova finansiranja reprodukcije, degradiranja plana novčanih sredstava, itd. Multinacionalne i transnacionalne kompanije u savremenom svetu napustile su, stoga, decentralizovani metod i okrenule su se povećanju centralizacije finansijske funkcije, čije se prednosti ogledaju kroz smanjenje

[485] Dž. Evans i B. Bcrman, Marketing, Ekonomika, Moskva, 1990.
[486] Dr Ž. Ristić, dr S. Komazec , dr J. Kovač: Menadžerske finansije, ABC, „Glas", Bcograd, 1992, str. 421.

troškova finansiranja, koncentraciju finansijskih sredstava, efikasniju politiku zaštite od finansijskih rizika, uspostavljanje kontrole nad alokacijom akumulacije, eliminisanje prelivanja profita. Centralizovano finansiranje preko modeme računarske tehnologije omogućava elektronsku komunikaciju između finansijskih centara i kontrolu nad finansijskim tokovima bez organizacione decentralizacije. Takav pristup finansijskbm marketingu bio bi koristan i za nas, pogotovu ukoliko želimo da racionalno organizujemo finansijski inženjering i planiranje cash flow na „vrhu" preduzeća i banaka.[487]

„Uvodenje informacionih tehnika u **procesu** finansijskog menadžmenta doprinelo je razvoju tzv. naučnog medija u finansijskoj strukturi preduzeća. Radi se o razvoju elektronskog novca i o elektronskom upravljanju finansijskim operacijama (disponiranje raspoloživih finansijskih sredstava, evidencija i obrada kredita, plasmana, dospeća i troškova finansiranja, vođenje dužničko–poverilačkih odnosa, ocene investicionih projekata, elektronsko komuniciranje sa bankama i berzama novca, banka podataka o kupcima, dobavljačima, poveriocima i dužnicima itd.)". Kompjuterizacija finansijskog poslovanja je fundamentalna pretpostavka savremenog upravljanja finansijskom funkcijom na marketing konceptu.[488]

Ali, za takav pristup finansijskom marketingu potrebni su savremeni finansijski kadrovi u vidu tzv. finansijskih menadžera koji su osposobljeni za upravljanje novčanim sredstvima, investicijama, kreditima, kamatnim rizicima, inovacijama i finansijskim instrumentima na finansijskim tržištima (kao što su svopovi, kolari, kapori, NIF, STRLP, ICON, ZEBRA, NRV, FIPS, formard svop, opcije, fjučersi, terminske transakcije itd.) u uslovima rastuće finansijske deregulacije i reprivatizacije. Elektronska revolucija modifikuje nasleđeni model upravljanja finansijama, jer savremeni svet teži automatizaciji finansijske funkicije preduzeća. Telekomunikaciona tehnologija već obezbeđuje infrastrukturi za novi finansijski marketing, kao katalizatora finansijskog preduzetnišva i akcionarstva.

5. MENADŽMENT BANKARSKOG MARKETINGA

1) FINANSIJSKI MARKETING I UPRAVLJANJE FINANSIJAMA BANAKA

Marketing koncept upravljanja ukupnim poslovnim sistemom banaka ostaje potpuno nerazraden ukoliko se svede samo na odnose kredita i sredstava banaka, odnosno aktive i pasive, ukoliko ne ukijući i bitnu funkciju i tržište novca i finansijskog kapitala, odnosno celokupan marketing u bankama. Jer, početak i kraj svakog tržišnog komuniciranja jeste novac (iza koga se krije i mogućnost normalne reprodukcije ukupnih

[487] Dr Ž. Ristić, dr S. Komazec, dr J. Kovač, isto, str. 422.

[488] Ph. Kotler, *Marketing Management,* Prentice–Hall, N. Yersey 1990. i J. meCartly *i* W. Pereault. *Basic Marketing,* Irvin, Homewood, Boston, 1990.

sredstava i profit kao motiv poslovanja). Savremena tržišta su dominantno finansijska tržišta uz stalne procese transformacije roba i materijalnih vrednosti svih subjekata u novčane oblike, uz potpuno izmenjenu finansijsku strukfuru imovine modemih preduzeća i banaka. Dakle, finansijski (bankarski) marekting mroa poći od funkcije novca i kapitala, pri čemu je angažovanje novčanih sredstava za fmansiranje proizvodno–prometnih delova reprodukcije osnovna pretpostavka za osiguravanje ukupnog procesa reprodukcije i razvoja svakog sistema. Pri tomeponuda i tražnja novčanih sredstava, priliv i odliv novca, proces investiranja novčanih sredstava, povraćaj i efekti ulaganja, postaju danas osnovne funkcije razvoja, dok je funkcija potrošnje i tražnje (roba i usluga) izvedena iz sistema ulaganja i politike razvoja (odnosno realnog angažovanja faktora reprodukcije preko tržišnog mehanizma).[489]

Finansijski marketing stoga postaje integralni deo ukupne finansijske funkcije i razvojne politike i bankarskog sistema, njegove modemizacije, efikasnosti i konačnih efekata poslovne politike banaka prema krajnjim korisnicima bankarskih sredstava i usluga. To je ta inverzna funkcija dosadašnje upravljačko–distributivne državno–javne funkcije ovakvog bankarskog sistema.

Finansijska funkcija u bankarstvu sve više se orjentiše na sledeće segmente poslovne filozofije banaka:

1. Upravljanje finansijskim sredstvima (aktivom i pasivom banaka),
2. Racionalno i efikasno korišćenje novčanih sredstava,
3. Kontrolu upotrebe finansijskih sredstava,
4. Politika pribavljanja eksternih sredstava, odnosno intemih sredstava,
5. Tokovi priliva i odliva novca, namene korišćenja,
6. Plasiranje slobodnih sredstava, posebno u nove finansijske oblike (akcije, obligacije, certifikate i dr.).
7. Praćenje promena na tržištu novca i kapitala, kao i kolebanja kamatnih stopa i deviznih kurseva,
8. Rentabilnost uloženih sredstava,
9. Ocena promene finansijske strukture u bilansima,
10. Održavanje permanentne likvidnosti i solventnosti,
11. Ocena investicionih projekata, rizika, analiza dobiti i dr.

Radi se, dakle, o upravljaju finansijama, bez čega i ukupna funkcija proizvodnje, realizacija roba i usluga, ciljna funkcija ukupnog sistema ne mogu da se ostvaruju.

Finansijski marketing (dopunjen finansijskim menadžerstvom i finansijskim inženjeringom) omogućava da se maksimalno poveća osetljivost bankarskog i privrednog sistema na tržišne oscilacije, makroekonomsku politiku i ukupna privredna kretanja.

Ovo posebno dolazi do izražaja u uslovima brzih i naglih zaokreta u ekonomskoj politici, izrazito visokoj inflaciji, kolebanju deviznih kurseva i vrlo visokim kamatnim stopama. U uslovima kada je kamatna stopa oko 20 puta veća od profitne stope, finansijska sfera je zadominirala nad realnom (proizvodnjom roba i usluga), tako da slabo

[489] Zadovoljavanje potrebe potrošača, kao osnovni motiv i bitna funkcija marketing upravljanja, nije više tako apsolutno data, niti mora biti osnovna. Ovo je sve više izvedena funkcija iz nekoliko danas bitnih razloga: 1) Profttni motiv proizvodača postaje dominantan, 2) Struktura potrošnje i nosioci potrošnje vrlo brzo se menjaju, tako da funkcija potrošnje nije stalna, te joj se funkcija proizvodnje ne može *ex ante* prilagodavati, 3) Danas postoj i velikim delom dominacija proizvodača, manipulacija tržištem, vrlo jaka državna intervencija i javni sektor, otvorena ekonomija, kreditno podsticanje potrošnje (nezavisno od tekućeg dohotka potrošača i dr.), 4) Proizvodnja se sve više vezuje za poznatog kupca, čime dolazi do *spoja funkcije proizvodnje* i već *unapred poznate potrošnje* (do najsitnijih detalja).

upravljanje finansijskom sferom može da poništi sve pozitivne rezultate u proizvodnji i realizaciji roba i usluga. U takvim uslovima i ponašanje potrošača se menja, investicije i dugoročna ulaganja naglo opadaju, poslovni rizik se povećava, inflatorni dobici i gubici se nekontrolisano rasprostiru, odvodeći često mnoge subjekte i banke u vrlo kratkom roku iz sfere dobiti u gubitak. Finansijski marketing u takvim uslovima dobija i zadatak da stvara rezervne fondove za pokriće rizika, da pretvara rizik u troškove poslovanja, da povećanjem premije osiguranja „prenosi" rizik u osiguravajuće instirucije i da optimalno prervara kratkoročne i dugoročne plasmane, uz njihovu optimalnu vremensku i kamatnu strukturu (i dinamiku povraćaja). Finansijski marketing u uslovima skupog novca mora da uskladuje i nabavke i prodaje, priliv i odliv novčanih sredstava, da usklađuje robne i finansijske tokove svake banke i preduzeća, pa tako i sistem u celini. Osrvariti optimalnu strukturu sredstava (unutar novčanih sredstava, ali i robnih i novčanih resursa) je izuzetno složen i odgovoran zadatak upravljanja svim procesima i ukupnom poslovnom politikom sistema.

Savremeni trendovi u svetu na području upravljanja novcem i ukupnom finansijskom funkcijom pretpostavljaju znanje i veliku informisanost o ekonomiji novca. Finansijski menadžment na toj osnovi omogućava, čak i uz nepovoljno okruženje, ostvarivanje finansijskog dobitka kroz maksimizaciju upotrebe finansijskih sredstava i redukciju finansijskog rizika i troškova, ali i kroz eliminisanje procesa pretvaranja dužničke dobiti u dobit poverilaca (u inflaciji posebno).

Nagli razvoj računarske tehnologije, infonnatike, (povezivanje sistema i dr. vode sve većem značaju finansijskih sredstava (novca, kapitala, dohotka, akcija, obveznica i dr.), ali i finansijskih inovacija. Vrlo velika diversifikacija finansijskih instrumenata koja je već nastala (depozitni certifikati, NOW računi, rekupovina obveznica, SVIP–depoziti, zajednička sredstva na novčanim tržištima, overdraft–računi, kreditne kartice, obveznice, SWOP–aranžmani, akcije i dr.) koji postaju sve više predmet kupovine i prodaje na finansijskim tržištima, uz sve veće mase dobitaka i gubitaka (uz sve veće rizike u poslovanju i finansijske rizike), dovode i do disperzije gubitaka paralelno sa sve širom skalom finansijskih instrumenata u poslovanju.

Upravljanje poslovnlrn finansijama postaje time i pravi stožer integralne poslovne strategije bankarskog sistema. Finansijsko odlučivanje postaje sve složenije, posebno u uslovima kada se finansijska funkcija sve više orijentiše ne na zadovoljavanje potreba potrošača, već na maksimilizaciju profita.

Finansijska funkcija i marketing koncept upravljanja finasijsama ne trpi preterano decentralizovan model upravljanja novcem i kapitalom. Multinacionaine i transnacionalne korporacije u savremenom svetu napustile su decentralizovan i disperziran metod i okrenule se centralizaciji finansijske funkcije. Centralizovano upravljanje novcem preko moderne računarske tehnologije omogućava elektronsku komunikaciju između finansijskih centara i potpunu kontrolu nad finansijskim tokovima, bez organizacione decentralizacije. Takav pristup finansijskom marektingu bio bi koristan i za nas, posebno ukoliko želimo da racionalno organizujemo finansijski inženjering i planiranje cash–flowa na „vrhu" bankarskog sistema. Bez navedenog nije moguće voditi efikasnu politiku inovacija, investicija, modernizacije i novu potpuno kompatibilnu tehnologiju. Kompjuterizacija finansijskog poslovanja je fundamentalna pretpostavka savremenog upravljanja finansijskom funkcijom na marketinškom pristupu. Razvojem elektronskog novca i elektronskog upravljanja finansijskim operacijama, posebno automatsko disponiranje novčanim sredstvima, evidencija i obrada kredita i drugih plasmana,

elektronska komunikacija medu bankama i berzama novca, formiranje banke kupaca i prodavaca, poverilaca i dužnika, uz gotovo svakodnevni bilans banaka i preduzeća, omogućava blagovremene finansijske operacije da bi se ostvario pozitivan finansijski rezultat. To je gotovo prava finansijska revolucija i revolucija u finansijama.

Takav finansijski marketing traži vlo brzo formiranje i odgovarajućih finansijskih menadžera koji su osposobljeni za takvo upravljanje novčanim sredstvima, investicijama, kamatama, kreditima, kursevima, rizicima, inovacijama, berzanskim poslovanjem, ali i novim finansijskim instrumentima na sve razvijenijim finansijskom tržištu (kao što su svopovi, kolari, kapori, NIF, STRIP, ICON, ZEBRA, HRV, FIPS, opcije, fjučersi, terminske transakcije itd.). Naravno, tu se podrazumeva i vrlo brza i efikasna finansijska kontrola svih tokova novca i dohodaka i poslovanja u celini.

Elektronska revolucija, dakie, u potpunosti modifikuje dosadašnji model upravljanja finansijama banaka „od oka", „prema osećaju", prema slučajnim i donekle očekivanim kretanjima" i sličnim elementima rudimentame ekonomije i tradicionalnog (klasičnog) bankarstva, prevodeći finansijsku funkciju na gotovo potpunu automatizaciju.

Telekomunikaciona tehnologija već sada u razvijenim tržišnim privredama osigurava potrebnu infrastrukturu za potpuno novi finansijski marketing, koji sa svoje strane postaje katalizator finansijskog preduzetništva i akcionarstva.

2) BANKARSKI MARKETING I RAST BANKE

Bankarski marketing u osnovi predstavlja moderan pristup tržišnom modelu privredivanja banke kao finansijske institucije i poslovnog subjekta u finansiranju privrednog razvoja i rasta preduzeća. Bankarski marketing usmerava poslovnu politiku banke u pravcu zadovoljavanja sadašnjih i budućih potreba, sadašnjih i budućih komitenata i klijenata na efikasan i racionalan način. Bazični cilj bankarskog marketinga jeste permanentno unapređivanje depozitne funkcije banke sa sračunatim efektima na planu povećanja kreditnog potencijala. A to se postiže upravo atraktivnim privlačenjem komitenata i klijenata, koji na svojim računima u banci raspolažu relativno visokim, stabilnim i rastućim prosečnim stanjem novčanih sredstava, bez prevelikih kreditnih zahteva. Marketing koncept banke usmeren je i u pravcu razvoja novih bankarskih proizvoda i bankarskih usluga, pored izraženog zahteva za permanentni razvoj funkcije prikupljanja depozita i odobravanja kredita. Zbog toga, menadžment banke prihvata sadržinu markcting funkcije, koja se identifikuje sa kreditnom funkcijom (što je od izuzetnog značaja za upravljanje aktivom i pasivom banke). Prihvatanje i organizovanje marketing koncepta zato je i predstavljalo svojevrsnu inovaciju bankarskog poslovanja i modernu odrednicu biznis orijentisane poslovne politike banke.

Marketing pristup poslovnoj politici banke je odraz tržišne orijentacije banke i profitonosne orijentacije menadžmenta banke. Tržišno usmerena poslovna politika banke, kao samostalnog poslovnog subjekta, reprezentuje skup mera i instrumenata banke u procesu mobilizacije, koncentracije i alokacije novčanih sredstava na principima likvidnosti, solventnosti i rentabilnosti. Tržišni motiv privredivanja banke jeste dobit iz koje se alimentiraju dividende akcionarima na uloženi deoničarski kapital. Izbor marketing strategije, u tom kontekstu, jeste važan činilac u poslovnoj politici banke za ostvarivanje razvojnih i strategijskih ciljeva poslovnog bankarstva. Pri tome, ocena

tekuće tržišne pozicije banke treba da prethodi formulisanju marketing strategije banke.[490] To je potrebno iz razloga što svaka banka ima flinkcionalnu organizacionu strukturu sa sledećim segmentima:

1. Prikupljanje sredstava privrede (depozitna funkcija),
2. Plasiranje sredstava privredi (kreditna funkcija),
3. Poslovanje sa inostranstvom (devizna funkcija),
4. Poslovanje sa stanovništvom (depozifna i kreditna funkcija),

U tom sklopu, bankarski marketing identifikuje resurse za ostvarivanje razvojnih i strategijskih ciljeva banke.

Marketinški orijentisana organizaciona struktura banke prilagodava se promenama u okruženju i vrši pritisak na efikasno poslovanje banke putem racionalizacije kreditne funkcije banke. Bankarski marketing pokriva ciljno tržište banke i signalizira menadžmentu banke potrebu aktiviranja novih bankarskih proizvoda.

Promotivna aktivu banke na ciljnom tržištu sprovodi agresivni marketing propagandnim kreativnim i inovativnim porukama sa sračunatim efektima na planu brze i efikasne prodaje bankarskih proizvoda i usluga.[491] To treba da omogući kvalitetna bankarska ponuda koja je strukturisana tako da kratkoročno i dugoročno zadovoljava potrebe svojih klijenata i da kreira nove potrebe za nove, pontecijalne bankarske klijente. Jednostavno, moderan bankarski marketing treba da kreira buduću tražnju sadašnjom ponudom. Agresivni nastup banke u odnosima sa javnošću (Public Relations) treba da perpetuira u novi „profitudar" na komitente sa ostvarivanjem programiranih efekata promocije bankarskog imidža.

Menadžment banke po pravilu treba da implicira fleksibilnu politiku cena, koja utiče na poslovne performanse. Politika cena banke u osnovi treba da osigura poslovno priticanje prihoda banke, koji služi za pokriće troškova banke i za ostvarivanje dobiti banke. Cenovna politika bankarskih proizvoda i usluga mora biti tržišno orijentisana bez administrativnih ingerencija. Takva politika se empirijski verifikuje na tržištu novca i kapitala. Stoga, banka mora da vodi računa o neto kamatnoj marži kao razlici izmedu aktivne i pasivne kamatne stope, o naknadama i o provizijama. Marketinški ciljevi banke su:

1. Povećanje dobiti (profita) banke,
2. Investiranje u rast banke,
3. Povećanje kvantuma depozita banke,
4. Racionalizacija kreditnih plasmana,
5. Podizanje imidža banke,
6. Proširenje bankarskog tržišta,
7. Medunarodni nastup banke,
8. Ekspanzija asortimana bankarskih proizvoda i usluga,
9. Proširenje fijalne mreže, i
10. Izgradnja novih profitnih centara banke u odnosu na konkurenciju.

Stopa rasta dcpozita i kredita može biti relativno pouzdan indikator ostvarivanja funkcije banke pa i referentan podatak da li je banka lider na tržištu. Zarada po akciji jeste indikator realizacije marketing cilja sa stanovišta pripreme banke za budući rast.

---

[490] Dr U. Ćurčić, Marketing poslovne banke, Udruženje banaka, Beograd, 1992, str. 109.

[491] Uporedi: Ph. Kotler, Marketing Managent, Prentice – Hall Englewood Cliffs, i dr. M. Milosavljević, Marketing, Savremena administracija, Beograd, 1991.

Povećanje dobiti (profita, zarade) banke, kao relevantnog cilja bankarskog marketinga, po pravilu, prate i ostali marketing ciljevi banke, ulaganje u očuvanju dostignutog nivoa banke na tržištu u odnosu na konkurenciju i sekularno povećanje i depozita i kredita.

U tom kontekstu, važno je identifikovati kratkoročne i dugoročne marketing ciljeve banke. Učešće na tržištu, obim prodaje, potrošauki meritoring i agresivno promovisanje bankarskih proizvoda i usluga prezentuju paletu kratkoročnih ciljeva bankarskog marketinga.

Za ostvarivanje navedenih ciljeva valja formulisati proces marketing planiranja, kao kontinuleni proces koji sadrži:

1. Utvrdivanje ciljeva banke,
2. Utvrdivanje bankarskog tržišta,
3. Analiziranje konkurencije banke,
4. Planiranje bankarskih proizvoda i usluga,
5. Utvrdivanje cena proizvoda i usluge banke,
6. Definisanje strategijskog i taktičkog plana banke,
7. Utvrdivanje sredstava (budžeta) strategijskog i taktičkog marketing plana.

Strategijsko planiranje, u tom kontekstu, predstavlja vodič u bankarsku budućnost, odnosno kurir progresa. Ovo odreduje kurs razvoja banke i „prenosi" banku iz sadašnjosti u budućnost. Strategijsko planiranje trasira prostornu i poslovnu ekspanziju, koja gradi imidž menadžmentu banke. Tako marketing „radi" za menadžment.

GLAVA DRUGA

MENADŽMENT BANKARSKE INDUSTRIJE

1. BANKARSKI MENADŽER I MENADŽERSTVO U BANKARSTVU

1) BANKARSKI MENADŽER

Menadžerska revolucija na površinu biznis sveta nije samo izbacila i lansirala takozvane poslovne menadžere, kao ljude od unovčive karijere, nego i bankarske menadžere, koji imaju monetarnu vlast, moć i znanje, ali i bankarske revizore, „kontrolore" koji se nominuju kao elitni sloj u državi, privredi, društvu. I, doista, bankarski menadžeri reprezentuju specijalnu društvenu elitu, koja ima vlast, moć, autoritet, znanje, moral i etiku..Bankarski menadžeri reprezentuju resurs razvoja bankarskog sektora, koji planira, organizuje i kontroliše finansijske i poslovne aktivnosti. Oni su, do duše, finansijski eksperit za upravljanje novcem i kapitalom, i za efikasnu alokaciju finansijskih resursa. Oni dobro poznaju monetarno upravljanje, finansijski marketing i bankarski inžinjering. Bankarski menadžer jeste biznis lider koji koristi znanje, iskustvo, vlast, moć i autoritet u struktuiranoj finansijskoj organizaciji moderne države i privrede. Modemi menadžer jeste biznis lider koji koristi znanje, iskustvo, vlast, moć i autoritet u struktuiranoj finansijskoj organizaciji moderne države i privrede. Moderni menadžer koordinira finansijske funkcije privrede i države i donosi ključne bankarske odluke. On uspešno komunicira sa fizičkim i pravnim licima, kao svojim klijentima i partnerima. Bankarski menadžer je inovator finansijske strukture i kanalizator finansijskih plasmana. Bankarski menadžer je „poslovni alokator" novčanih resursa sektora privrede i stanovništva, i kreator biznis alijanse izmedu privrede i države. Bankarski (finansijski) menadžer jeste agens promena u finansijskom sektoru, finansijskoj i bankarskoj infra strukturi, ali i strateg razvoja bankarskih službi i misaoni faktor socijalnog blagostanja.

Globalizacija bankarske proizvodnje i intemacionalizacija tržišta finansijskih usluga, medutim, inkorporiraju proizvodnju bankarskih menadžera (kadrovski autput),

koji su naoružani generalnim i specijalističkim znanjima iz oblasti monetarnih finansija, javeog sektora, finansijskog upravljanja, bankarskog inžinjeringa, poslovnog konsaltinga. Bankarski menadžer se obučava za upravljanje profitnim bankarskim i neprofitnim finansijskim organizacijama, javnim institucijama, budžetskim i fondovskim institucijama u kojima se materijalni, kadrovski, finansijski i infonnativni resursi transfonnišu u javna dobra i finansijske usluge. U tom kontekstu, bankarski menadžment koji oblikuje i produkuje finansijske menadžere, postaje univerzalna aktivnost, koja inkorporira ekspertsko znanje, kulturu rada, poslovnu etiku, poreski moral, humanističko ponašanje i civilizacijsko delovanje. Bankarski menadžeri, gradeći finansijski moral, čuvaju ljudsko dostojanstvo štediša i debitora, neguju princip jednakosti pred finansijskim zakonima, razlikuju princip tolerancije prema dužnicima, poštuju prava i obaveze svojih komitenata i klijenata.

2) BANKARSKO LIDERSTVO I MENADŽMENT

Moderan razvoj teorije i prakse bankarskog menadžmenta aktivira i kreira tražnju za bankarskim menadžerima sa liderskim osobinama. Bankarsko liderstvo u svetu reprezentuje mudar način korišćenja bankarske moći za prevođenje finansijskih „službenika" u pokretače promena sa strategijskom vizijom budućeg razvoja bankarskog sektora. Bankarski menadžer sa liderskim osobinama jeste nadprosečno sposoban „tip" da kreira strategijsku viziju monetarnog i bankarskog finansiranja koja mobiliše ljude da razmišljaju u pravcu inovacije finansijske strukture i racionalizacije mehanizma tržišne alokacije finansijskih resursa. Bankarsko liderstvo inspiriše promene i kreiranje odluka sa dugoročnim smernicama, ali bez takozvane kontrole, koja je karakteristična za finansijski menadžment. Bankarski lider daje smernice da se ostvare finansijske promene putem kreiranja nove vizije bankarskog sektora, koja je izvodljiva na dugi rok. Finansijsko i bankarsko liderstvo, kao proces, implicira tim eksperata sa liderskim osobinama, ali bez generalnog stratega. U krajnjoj instanci, bankarsko liderstvo jeste sposobnost da se finansijski i bankarski poslovi države i privrede obave preko drugih ljudi, koji jednako i isto razmišljaju o načinu na koji se poslovi obavljaju – tržišno i profitabilno.

Bankarski menadžment reprezentuje pouzdanu osnovu za modernu poslovnu filozofiju poslovnog sistema države, privrede, stanovništva i inostranstva koja obezbeduje koordinaciju raspoloživih resursa i prilagodavanje organizacije zahtevima okruženja, i odgovara za profitabilnost, rentabilnost, radnu efikasnost i tržišnu sposobnost organizacije.

U privrednom sektoru uspeh preduzeća je determinisan „uspešnim" spojem lidera koji kreira ideje i pridobija ljude, i menadžera koji stvara organizaciju i motiviše zaposlene. Preduzeće figurira kao pul resursa, koji, pomoću ingenioznosti lidera i veštine menadžera, stiče konkurentsku prednost na domaćem i inostranom tržištu i obezbeduje efikasno poslovanje. Liderstvo i menadžerstvo osiguravaju kompatibilnost autputa za zahtevima okruženja (efikasnost) i racionalnu upotrebu resursa (efektivnost).

Lider se obično opisuje kao čovek koji ima ideju i snagu da utiče na ljude da ostvare cilj banke i preduzeća. On se zalaže za promene i veruje u inovacije. Lider je orijentisan na koncept „znati zašto" (efikasnost), dok je menadžer skoncentrisan na način „znati kako" (efektivnost). Lider identifikuje problem. Menadžer rešava probIem. Lider je dugo orijentisana ličnost koja preduzetništvo vezuje za sposobnost .kreiranja novih

ideja za kombinovanje resursa i njihovo rentabilno alociranje. Lider kreira viziju, koju transformiše u misiju. Lider spaja sadašnjost i budućnost banke i predvodi ljude, kao sledbenike u pokretače promena i kreatora poslovnog portfolija.

Finansijski menadžeri pre nego što udu u biznis igru treba da znaju da je finansijski biznis velika uzbudljiva alternativa samozapošljavanja sa brzim tržišnim igračima i sposobnim profiterima. Finansijska tržišta su prava ratna arena jer se na berzama novca i kapitala permanentno uključuju „sveže jedinice" i isključuju „žrtve".

To je rigorozna igra na finansijski dobitak u oblasti ulaganja kapitala u rizične poduhvate sa „teškim" profitonosnim ukrasima. Tržišna sloboda je ovde pravo bogatstvo finansijskih izbora sa mnoštvom kombinacija i alternativa. Različite sume angažovanog kapitala, različiti troškovi finansiranja, različiti nivoi dobiti, različite stope prinosa i različite klopkje rizika vode različitom uspehu ili neuspehu, bogatstvu ili bankrotstvu, novom izazovu ili razočarenju. Zbog toga, svaki bankarski menadžer treba da prode kroz test preduzetnih osobina i menadžerskih vrlina da bi „osetio i izmerio" sopstvenu sposobnost za vodenje biznisa i rizične tržišne igre na dobitak. U tom preteškom testu života naročito su važne sledeće osobine bankarskog menadžera:

1. Kreativnost i sposobnost,
2. Upornost i istrajnost,
3. Istraživački duh i sklonost eksperimentisanju,
4. Vizionarstvo i inicijativa,
5. Nezavisnost i autonomnost,
6. Opsednutost idejama, inovacijama i samopotvrdivanjem,
7. Sintetičko mišljenje i analitičko držanje svih detalja u glavi,
8. Motivisanost i samouverenost,
9. Ubedljivost u prezentiranju ideja i odbranu zamisli,
10. Fleksibilnost i otvorenost,
11. Spremnost na saradnju i pravljenje koalicija,
12. Pravilan izbor partnćra i kadrova,
13. Maksimalna odgovomost i pravovremena procena rizika,
14. Efikasno identifikovanje resursa i racionalno finansiranje poslova,
15. Verovanje u sebe, svoju stmčnost, svoju sposobnost, svoj rad i svoj uspeh.

Sve ovo valja znati i upamtiti jer su brojni fjudi u zabludi kada misle da je bankarskim menadžerima jedina životna preokupacija velika zarada – novac. Prenebegava se, dakle, Činjenica da su menadžeri najviše opsednuti imperativom opstanka na biznis sceni i konkurentskoj vetrometini, s obzirom da samo iskonska borba za opstanak kod uspešnih menadžera u krajnjoj instanci rezultha novcem i blagostanjem. Samo stalno uspešan menadžer jeste čovek sa rastućom cenom. To valja večno upamtiti, jer je u životu, radu i biznisu „najteže zaraditi prvih milion dolara".

Vrednosni sud o finansijskim menadžerima vaći i za takozvane bankarske menadžere, koji su izuzetno iskreni i kreativni ljudi. Bankarski menadžeri, po pravilu, su:

1. Intuitivni i spremni na rizik,
2. Entuzijasti i motivisani,
3. Nekonformisti i otvoreni za osećanja drugih osoba,
4. Imaginativni i „teški" radnici,
5. Sigumi u sebe i uživaju u igru sa idejama,

6. Ubedljivi i sugestivni,
7. Ne smeta im samoća i ispoljavaju pojačan interes za ženu,
8. Radoznali i vole nepoznato,
9. Opažaju i upijaju svet oko sebe i imaju mnogobrojna interesovanja,
10. Samozahtevni, dobronamemi i dobro informisani,
11. Nezavisni i originalni,
12. Psiholozi i estete, i
13. Radni i odgovorni.

Ovakve karakteristike derivirane su iz same suštine bankarskog menadžmenta, kao nauke i veštine procesa monetarnog upravljanja i rukovođenja bankarskom organizacijom, odnosno finansijskim poslovima privrede, države i njenih entiteta), i poreske finansijske filozofije u stvaranju sredstava za funkcionisanje privrede i društva. Bankarski menadžment jeste poslovna filozofija bankarskog sektora i preduzetništva, i finansijska strategija privrede i države. Kao transdisciplinarnu nauku i prakselogiju, bankarski menadžment komponuje brojne naučne discipline, kao što su ekonomija, finansije, bankarstvo, osiguranje, tehnologija, pravo, psihologija, organizacija, informatika, etika, estetika, sociologija, edukologija, antropologija, geografija, demografija, logistika, planiranje, matematika, statistika. Bankarski menadžment je, stoga, suma diversifikovanih i reintegrisanih znanja koja sintetizira primenjenu mikroekonomiju, preduzetničku poslovnu ekonomiju, menadžersku ekonomiju upravljanja, poslovnu logistiku, finansijsku makroekonomiju, poslovnu etiku i moral, trgovačko pravo, finansijsku psihologiju, sociologiju biznisa, filozofiju zadovoljavanja finansijskih potreba, finansijski marketing, ekonomiku proizvodnje bankarskih dobara i usluga, i ekonomiku finansijske infrastrukture, društvene nadgradnje i društvenog standarda, ali i takozvano 3 K–kultura rada, kultura razvoja, i kultura komuniciranja.

U tom kontekstu, važan je menadžerski tim rukovođenja heterogenih intelektualnih strukrura sa kreativnim menadžerima čija se prepoznatljivost ogleda kroz čestitost, genijalnost, talenat za vodenje poslova, stvaralački duh, sposobnost učinaka, viziju razvoja, motivaciju, usavršavanje, vođenje, poštovanje, razumevanje, angažovanje, koordiniranje, promociju koncepcijske, istraživačke, prognostičkei analitičke sposobnost, konstruktivnu agresivnost, energičnost, aktivan stav i odnos premaradu i životu, inicijativnost, promene, kreativnost i profesionalnost. „Idealni bankarski menadžer" je integrator kadrovskih potencijala i radnih procesa, preduzetnički proizvodač uspešnih rezultata, izvrstan gospodar i upravnik, sistematični inicijator ideja, akcija i promena, kreativni vizionar i planer, komunikativni koordinator, konstruktivni tehnolog organizacije **i** inovacije, nenametljivi prenositelj poslova i odgovornosti na saradnike, participativan animator, strateg kroz kontinuirano obražovanje i kultumi sagovornik i prijatelj.

U teoriji i praksi se dotična idealnost bankarskog menadžera izražava putem čuvenih takozvanih sumiranih 7–K i **konstruktivan, karakteran, kreativan, komunikativan, kooperativan, kulturan** i **kuražan menadžer,** koji sa svojim polidisciplinarnim znanjem uz (kontinuelne inovacije) kreira preduzetničku strategiju bankarskog sektora i formuliše integralnu razvojnu viziju monetarnog sektora države i privrede. To pak znači da moderan menadžer raspolaže savremenim znanjima, znanjima iz marketinga, menadžmenta, finansija, morala i inženjeringa. Tako se dolazi do takozvanog etičkog menadžmenta, koji povezuje materijalne i nematerijalne potencijale, gde kultura **i** etika postaju faktor efikasnosti i gde etičko rukovodenje, preko humanog učinka prerasta u humanistički menadžment, a za to su potrebni menadžeri sledećih veština, kao što su:

stil rukovođenja, motivacija saradnika, način donošenja odluka, upravljanje promenama neposredno komuniciranja sa saradnicima. Kultura rukovođenja implicira timski kooperativan stil rada, kadrovsku fleksibilnost i produktivno upravljanje konfliktima (što je od izuzetne važnosti za centralno i poslovno bankarstvo, direkcije za kredite, agencije za bankarski inženjering i konsalting. U tom smislu, integracija (koordinacija), preduzetništvo (rizik), upravljanje (odlučivanje) i proizvođenje (poslovodenje), jesu strukturne komponente modernog bankarskog menadžmenta sa biznis liderom na čelu komercijalnog i investicionog bankarstva.

2. BANKARSKO POSLOVNO KOMUNICIRANJE

1) POSLOVNOST U BANKARSTVU I EFIKASNO KOMUNICIRANJE

U psihologiji biznisa svaka prejaka reč kvari posao. Poslovna osoba novog kova ne sme svoje neraspoloženje da pokazuje kada ga važnim partnerom ugovara značajan biznis. U svetu biznisa sagovornici se vrednuju na osnovu uspeha, sposobnosti izgleda i komunichanja. To isto važi i za bankarsku komunikaciju izmedu finansijske administracije i štediša ili dužnika, jer sagovornik mora biti respektovan i u deviznoj kontroli. U međusobnom opštenju nije isto reći: Vi ste dobar bankarski klijent, ili ‚ja sam ponosan što imam tako uspešnog poslovnog čoveka koji uredno plaća kamatu i vraća kredite". Po pravilu, dobar privrednik je i dobar kamatni platiša, budući da poslovnu etiku prati bankarski moral.

Učeći novu veštinu komuniciranja svaka poslovana osoba je na dobrom putu da promenom, jednog ponašanja u komuniciranju" promenite i druge ili niz drugih ponašanja. A kada poslovni čovek počne da menja i aktivnosti, onda je to znak da se menjaju i osećanja (prema društvu, poslovnim partnerima poreskoj vlasti; banci, porodici, tehnologiji). Gradeći potpuno ove modeleu poslovnom ophodenju i biznis komunichanju, biznismen gradi i midž uspešne poslovne ličnosti, koja se posebno respektuje, meri i nagraduje. Ophodenje i komuniciranje je naročito važno za bankarskog menadžera, koji bitno utiče na lojalnost štediša i na autoritet poslovnog i centralnog bankarstva. To doprinosi kvalitetu oficijelne komunikacije između sektora stanovništva i bankarske strukture na „ljudski" način i sa poverenjem na liniji striktnog razgraničenja prava i obaveza.

Poslovna i bankarska komunikacija nije jednostavno dobijanje informacija, jer sama informacija može biti neupotrebljivi alat. U komuniciranju između bankarskog menadžera i bankarskog komitenta može biti dvojako shvaćen razgovor: (1) nezadovoljstvom, jer je suprotna strana uzrok neobavljenog posla i (2) neraspoloženje, jer je suprotna strana nastupila sa ličnim namerama. Evo primera iz svakodnevnog bankarskog života. Bankarski menadžer pita: „zar još niste rešili kreditnu žalbu?" Takav

model komuniciranja neposredno vodi u polarizaciju sa negativnim konotacijama. Zbog toga je izuzetno važno da u procesu komuniciranja svaka informacija reprezentuje upotrebljiv alat u arsenalu, poverenja i uvažavanja. I kada se otkrije moć komunikacije uspostavlja se harmonija, postaje se uspešan, vrednuje se buduća informacija o događaju na pravilan način, stvara se klima poverenja i kooperativnosti. Komunikacija se uči radeći i vežbajući, kao veština. Sve je slično neizvesnim avanturama, koje vredi u životu imati. Nevraćanje kredita banci jeste neizvesna avantura dok ne prode finansijska kontrola. Posle toga ostaje očigledna korist koja se samo u sećanju sudara sa etikom i moralom. No, na dugi rok kreditne linije zasigurno postaju zatvorene. I kod bankarskih menadžera egzistira nadaleko čuveni kodeks profesionalne i poslovne etike života i rada, u kome se brani čast, poštenje, dostojanstvo i ugled. Bankarski menadžer je uvek dužan da ispoljava potrebnu stručnost i posebnu umešnost, humanizam i odlučnost u obavljanju poslova koji su u skladu sa dostojanstvenom profesije i dignitetom struke. Bankarski menadžer je dužan da blagovremeno i savesno ispunjava sve obaveze prema društvu i prema organima centralne banke i vlade, da čuva njihov ugled i da svestrano pomaže razvoj društva i svoje profesije u društvu. Bankarski menadžer je obavezan da održava, neguje i proširuje stručnu i profesionalnu saradnju, da radi na sopstvenoj stručnoj edukaciji i da čuva profesionalne tajne. Konačno, bankarski menadžer je dužan da svoje saradnike upućuje u pravila ponašanja u profesiji i načela saradnja, da čuva dostojanstvo i čast svojih saradnika, da poštuje ličnost i da korektno komunicira sa klijentima, komitentima, štedišama i depozitarima, poveriocima i debitorima.

2) POSLOVNI I BANKARSKI BON–TON

Za sve profite menadžera, preduzetnika i biznismena bon–ton je važna stvar u privrednom, finansijskom, bankarskom i javnom sektoru, jer poslovnost, po definiciji, čini: (1) Stručnost, (2) Znanje, (3) Tačnost, (4) Moral, (5) Etika, (6) Poštenje, (7) Tolerancija, (8) Kulrura ophodenja i (9) Estetski izgled. Bon–ton i jeste ponašanje i odnos prema ljudima, stvarima i okruženju. A lepo ponašanje jeste i poslovna kultura, i domaće vaspitanje, i društveno obrazovanje, i kultura stanovanja i življenja, i kultura ophodenja i kultura rada. I, upravo, taj poslovni bon–ton ne dozvoljava hrabrima da istrčavaju, povučenim da zaostaju, brzim da prasnu, sporim da pate, nesposobnim da gledaju, sposobnim da otimaju, mudrima da podmeću.

U poslovnom svetu, kupovinu tehničkih uredaja ili bele tehnike uobičajeno prati prospekt i uputstvo za upotrebu. Jedino radanje deteta ne prati nikakav prospekt. Knjigu života sami pišemo, a pravila mudrosti samo proživljavamo. Učeći od drugih (unazad i unapred) stičemo navike, znanje i iskustvo po kojima živimo. Pravila ponašanja u vidu tzv. bon–ton u nas su utkana tokom godina življenja i delanja na teorijski i empirijski način.

Ovih univerzalnih pravila ponašanja i poslovnosti mora se pridržavati svaki poslovan čovek u svim zonama menadžmenta (od poslovnog do finansijskog od berzanskog do bankarskog), pošto se radi o elementamoj poslovnoj kulturi i lepom ponašanju biznismena.

Svaki poslovni čovek mora gotovo uvek da zna i da ima na umu da su svi ljudi na ovoj planeti jako osetljivi, bez obzira da li je u pitanju biznis ili ličnost. Stoga, svaki poslovni čovek u bilo kome vidu upoznavanja (mesto, vreme, prostor, institucija, pojedinac) mora vrlo dobro da zna da jasno, kratko i tačno kaže svoje ime i prezime. To

predstavljanje lično posebno mora da znabankarski menadžer, revizor ili kontrolorprema kome su trgovci novca i kapitala inače vrlo osetljivi (naročito zbog nenajavljenog upada u poslovne prostorije, stan, kuću) da bi se identifikovalo pranje novca ili/i papira.

Opšta kultura, pri svakom upoznavanju i predstavljanju, nalaže obavezno rukovanje (sa blagim naklonom ili bez njega, ali sa respektom). U tom „očaravajućem" rukovanju uvek se pruža desna ruka sa kratkim i čvrstim stiskom ruke (ali bez bola i dugog „držanja" ruke). Stisak (blagi i topli) ruke jeste prvi fizički kontakt sa licem (poslovnim čovekom) sa kojim se upoznajte, koji govori o vašoj ličnosti. Naravno, pri pozdravu se ustaje sa blagim naklonom. Pružena ruka sa otvorenom šakom i sa stiskom govori da ste spremni da udete u posao sa svim mogućim rizikom. Pružena ruka sa otvorenom šakom, ali bez stiska ruke, govori da niste spremni da se angažujete prvi i da to namemo prepuštate osobi sa kojom se upoznajete. A ako pružite samo vrhove prstiju onda je to dokaz da se plašite rizika i gubitka u poslu. Finansijski kontrolor, medutim, ne sme da se nadmeno predstavlja, kao da je pronašao utajivača poreza, kod banaka i već kao finansijski saradnik koji je došao da konstatuje činjenično stanje po pregledu poslovnih i poreskih knjiga (naročito bilansa banke).

Po poslovnom bon–tonu, svaki poslovni čovek svog sagovornika, sabesednika (istoga, nižeg ili višeg ranga) mora da gleda u oči sa vedrim izrazom lica sve do kraja razgovora. Sam ishod razgovora uopšte nije relevantan za predusretljiv i blagonaklon izraz lica poslovnog čoveka kome je stalo do imidža kuće (koju predstavlja) i do reputacije poslovodstva ili menadžerskog tima finne (kompanije). To je, naročito, važno za bankarske revizore i kontrolore, koji reprezentuju državu, odnosno finansijsku administraciju, koja respektuje bonitet banke.

Poslovni čovek (domaćin) mora da zna da pažljivo sasluša poslovnog partnera (pregovarača) koji govori u ime druge firme (institucije), koja težči sklapanju posla (kratkoročno ili dugoročno). Držanje mora biti korektno i uzvišeno, čak i kada partner govori monotono i dosadno. Izlaganje se ne sme prekidati. Na provokacije, eventualne, ne treba nasedati. U tom kontekstu, naročito bankarski činovnik ne sme „natrčavati" na provokativna pitanja, mada i bankarski klijent treba maksimalno da izbegava takva pitanja.

Poslovni čovek mora uvek da sačuva pribranost i mimoću. Na ironiju ne treba sarkastično da opšti. Na govor sa visine ne mora „istom merom da uzvrati". I kreditni dužnik ne treba uvek da „odbrusi" predstavniku monetarne vlasti, koji često sa pozicije sile nastupa u kontroli. Nametanje straha je inkompatibilno sa finansijskim dijalogom, jer time monetarni organi gube na ugledu. A vlast bez poverenja je loša vlast, koju platiše kamata teže da izigraju.

Poslovni čovek ne dopušta da poslovno neslaganje preraste u neposlovan dijalog sa necivilizacijskim strastima. Svada nije sastavna komponenta biznisa i ugleda biznismena. Svada je, po definiciji, isključena iz komunikacija izmedu zajmodavca i zajmoprimea. Činjenično stanje je presudno u strukturi debitorskog procesa (od obračuna kamate do naplate potraživanja).

Poslovni čovek se, po definiciji, ne bavi uvredama partnera i sagovornika. Istovremeno, odmeren poslovni čovek ne preteruje u davanju komplimenata.

On ne koristi slatke reči niti prazne fraze. Udvaranje nije imanentno poslovnom čoveku niti isticanje sopstvenog ega. Hvalisanje ne trpi biznis. To, naročito ne priliči bankarskom menadžeru, koji efikasno upravlja kreditima i racionalno alocira bankarske resurse. On posebno vodi računa kako komunicira sa štedišama i bankarskom klijentelom.

Poslovni čovek u poslovnom komuniciranju je tolerantan i popustljiv. On se strogo drži bitnih pitanja vezanih za posao. Nije preopširan niti ističe sebe. Razgovore teži da efikasno privede kraju sa efektima. Za nove razgovore ne zatvara vrata. Širi tematiku sa sadržajnim tačkama. Koristi racionalno šanse za uspeh. Neuspeh ga ne blokira u nove prodore i poduhvate sa novim inicijativama. To je vrlo važno da zna finansijski kontrolor i revizor, koji uvek nisu poželjni. Jer, predstavnika monetarne vlasti treba da pregleda bankarske knjige, ali ne i da po svaku cenu pronade utaju poreza (naročito, one koje nema) bankara ili izneti kapital van zemlje.

U poslovnom razgovoru, poslovan čovek mora uvek da ostavi utisak (snažnog biznismena). Čovek „dobre volje" nikada ne eksploatiše termine „neću", „ne mogu", „videćemo",, javite se". Poslovan čovek uvek teži da nešto napravi, uradi. On mnogo ne obećava i ne odbija ljude. Obmane su tuđe poslovnom čoveku. Kod njega je reč (data) jača od ugovora i zakona. Data reč je mit u biznisu koji perpetuira u profit. To je od osobite važnosti za obećanja deviznim štedišama od strane države i centralne banke u pogledu kamata, garancija štednje, osiguranja depozita. Višegodišnja obećanja monetarne vlasti, koja se ne ispunjavaju, po pravilu, vode u izigravanja bankarskih paragrafa i u gubljenje autoriteta državnih organa.

Poslovni bon–ton, nadalje, nalaže potrebu nedodirivanja svoga sagovornika, kao što su hvatanja za revere, ramena, ruke. Time se, u osnovi, pokazuje nekultura i ne postiže prisnost. Nepristojno je da se u susretu guvernera centralne banke i ministra za finansije stvori slika na kojoj se jasno vidi kako guverner skida dlaku sa revera političkog funkcionera vlade i kako bankarski menadžer namešta kravatu svom poslovnom klijentu (komitentu).

Konačno, poslovni bon–ton implicira poštovanje ustaljenih pravila da se na radno mesto i na poslovne sastanke dolazi uvek na vreme (strogo). Radni dogovori moraju biti kratki i strogo poslovni, jer se radni dan ne može pretvoriti u sastančenja. Radni dan mora inkorporirati racionalno i efikasno izvršavanje postavljenih zadataka. Poslovni čovek mora razlikovati posao od druženja i mora voditi strogo računa o svom izgledu. On mora biti uvek pristojno obučen i pristojan u svom ophodenju i ponašanju, respektujući svoje saradnike (poput svojih pretpostavljenih). Savesnost i privrženost poslu jeste dodatna važna karakteristika poslovnog čoveka, koja se stiče tokom rada (iskustvom), ali i obukom. Poslovni moral krasi poslovnog čoveka. Poslovna etika je vrlina biznismena. Poslovni moral krasi poslovnog čoveka. Poslovna filozofija, poslovna etika i poslovna psihologija jesu nauke koje „oblikuju glavu" preduzetniku i menadžeru na livadi od privrednog biznisa privatnog tipa do monetarne vlasti i bankarske uprave.

3) BANKARSKI PUBLIC RELATIONS

Bankarski public relations[492] predstavlja moderan oblik komuniciranja monetarne vlasti (administracije) sa bankarskom klijentelom u okruženju u cilju ostvarenja željenog uticaja na formiranje javnog mnjenja koje konvenira biznisu i bankarstvu. Zadatak bankarskih kadrova zaposlenih u delatnosti public relations bio je (i ostao) da se štite finansijski interesi deponenata, poslovni interesi moćnih korporacija (čiji se profit ležernije oporezuje) i pojedinačni interesi odredenih bankarskih štediša (koji dobijaju specijalne fiskalne olakšice) u kritički raspoloženom okruženju, kao i da se utiče na

[492] P. Kotler, marketing management, Prentice–Hall, Englowod, Cliffs, 1988.

zakonodavna tela da koriguju bankarske zakone i da kreiraju povoljnije kreditne regule uslova privređivanja. Bankarski stručnjaci za public relations postali su izuzetno vispreni u pripremanju odgovora na kritike, koje dolaze iz okruženja na račun bankara, banaka i organa monetarne vlasti. Pred javnošću oni obično nastoje da opravdaju kreditnu politiku banaka. Ustvari, javnost treba ubediti u ispravnost monetarne politike vlade i u opravdanost vladinih monetarnih ciljeva. „Istovremeno, u uslovima uplitanja države u privredne tokove, stručnjaci za public relations nastojali su da se u kontaktima sa predstavnicima vladinih agencija i zakonodavnih tela izbore za takvu zakonsku regulativu u privrednom sektoru, koja bi u što većoj meri odgovarala interesima preduzeća i kompanija za koje su radili."[493] U modernom poimanju PR, sve je vcći broj eksperata u ovoj delatnosti koji ukazuju da public relation postaje oblik dvosmernog komuniciranja, koji je usmeren u pravcu uspostavljanja i održavanja obostranog razumevanja i poverenja između bankara i okruženja (kompanije i pojedinci, kao klijenata). Zbog toga se od zaposlenih u delatnosti public relations zahteva da u javnosti predstavljaju i tumače poteze (akcije) bankarske politike, da istražuju okruženje, da prate mišljenje javnosti, da iznalaze rešenja za uskladivanje medusobnih interesa i poverenja, da savetuju vladi izmene postojećih kamatnih stopa, da osluškuju reakciju javnog mnjenja na kreditne promene i da „upravljaju" procesom dvosmernog komuniciranja izmedu bankarskog sektora i javnog okruženja (i ciljnih grupa u strukturi javnog mnjenja).

Bankarski public relations u savremenim tržišnim ekonomijama sa snažnim javnim prerogativima pravne države reprezentuje javnu profesiju i finansijsku funkciju sa priznatim statusom i modernom ulogom. Eksperti za bankarski public relations, stoga, zauzimaju sam vrh upravljačke strukture bankarske organizacije moderne države. Oni doprinose potpunijem zadovoljavanju finansijskih potreba i zahteva korisnika bankarskih usluga, povećanju ugleda monetarne vlasti u javnosti i unapređenju odnosa vlade sa ciljnim grupama okruženja.[494] U kompetenciju ove finansijske funkcije nalaze se i monetarno planiranje i bankarska kontrola. U uslovima iznenadnih promena u okruženju i eksternih šokova eksperti za bankarski public relations imaju specijalnu savertodavnu ulogu (konsalting) u procesu kreiranja bankarske strategije vlade (i države), odnosno izmenu bankarske politike u konfliktnim situacijama. Zbog toga je public relations specifična funkcija upravljanja koja uveliko potpomaže da se vaspostave masovni oblici medusobnog komuniciranja, razumevanja, poverenja i saradnje izmedu monetarnih instirucija države i ciljnih grupa (klijentele) u okruženju, da upozna monetarne organe sa problemima u okruženju, da definiše nivo odgovomosti bankara u vezi sa uvažavanjem interesa javnosti, da sugerira monetarne promene u skladu sa zahtevima ciljnih grupa u okruženju, da informiše javnost o budućim kreditnim promenama.[495] Kao funkcija upravljanja, bankarski public relations obuhvata (1) iznalaženje, analiziranje i interpretiranje javnog mnjenja, stavova ciljnih grupa i pojava, koje mogu pozitivno ili negativno da utiču na bankarsko poslovanje, i planova monetarnih institucija, (2) savetovanje bankarskoj upravi na svim nivoima monetarne vlasti u vezi sa koncipiranjem i donošenjem strateških bankarskih odluka, pravcima monetarnih akcija, ekonomskim i socijalnim efektima banaka na aktivnost poreskih obveznika i sa odgovornostima menadžmenta banke za kvalitet bankarskih usluga i za obećane koristi okruženju, (3) kontinuirano istraživanje, organikzovanje i ocenjivanje kreditnih programa, monetarnih

[493] M. Đurić, Public relations, Institut za tržišna istraživanja, Beograd, 1992, str. 7.
[494] J. Marston, Modern Public Relations, me Grow–Hil, N. York, 1979.
[495] J. Goldman, Public Relations in the Marketing Mix, Crain Books, Lincoimvood, 1985. J. E. Grunig i T. Hunt, Managing Public Rclations, Holt, N. York, 1984, str. 6–4.

akcija i strategije bankarskog komuniciranja usmerenih na informisanje ciljnih grupa i postizanje potrebnog razumevanja i podrške javnosti u vezi sa postavljenim vladinim ciljevima, (4) planiranje i usmeravanje akcija monetarnih institucija i organizacija u nastojanjima da se efektivno uliče na formiranje mera bankarske politike i na izmenu instrumenata monetarne politike i na realizaciju programa bankarske i finansijske alokacije resursa, i (5) upravljanje raspoloživim kadrovskim, finansijskim i tehničkim potencijalima bankarskog sektora u ostvarivanju monetarne i kreditne aktivnosti države.[496] Za profesionalno obavljanje public relations u bankarskoj praksi potrebna su znanja iz oblasti bankarske ekonomije, bankarskog menadžmenta, bankarskog inženjeringa, bankarskog konsoltinga, bankarskog prava, kreditnog morala, monetarne informatike, sociologije novca i kredita, finansijske prihologije i finansijske etike.[497]

Public relations (odnosi s javnošću) u bankarskoj sferi finansijskog sektora i bankarsko komuniciranje sa ciljnim grupama u okruženju (poreski obveznici) kao modema profesija, poslovna delatnost, finansijska funkcija i novčana disciplina, povezana je sa brojnim, međusobno sličnim i različitim, terminima, kao što su (1) Lobbving, public affairs, press agentrv, development, promotion, publicitv, advertising, propaganda, govornment relations, community relations, financial public relation. Lobbving reprezentuje određeni segment aktivnosti u strukturi delatnosti public relations, koji implicira nastojanje (sa pritiskom) stručnjaka da u kontaktima sa predstavnicima vladinih i zakonodavnih tela i izvršnih organa utiču na kretanje i provodenje monetarnih zakona, mera i propisa, koji regulišu kreditne uslove privredivanja, poslovanja subjekata, ponašanje ciljnih gmpa. Eksperti za bankarski public relations se za račun svojenih klijenata bore za izmenu bankarskih propisa ili za ukidanje postojećih nepovoljnih monetarnih mera i vrše pritisak na monetarnu vlast da spreče donošenje bankarskih zakona i propisa koji ugrožavaju njihove poslovne interese i konkurentske sposobnosti na domaćoj i međunarodnoj sceni.

Public Affaires (javni poslovi, odnosi) reprezentuje posebno mesto u praksi public relations, a usmereno je na postizanje željenih efekata i uticaja u odnosima sa vladom i bankarskim institucijama na planu ostvarivanja određenih komunalnih, socijalnih i mfrastruktumih programa.

Press Agentrv (posredovanje u odnosima sa štampom) refiektuje specifično područje public relations koje teži da finansijske programe javnih službi (u oblasti kulture, zdravstva i sporta) lansira sredstvima javnog informisanja da bi se javni publicitet iskoristio kao glavno sredstvo promovisanja novih sadržaja kulture, umetnosti, zdravstva, sporta i dr. putem bankarskih akcija i kreditnih aranžmana.

Development (razvoj), kao modemo područje public relations, ima za zadatak da formuliše i vodi javne akcije u oblasti prikupljanja doprinosa članova (membership drives) pojedinih dobrotvomih udruženja i humanitamih organizacija, i u oblasti formiranja javnih fondova (fundraising) za fmanshanje neprofitabilnih aktivnosti i organizacija, što naročito dolazi do izražaja u radu obrazovnih, zdravstvenih, kultumih i socijalnih institucija putem moćnih banaka i finansijskih organizacija.

Promocija (promotion) i publicitet (publicitv) jesu važni segmenti strategije komuniciranja u programima public relations. Proces komuniciranja između banaka (proizvodača) i korisnika (potrošača) ima za zadatak da kreira pozitivan stav okruženja o bankarskim proizvodima i uslugama i da promoviše nove bankarske usluge u procesu

[496] F. W. Brody, The business of Public Relations, Praeger, N. York, 1987.
[497] F. Jefkins, Public Relations for Marketing Management, Macmillan, London, 1983.

tržišnih i vantržišnih kupovina. Posredstvom medija masovnog komuniciranja lanshaju se poruke korisnicima (potrošačima) bankarskih proizvoda i usluga, koje se kreditno alimentiraju sa ili bez participacija. Ponudi privatne produkcije bankarskih proizvoda i usluga naročito konvenira tržišna promocija i javni publicitet.

Advertising (oglašavanje) i propaganda reprezentuju sastavni deo strategije komuniciranja izmedu finansijskih institucija države i ciljnih grupa u okruženju. Aktivnost propagande je usredsredena na postizanje propagandnog cilja „po svaku cenu" i da se, na taj način, utiče na mišljenje javnosti kako bi se nametnula odredena doktrina u oblasti bankarskog raspisivanja javnog duga za odredene razvojne i infrastrukturalne potrebe ili za finansiranje izgradnje lokalnih škola, zdravstvenih stanica, dečjih vrtića, sportskih terena.

Government Relations (odnosi sa vladinim institucijama) i Community Relations (odnosi sa društvenom zajednicom) jesu specifični segmenti operativnog public relations koje doprinose širenju procesa medusobnog prilagodavanja i poverenja izmedu kompanija i vladinih institucija i između preduzeća i komuna kako bi se putem finansijskih davanja banaka zadovoljile odredene zajedničke potrebe gradana.

Konačno, *Financial Public Relations* (finansijski odnosi s javnošću) reprezentuju vrlo praktično područje public relations u finansijskoj[498] ekonomiji, koje implicira precizno usmerene akcije za informisanje akcionara i investitora o protitonskim izgleda u sadašnjosti i budućnosti, o rastućem trendu dividendi, o poreskom rasterećenju dividendi, o izgradnji korektnih odnosa izmedu bankarskih akcionara i poreske administracije, o budućim poreskim podsticajima bankarskih akcionara i o eventualnoj zaštiti akcionara (vlasnika akcija) od berzanskih šokova. To je, jednostavno rečeno, najteži deo public relations u svom integritetu iz prostog razloga što finansijski sektor obuhvata akcionare, ackionarska društva, investicione i poslovne banke, berzanske institucije, penzione fondove, osiguravajuče kompanije, dilere, brokere, finansijske revizore, poreski konsalting, javna preduzeća, javne službe, medunarodne finansijske, monetarne i bankarske institucije i organizacije. Izgradnja finansijskog poverenja medu finansijskim akterima jeste centralni zadatak Financial Public Relations, koji mora da koristi medije kao odnos sredstava za prenos svih poruka koje su upućene finansijskoj javnosti. U igru se sada ubacuju odnosi sa medijima (Media Relations)[499] koji na profesionalan način (i uz profesionalnu odgovornost) participiraju u procesu saopštavanja, prenošenja i korišćenja informacija, što implicira pripremanje strategije medija, izbor medijskog miska, redovno snabdevanje sredstava javnog informisanja informacijama o finansijskom poslovanju države, javne nastupe predstavnike vlade i verodostojno pružanje i dobrih i loših informacija (npr. o imidžu banke, o binitetu banke i sl.). Takav pristup retroaktivno otvara prostore za Community Relations na taj način što preduzeća pripremaju programe public relations kako bi se uključila u društveno korisne akcije u okviru kojih banke najčešće pomažu u izgradnji infrastrukture, učestvuju u humanitarnim akcijama, pomažu razvoj zdravstva, sponzorišu sportska takmičenja, kulturnih, muzičkih, zabavnih manifestacija, učestvuju u akcijama očuvanja čovekove okoline. Time se otvaraju novi prostori za bankarske subjekte, koji pridaju veliki značaj unapređenju odnosa sa vladom i njenim institucijama. U procesu komuniciranja sa predstavnicima vlade i vladinih institucija banke teže da aktivno učestvuju u kreiranju zakonskih propisa i da utiču na proces donošenja monetarnih mera da bi zaštitili svoj biznis interese. Eksperti za public

[498] F. H. Moore i F. B. Kalupa, Purjlic Relation, Izwin, Homcwood, 1985. i J. Norris, Public Relations, Prentice–Hall, Englewood Clifs, 1984.

[499] P. Subić, Ekspertni sistemi u poslovnom odlučivanju, Poreska politika, mart 1992, str. 19.

relations u odnosima sa vladinim institucijama žele da utiču na bankarsku politiku radi što lakšeg prilagodavanja preduzeća novonastalim promenama. Eksperti, isto tako, utiču na neophodne izmene u zakonskoj regulativi privrednih tokova u skladu sa interesima ukupnog biznisa. Konačno, eksperti teže da organizovano i kontinuirano vrše pritisak za ostvarivanje konkretnih ciljeva određenih interesnih grupa (lobbving). Oni uspevaju da izdejstvuju beneficije. Praksa lobinga spremna je da koristi čak i ubedivačke metode u ostvarivanju odredenog pritiska na pojedince ili grupe u vladi da bi se ostvarili i iskoristili društveno koristi efekti kroz bankarske uštede i inovacije.[500]

3. EKSPERTNI SISTEMI ZA UPRAVLJANJE BANKAMA

U teoriji i praksi, ekspertni sistemi su, po pravilu, zasnovani na znanju, koje nominuje ljude ekspertima. Ekspertni sistem, prema tome, reprezentuje sistem koji koristi vrhunsko znanje, koje, uz pomoć elektronskog računara, doprinosi efikasnijem upravljanju bankama i racionalnijem rešavanju bankarskih problema u privredi i društvu. Ekspertni sistem za bankarsku ekonomiju u osnovi podrazumeva promišljanje visokoobrazovnih kadrova i naučno–stručnih teoretičara i praktičara u procesu rešavanja specifičnih kreditnih problema, počevši još od utvrdivanja kreditnih linija pa sve do kreditnog rizika. Ekspertni sistem, u tom kontekstu, može biti korišćen kako od kadrova i stručnjaka koji nisu vrsni poznavaoci bankarske problematikeradi (radi njihovog adekvatnog i nepristrasnog bankarskog odlučivanja) tako i od specijalista i eksperata za bankarsku ekonomiju, kao saradnici i savetnici. Stoga, ekspertni sistem može funkcionisati bolje i od intelektualne osobe u procesu donošenja odluke u užim stručnim oblastima bankarske politike sa svim svojim specifičnostima. Tako konstruisan ekspertni sistem može čak i da poboljša organizovanje kreditne službe i rukovodenje bankarskim informacionim sistemom.

Ekspertni sistemi su prvobitno počeli da se razvijaju još davne 1960. godine, kao posebne grane primene veštačke inteligencije. U strukturi tadašnjeg naučnog istraživanja veštačke inteligencije predominantno mesto je pripadalo shvatanju o marginalnom prisustvu zakonitosti u donošenju bankarskih odluka, koje su povezane sa računarima (manjim). Zbog toga, sam proces donošenja bankarskih odluka nije mogao biti realizovan kao ekspertno izvršenje. Naredne dve decenije, medutim, daju pečat razvoja ekspertnih sistema u više pravaca, počevši od akademskih krugova pa do praktičnih primena. Početkom 80–ih godina pojavljuju se već XCON, XSEL i CATS–1, kao relativno razvijeni ekspertni sistemi. Samim tim, naglo je naraslo interesovanje naučnih i poslovnih ljudi za dalju afirmaciju ekspertnih sistema. Ubrzanom razvoju ekspertnih sistema sada doprinosi nova izrada pomoćnih sredstava zabrže, efikasnije, uspešnije i delotvornije projektovanje ekspertskih sistema. I upravo ta nova i moćna sredstva obuhvataju (1) učenje iz iskustva, kao što su META–DENDRAL i EURISKO),

[500] Ibidem, str. 20.

(2) sticanje znanja, kao što su EXPERT i KAS, i (3) programiranje, kao što su EMYCIN i AGE. Primena ovih sredstava, u samom početku, zahtevala je specijalni hardver, ali sa tzv. LISP uređajima. Kasnije, razvoj softvera omogućio je korišćenje savremenih računara, uključujući i tzv. mikroračunare. U perspektivi, to treba da doprinese ubrzanijem razvoju ekspertnih sistema i proširenju domena njihove primene.

Šta su osnove ekspertnih sistema? U teoriji su razradene najvažnije osnove ekspertnih sistema, koje čine: (1) ekspertno znanje, (2) osoba–specijalist, (3) prenos znanja, (4) zaključivanje, (5) pravila i (6) sposobnost tumačenja predloženih zaključaka.[501] Ustvari, radi se o bazičnim komponentama ekspertnih sistema. Ekspertno znanje, u tom kontekstu, predstavlja integralno, sveobuhvatno znanje za kreiranje i obavljanje odredenog, konkretnog bankarskog posla, koje se stiče i kumulira stručnim iskustvom, studiranjem problema, čitanjem literature, vežbanjem u praksi i pregalačkom pripremom u dužim vremenskim sekvencama. U načelu, ta ekspertska znanja anglobiraju (a) praktična znanja

O bankarskom problemu, koji se rešava, (b) teorijska znanja o kreditnom problemu, koji treba rešiti, (c) tačno utvrdena bankarska načela i precizno odredene bankarske procedure, koje su u neposrednoj vezi sa donošenjem generalnih bankarskih zaključaka, (d) heuristična bankarska (kreditna i finansijska) načela o tome šta treba da urade monetarna vlast i bankarska administracija u datim konkretnim poresko–poslovnim situacijama, (e) generalna bankarska strategija za ekonomski privredno i socijalno podnošljivo rešavanje tog tipa bankarskog problema u zemlji i inostranstvu, i (f) sveopšte povezivanje najnovijih dostignuća bankarske nauke, odnosno bankarske (monetarne i kreditne) ekonomije, kao nauke, sa svim mikroekonomskim i makroekonomskim implikacijama. Ovakva vrsta ekspertnih bankarskih znanja omogućuje, po pravilu, samo onima koji ga poseduju u ogromnim količinama (neizmerljivim) i na zalihama (u svojoj glavi, u svojim knjigama, u svojim studijama, u svojim člancima) da mogu brže, bolje, sigumije, efikasnije, stabilnije, svrsishodnije, potpunije i odlučnije rešavati najkomplesnije i najsloženije bankarske probleme na domaćoj i međunarodnoj biznis sceni. Takvo teorijsko i empirijsko ekspertno znanje zahteva višegodišnje „upijanje" znanja na svim instancama oficijelnog obrazovanja, sa svim empirijskim usvajanjima znanja i sa svim sopstvenim promišljanjima i istraživanjima u dugoročnom „konzumiranju" vremena od 1–2 decenije. Zato je takvo znanje izuzetno skupo, najskuplje na svetu, jer se radi o najskupljoj investiciji u životu pojedinca.

Osoba–specijalist jeste pojedinac sa ekspertskim značajem najvišeg stepena u bankarskoj ekonomiji kome je specijalnost odredena uža bankarska oblast, odnosno odredena vrsta kredita. Teško je, naravno, proceniti koliki je to obim znanja kojim raspolaže bankarski ekspert. Takva gradacija (mera) nije ni potrebna. Važno je rešiti bankarski problem. Rešenje, svakako, isključivo zavisi od ekspertskog znanja specijaliste.

Zbog toga se često i konstatuje da je korisnost eksperta najvišeg ranga, odnosno specijaliste najvišeg nivoa tri puta veća od prosečnog poznavaoca zadatih bankarskih problema, odnosno 30–puta od običnih (uglavnom, slabijih) rešenja komplikovanih poslovnih problema sa finansijskog stanovišta. Tu je onda prisutna korist (finansijska) u vidu bankarskih ušteda, koje direktno povećavaju akumulaciju kapitala. Ponekada, ta ušteda neposredno spašava firmu od bankrotstva, a njenog vlasnika od etikete poslovnog nemorala. Vrhunsko ljudsko znanje, dakle „proizvodi" korist. Ali, korist od ekspertnog znanja može biti i veća i značajnija ukoliko najviši nivo vrhunskog znanja

[501] Ibidem, str. 20.

postane dostupan svim učesnicima u donošenju odluka u bankarskoj ekonomiji. Zato ekspertno znanje valja širiti i u njega ulagati, budući da se vrhunska znanja dugoročno efektuiraju bez dodatnih ulaganja a i troškovi ne koresepondiraju koristima, što znači da je i ekspertno znanje svojevrsna ekonomija, koja može biti izuzetno profitabilna. Zato i konstatujemo da je vreme ekspertnih sistema vreme biznisa, novca, profita.

Ono što je tipično za vrhunsko ljudsko znanje ekspertnog tipa (kao karakteristika) jeste njegovo zbimo ponašanje i manifestovanje, koje uključuje brojne bazične aktivnosti,

I to: (1) prepoznavanje i formulisanje bankarskih problema odmah neposredno, (2) rešavanje bankarskih problema dovoljno brzo, dovoljno stmčno i dovoljno pouzdano (sigumo), (3) objašnjenje bankarskih rešenja na stmčan i jednostavan (i lako razumljiv) način, (4) učenje iz bankarskog iskustva brzo i kompletno, (5) ponovno strukturiranje bankarskih znanja obogaćenih empirijom, (6) prekršiti bankarska pravila ako su na pomolu otkrivanja potpuno nova poreska pravila koja nose novi biznisi i međunarodna okruženja, i (7) odredivanje promenljivosti bankarskih znanja novim ofkrićima, proučavanjima i iskustvima. Na osnovu navedenih aktivnosti može se zaključiti da bankarski ekspert mora, može i treba da prepozna, ustanovi i formuliše bankarski problem i to na, samo njemu svojstven i specifičan način. Tako formalizovan bankarski problem sada treba da dobije formu koja omogućuje njegovo brzo, potpuno, efikasno i racionalno rešavanje, odnosno rešenje. Bankarski specijalista, u tom kontekstu, mora posedovati sposobnost da reši bankarski problem, odnosno mora biti naoružan ekspertskim znanjem da da gotov recept, koji rešava i druge slične bankarske probleme po analogiji. Osoba–specijalist, nadalje, mora biti sposoban i vispren da objasni rešenje, odnosno rezultat na bazi novih saznanja iz bankarske oblasti koju stručno prati. Nova empirijska saznanja sada mora da iskoristi za restruktuiranje postojećih znanja i da prestruktuirana bankarska pravila ponovo koristi u praksi. Konačno, sve te aktivnosti moraju postati efektivnije (tj. sa visokim kvalitetom krajnjih rezultata), efikasnije (tj. sa velikom brzinom u iznalaženju rešenja) i racionalnije (tj. sa manjim troškovima rešavanja problema). Upravo, novi razvoj ekspertnih sistema na tome insistira i istrajava, uporedo sa modernizacijom eksplikacija rešenja (objašnjenja solucija) i modernizacijom učenja iz iskustva (sa uopštavanjima empirije).

Prenos znanja jeste, isto tako, jedan od važnih ciljeva ekspertnih sistema, koji se razvijaju akceleratorski u modernom svetu. Prenos znanja od specijalista (vrhunskih) u odgovarajuće datoteke elektronskog računara i od datoteke elektronskog računara do zainteresovanog personala (pojedinaca ili grupe) obuhvata, ugiavnom, dve grupe aktivnosti, i to: (1) Sticanje znanja od strane specijalista (eksperata) i (2) Memorisanje znanja u računaru. Memorisanje znanja u računaru reprezentuje bazu znanja. Dva su tipa znanja u pitanju, i to: (1) Činjenice (materijalne i finansijske) i (2) Posrupak (pravila) rešavanja konkretnog poreskog znanja.[502]

Nadalje, zaključivanje jeste sledeća karakteristična crta ekspertnog sistema, budući da se ekspertno znanje skladišti u bazi znanja. Računari samo koriste programe koji obuhvataju procedure u vezi rešavanja problema u postupku, koje se i zove simboličko zaključivanje.[503] Znanje se u ekspertnim sistemima koristi kao set simbola. Simboli jesu osnova za rešavanje problema. U zavisnosti od tzv. srodstva i simboli se međusobno kombinuju. Predstavljanje srodstva u računaru obično se naziva simbolima

[502] Isto, str. 20.
[503] Walter Frahncr: Gestern utopie mogrgen \virhlichkeit, der Monat in Wirtschaft und Finanz, januar–februar, 1986.

strukture. Korišćeni simboli strukture, sa stanovišta izbora i interpretacija upliviši na uspešan rad ekspertnih sistema.

Bankarska pravila (ili pravila igre) predstavljaju realnu osnovu za bankarske ekspertne sisteme, pošto se znanja skladište u formi pravila, kao procedure rešavanja bankarskih problema. Svako pojedinačno bankarsko pravilo je struktuirano u formi „ako–tada", što je vrlo važno i za bankara i za klijenta.

Konačno, sposobnost tumačenja predloženih zaključaka implicira tumačenje saveta i preporuka, obrazloženje rešenja i objašnjenje zaključaka. To jejedna od najosnovnijih karakteristika bankarskih ekspertnih sistema u savremenom svetu, koji pridaje izuzetan značaj public relations u bankarskoj oblasti. Komuniciranje izmedu bankara i klijenata, stoga, zauzima važno mesto u ekspertnim sistemima na principima kooperativnosti i međusobnog povezivanja. Zbog toga se i objašnjenje predloženih bankarskih rešenja radi u tzv. subsistemu, koji se popularno naziva „subsistem za tumačenje". To pak omogućava bankarskom ekspertnom sistemu da posmatra sopstveno bankarsko zaključivanje i da objašnjava predložene bankarske odluke.

Prezentirane sposobnosti i karakteristike ekspertnih sistema, zapravo, održavaju njihovu potpunu različitost od konvencionalnih sistema, koji „rade" na osnovu algoritma i koji koriste veliku bazu podataka.

KARAKTERISTIKE EKSPERTNIH SISTEMA

	Konvencionalni i ekspertni sistemi
Konvencionalni programi	Ekspertni sistemi
Obrada podataka	Inženjering znanja
– Prezentiranje i korišćenje podataka	– Prezentiranje i korišćenje znanja
– Algoritmi	– Heuristika
– Ponavljanje procesa	– Mehanizam zaključivanja
– Efektivno manipulisanje sa velikim bazama podataka	– Efektivno manipulisanje sa velikim bazama podataka

Izvor: Dr Ž. Ristić, mrZ. Bošnjak i drN. Balaban, Ekspertni sistemi, Savremena administracija, Beograd, 1993, str. 19.

Uporedni pregled pokazuje da se ekspertni sistem razlikuje od ostalih računarskih sistema upravo po njihovoj sposobnosti za zaključivanje i za tumačenje (objašnjenje) bankarskih rešenja. Ekspertni sistemi koriste simbolično značenje i rade sa nekompletnim ulaznim informacijama, dok su u konvencionalnim sistemima procedure i njihovo korišćenje date zajedno u programu. Procedure i njihovo korišćenje je pak dato odvojeno u ekspertnim sistemima. Bazom znanja upravlja se odvojenim (posebnim) kontrolnim mehanizmom. U ekspertnim sistemima nova znanja se dodaju bez ponovnog programiranja. „Cilj tehnologije ekspertnih sistema je stvaranje pomoćnih sredstava ljudima pomoću kojih će oni moći da stiču, čuvaju, dele i koriste znanja za rešavanje kompleksnih problema".[13] U krajnjoj instanci, ekspertni sistemi izvlače zaključke pomoću logičnog zaključivanja, što je suprotno ostalim sredstvima za odlučivanje korišćenjem računara. To su nove generacije ekspertnih sistema koje sve više svoju primenu nalaze u finansijama i, posebno, ubankarskom sistemu, iz razloga što ekspertni sistemi manipulišu znanjem (a konvencionalni programi samo podacima).

4. ELEKTRONSKO BANKARSTVO I AUTOMATIZACIJA FINANSIJSKIH TRANSAKCIJA

1) ELEKTRONSKO BANKARSTVO

(1) Pojam i razvoj elektronskog bankarstva

Savremeno bankarstvo uvodi iz godine u godinu sve više inovacija u svoj rad. Banke daju podsticaja da se razvijaju nove i atraktivnije metode poslovanja jer koriste nove tehnologije. Razvitkom informacione tehnologije sve se više u poslovanju banaka javlja situacija da se podaci o poslovnim transakcijama nalaze u okviru kompjuterskog sistema (baze podataka), odnosno na magnetnim medijima, dok se poslovanje na papiru (dokumenti) pojavljuju samo kao nusprodukt. Za takav način poslovanja počeo se u praksi koristiti pojam elektronsko bankarstvo. Treba spomenuti da ima autora koji taj pojam vezuju za pojavu tzv. pametne kartice (kreditne kartice s ugrađenim kompjuterskim čipom), ali nema bitne razlike između čipa na kartici i onih koji se ugraduju u terminske i kompjuterske sisteme. Isto tako nije bitno da li je nešto pohranjeno u memoriju čipa ili na nekom drugom mediju u sistemu. Stoga ćemo se u daljem razmatranju koristiti pojmom elektronsko bankarstvo u širem smislu. Iz razloga što pojam elektronsko bankarstvo obuhvata i tzv. kućno bankarstvo preko mreže videotexa.

Elektronsko bankarstvo omogućuje sve veće korišćenje bankarskih usluga po sistemu „samousluge". Savremeni trendovi u bankarstvu podrazumevaju da se sve više poslova prenese na korisnike usluga. Korisnici koji imaju vlastitu opremu za obradu podataka zainteresovani su radi vremenskih ušteda u svom radu, da poslovanje sa bankom obave što brže, pa čak i pod uslovom da to za njih znači veće troškove.

Svetsko bankarstvo prihvatilo je tekovine elektronskog bankarstva tako da **se** savremeno poslovanje ne može ni zamisliti bez odgovarajuće tehnološke podrške.

Novac putuje za suncem i **okreće** se kao zemljina kugla. Naime, bankarske transakcije usmerene su tako da se potencijali banaka preko noći plasiraju u zemlje gde **je** u to vreme dan (radno vreme banaka i finansijskog tržišta). Na taj način banke posluju i onda kada se u njihovom sedištu završilo radno vreme. U stvarnosti kreditni potencijal banaka figurira samo u kompjuterskim sistemima, dok se dokumenti, hartije od vrednosti, efektiva i slično javljaju kasnije. Izravnavanje potraživanja i dugovanja također se obavlja preko povezanih sistema, što daje nove karakteristike poslovanju. Uvođenjem elektronskog bankarstva, izreka „vreme je novac" postaje sve više realnost.

Elektronsko bankarstvo (Electronic Banking) je termin kojim se u infonnatici naziva korišćenje računara u bankarskom poslovanju. Pružanje mnogih bankarskih usluga odvija se uz podršku računara i informatike. Podaci se automatski i bez papirnog dokumenta zahvataju, odreduju i dalje prosleđuju. To omogućava da komitent nezavisno od bančinog šaltera u bilo kom trenutku može da obavi svoje bankarske poslove.

(2) Elektronsko bankarstvo – pravci razvoja

Elektronsko bankarstvo se prvi put javlja u SAD. To je omogućilo američkim bankama da svojim velikim komitentima obezbede informacije o stanju na računu (i obavljenim transakcijama) na najkraći i najefikasniji način. Postepeno se ovaj sistem unapredivao menjajući celokupno finansijsko ponašanje u društvu. Suština je u mogućnosti obavljanja najraznovrsnijih finansijskih transakcija kao što su deponovanje i podizanje plata, plaćanje računa, otplata kredita ili poravnanje računa izmedu kompanija bez papira, čekova i gotovine.

Ova tehnologija početkom sedamdesetih godina označena je kao EFT elektronski prenos sredstava – Electronic Funds Transfer) sistem. EFT obuhvata elektronske sisteme koji transferišu novčana sredstva i zapise u vezi sa tim, bez papira koristeći kompjuterske komunikacije. Brojni su faktori koji su podsticajno delovali na razvoj EFT sistema. Ideja je potekla od banaka koje su bile motivisane sa svojim klijentima, ulagačima, kompanijama, potrošačima, pruže marketinški što bolju uslugu. Uz to su išle i mogućnosti smanjenja troškova šalterskih operacija jer je došlo do smanjenja radno intenzivnih poslova. Takode, to je značilo i stvaranje novih izvora prihoda kroz ostvarenje novih proizvoda, proširenje tržišta i održavanje konkurentnosti u uslovima deregulacije bankarskog poslovanja. Prednosti od korišćenja ovog sistema imaju i bančini komitenti jer brže, tačnije a često i jeftinije obavljaju sve vrste finansijskih transakcija.

S druge strane, istovremeno su delovi i faktori ograničenja: visoki inicijalni troškovi za uvodenje opreme, spore promene zakonskih propisa vezanih za tok papirne dokumentacije, spor razvoj tehnologije u ovoj oblasti, spore promene stečenih navika klijenata, unapredenje klasičnih sredstava plaćanja kao što su čekovi, itd.

Paralelno se razvijao POS (plaćanje na mestu prodaje – Point of Sale) sistem i koncept ATM (Bankomati–Automated Telier Machine). POS je omogućavao naplatu na mestu prodajem a ATM je omogućio obavljanje gotovo svih bankarskih poslova sa gradanima bez prisustva službenika, korišćenjem kompjuterskih terminala. Svi ovi sistemi uglavnom su se nezavisno razvijali ali su vremenom integrisani u ono što danas nazivamo elektronskim bankarstvom.

5. FINANSIJSKO RESTRUKTURISANJE BANAKA – FINANSIJSKI POTENCIJAL I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

Savremeno bankarstvo razvijenih tržišnih privrerda karakteriše koncentracija banaka, kvalitativna kontrola uloga države i finansijska deregulacija, pluralizam vlasništva, profit kao motiv poslovanja poslovnih banaka i spajanje banaka i/ili osiguravajućih društava u uslovima sveopšte liberalizacije finansijske zaštite.[504] Međunarodni bankarski sistem u 80–im godinama faktički je uplovilo u vode globalizacije finansijskih tokova i mehanizama, oštre međunarodne ekspanzije i internacionalne konkurencije bankarskih

[504] Dr Ž. Ristić i mr R. Jelić, op. cit., str. 106.

trustova, i globalizacije finansijskog i bankarskog tržišta, i fluidnosti u poslovanju banaka i finansijskih organizacije.[505] Suština transformacije naših banaka u banke akcionarskog tipa (preduzetničke banke) je da posluju kao finansijska preduzeća na načelima likvidnosti, rentabilnosti i sigurnosti u tržišnom okruženju, pri čemu postoje konkurentski odnosi u finansijskom sektoru kako između finansijskih institucija (poslovne banke i nebankarske finansijske organizacije) tako i između različitih oblika finansiranja (bilateralni –depoziti i krediti – i multilateralni – hartije od vrednosti).[506]

U tom kontekstu banke ne mogu više reprezentovati „tehnički servis" za snabdevanje privrede novčanim sredstvima niti institucije kojima upravljaju dužnici već samo samostalne finansijske organizacije koje autonomno definišu kreditnu politiku sa samostalnim i objektivnim procenama stepena kreditnog rizika kod svake transakcije i koje performansno pristupaju analizi kreditne i poslovne sposobnosti privrednih jedinica. U bankarskoj metodologiji kod ocene investicionih projekata „insistira se na vremenskoj projekciji novčanih tokova, korišćenju sadašnje vrednosti svih razmatranih kategorija, komparativnoj analizi, proceni rizika i neizvesnosti i sintetizovanim pristupima i metodima ocene.[507] Pri tome se polazi od rentabiliteta investicija, roka povraćaja korišćenih kredita i tuđih resursa, stopa samofmansiranja, kao i doprinosa investicionih programa povećanju deviznih prihoda. Uzimaju se u obzh kamatna stopa na posuđene resurse koji se mogu pokriti, rok za izgradnu, jedinični troškovi projekta i komitentski odnosi banke i investitora. Sve korišćene varijable se na kraju sintetizuju, kako bi se vrednost investicija što realnije sagledala a predviđa se ograničavanje davanja investicionih kredita jednom korisniku na najviše 10% investicionog potencijala. To bi trebalo da doprinese racionalnom korišćenju nedovoljnih sredstava nacionalne štednje, a kod većih investicionih projekata neophodna je disperzija rizika. Poslovne banke bi u potpunosti poštovale rigorozne kriterijume kreditiranja i finansiranja čiju adekvatnost potvrduje tržište, jer bi u protivnom pre ili kasnije, bile podvrgnute bankrostvu ili sanaciji.[508]

Tokom 80–ih godina stvoreni su institucionalni uslovi za postepeno uklanjanje regionalnog karaktera poslovnog bankarstva sa prenaglašenom teritorijalizacijom finansijskih tokova za povećanje odgovornosti osnivača banaka, za evidenciono razdvajanje kratkoročnog i investicionog bilansa, za reafirmaciju načela bankarskog poslovanja itd. „U skladu sa svojim novim profliom, banka će ubuduće poslovati i u svoje ime i za svoj račun, kao samostalni ekonomski subjekt, ona bi trgovala specifičnom robom (novcem) koji prikuplja i pozajmljuje po tom osnovu, po kamatama formiranim na novčanom tržištu. Na primarnom finansijskom tržištu najpre bi svaka poslovna banka, kao posrednik u strujanju, inicijalnih finansijskih sredstava, vršila funkciju investicionog bankarstva obavljajući agencijske poslove i vezi dužničkih i svojinskih hartija od vrednosti, što bi vremenom postao posao posebno zato specijalizovanih institucija. Na sekundarnom finansijskom tržištu, koje će poslovati „preko šaltera",[509] banke će zadržati svoju ulogu pri ponovnoj kupovini odnosno prodaji već realizovanih vrednosnih papira. Najaktuelnija finansijska inovacija je novčano tržište na kome tržišni transaktori deiom drže svoje novčane rezerve u vidu transakcionih depozita kod banaka, a delom kao

[505] Živković A., Bankarstvo u uslovima razvoja jedinstvenog jugoslovenskog tržišta, Ekonomski anali 106/90 st. 159–183.

[506] Ćirović dr M.: Monetarna ekonomija, Evropski centar za mir i razvoj, Beograd, 1987, str. 117.

[507] Živković A., op. cit., str. 160.

[508] Dr s. Komazec, dr A. Živković, dr B. Krstić: Bankarski menadžment, postdiplomski studiji, ekonomski fakultet, Beograd, 1999.

[509] Ibidcm, str. 166.

kratkoročne hartije od vrednosti kod sebe. Proporcije primarnih i sekundarnih rezervi likvidnosti zavise od nivoa kamatnih stopa i transakcionih troškova. Uslov za snaženje ovog tržišta je da preduzeća ostvaruju dovoljnu akumulaciju, kako bi deo sredstava držala i u obliku likvidnih obveznica za ponudu po relativno stabilnim cenama.

U najnovijoj reorganizaciji bankarske sfere banke su koncipiranek ao autonomni tržišni subjekti, koji ostvaruju dobit, pokrivaju rizik, odgovaraju svojim obavezama, doprinose proširenom reprodukovanju kapitala u fondovima i jačaju akumulativnu i reproduktivnu sposobnost osnivača. U tom kontekstu, banke posluju u svoje ime i za svoj račun, ali i kao finansijski agenti, intermedijeri i savetodavci. Poslovna orijentacija banaka je univerzalna, specijalizovana i razvojna. Banke svoje depozite, kreditne, investicione i uslužne funkcije obavljaju u zavisnosti od raspoloživih potencijala, koji se upotpunjava emitovanjem hartija od vrednosti, od dogradnje finansijske mreže i od diversifikacije finansijskih instrumenata.

Promene u finansijskoj strukturi u razvijenim tržišnim ekonomijama u 1980. ispoljava se u vidu finansijskih inovacija, deregulacije, sekjuritizacije globalizacije. To je dovelo do kreiranja diversifikovanih finansijskih instrumenata putem kojih se povezuju kreditori i debitori uz slobodno formiranje bilansne strukture, aktiviranja tržišta kapitala i novca kao institucionalnog oblika transfera dugoročnih i kratkoročnih finansijskih resursa izmedu dužnika i poveirlaca bez posredovanja finansijskih institucija, deregulacije na finansijskom sektoru i uvodenja konkurencije izmedu profitno orijentisanih finansijskih institucija, i formiranja realnih kamatnih stopa kao objektiviziranog parametra za optimalnu alokaciju finansijskih resursa.[510]

Ove tendencije u promenama finansijske strukture u formi finansijskih inovacija manifestuju se u vidu (obliku) deregulacije, sekjuritizacije i globalizacije. Tako je došlo do stvaranja uslova za oštriju konkurenciju izmedu raznih tipova finansijskih institucija uz napuštanje strogih podela kompetencije njihovih delatnosti na finansijskom sektoru (deregulacija). Ovo je praćeno povećanjem relativne uloge vrednosnih papira kao i sekundarnih tržišta na kojima dolazi do kupoprodaje ranije emitovanih papira, uz relativno potiskivanje finansijskih institucija odnosno jače povezivanje finansijskih institucija za tržište vrednosnih papira (sekjuritizacija). Najzad, došlo je do tendencije medunarodnog povezivanja nacionalnih finansijskih tržišta odnosno stvaranja globalizovanog finansijskog tržišta. Tendencija globalizovanog kretanja novca i kapitala rezultat je s jedne strane postojanja konvertibilnosti valuta kao i srnanjenja ili ukidanja ograničenja na planu kretanja kapitala izmedu zemalja i inostranstva.[511]

Reforma finansijskog sistema inicirala je potrebu institucionalizacije finansijskog tržišta na kome se ukrštaju tokovi ponude i tražnje novca i kapitala. Na novčanom tržištu „se vrši prelivanje kratkoročnih sredstava pre svega u vidu depozita banaka kod centralne banke i blagajničkih zapisa centralne banke, dok bi u perspektivi došlo do emisije kratkoročnih državnih obveznica, depozitnih certifikata banaka i komercijalnih papira preduzeća. Uvođenjem novčanog tržišta dolazi do diferencijacije novčanih aktiva na primarne i sekundarne novčane aktive. U kontekstu stvaranja novčanog tržišta na kojem dolazi do interventnih operacija centralne banke stvaraju se institucionalne mogućnosti za nove mehanizme regulisanja primamog novca od strane centralne banke. Medutim, sa gledišta razvoja finansijske strukture mnogo je značajnije stvaranje tržišta kapitala na kojem dolazi do primame emisije vrednosnih papira (akcija i obveznica)

[510] Ćirović dr *M.: Tržišno–orijentisana reforma finansijskog sistema,* Ekonomski anali, br. *106/ 90,* str. *187–204.*
[511] Ćorović dr M.: op. cit, str. 190.

od strane preduzeća kao i obveznica koje emituje država. Tržište kapitala povlači za sobom i stvaranje sekundarnog tržišta na kojem dolazi do kupoprodaje primarno ranije emitovanih vrednosnih papira. Na taj način jednom emitovane akcije preduzeća ostaju permanentno u prometu i samim tim predstavljaju trajne izvore finansiranja preduzeća. Pri tome je bitno naglasiti da akcije preduzeća nose varijabilni prinos čija visina zavisi od tekuće profitabilnosti preduzeća kao i politike raspodele neto dobiti preduzeća izmedu retencije profita za fmanshanje razvoja i isplate neto dobiti u vidu dividendi vlasnicima akcija. Obveznice su instrument kreditnih odnosa između preduzeća ili države kao emitenata tih oblika vrednosnih papira i one nose po pravilu fiksnu kamatnu stopu ili kamatnu stopu koja je vezana za neku referentnu kamatnu stopu na finansijskom tržištu. Obveznice koje se nalaze u prometu na sekundarnom tržištu kapitala imaju rok dospeća od najmanje godinu dana (po altemativnoj konvenciji najmanje dve godine).[512]

6. OCENA BONITETA BANAKA I REJTING BANAKA

Bonitet savremene biznis orijentisane banke po pravilu reprezentuje sposobnost banke da u određenom roku izmiri dospele obaveze i da održi sposobnost poslovanja. U tom kontekstu, rejting (ili rangiranje) banke jeste izabrani model saopštenja (ilustracije) ocene boniteta, koji se može izraziti i putem kreditne sposobnosti banke i solventnosti dotične banke. Struktura bilansa banke, kvalitet poslovanja banke i finansijske pozicije banke jesu stožerne tačke u analizi boniteta banke, koja je usredsredena na procenu mogućeg cash–flow–a, koji je refleksija sposobnosti banke da „proizvede" i gotovinu i profit u poslovnoj politici „bankarske industrije" sa minimiziranjem rizika (kreditnog, investicionog, konkurentnog i monetarnog). Bankarski ulagači, po pravilu, biraju izmedu dobiti i rizika. U svojim odlukama, ulagači se „drže" odredenih koeficijenata bankarskog poslovanja i finansijskog izveštaja, i to:

$$PA = \frac{NP}{A}$$

$$PK = \frac{NP}{OF}$$

$$RL = \frac{G + KHV}{D}$$

$$KR = \frac{K}{A}$$

$$RK = \frac{K}{RA}$$

[512] Ćirović drM.: op. cit., str. 201.

gde su: PA – profitabilnost aktive, NP – neto prihod, A – aktiva, PK – profitabilnost kapitala, OF – osnivački fond, RL – rizik na tržištu, visoka stopa povraćaja fondova, široka zaštita aktive, umereno oslanjanje na kredite, konzervativna struktura kapitalizacije, osigurane izvore alternativnog obezbeđenja likvidnosti, visoka interna sposobnost stvaranja gotovine, osigurana pristup finansijskom tržištu, široka margina profitnog pokrića fiksnih finansijskih operacija. U tom kontekstu, parametri analize kreditne sposobnosti jesu sledeći: (1) cash/flow kapacitet vraćanja duga, co5/|/7ow/ukupan dug, dug/ ukupna kamata, (2) kapitalna intenzivnost, struktura troškova i kvalitet upravljanja, i (3) potencijalni rast, konkurencija i strateška pozicija. Tu su važni i koeficijenti profit/ aktiva, profit/akcijski kapital i akcijski kapital/aktiva.[513]

U medunarodnoj praksi, zbog ekstemih investitora i unapredenje poslovne politike banaka, ocenu boniteta banke na atraktivan i kompleksan način prezentuju američka investiciona banka Dean Witers (analiza kvantitativnih i kvalitativnih aspekata poslovanja banke) i švajearska banka UBS (sistem koeficijenata). „Dean Witers" posmatra bonitet na osnovu analize kvalitativnih i kvantitativnih aspekata poslovanja banaka. Analiza obuhvata sledeće komponente:

L – likvidnost, G – gotovina, KHV – kratkoročne hartije od vrednosti, D – depoziti, KR – kreditni rizik, K – krediti, RK – rizik kapitala, K – kapital, RA – rizična aktiva. To je važno znati unutar bankarskog informacionog sistema, pošto postoje različiti „bankarski proizvodi" koji se nude komitentima i kojima se privlače klijenti, različite politike prikupljanja i plasiranja sredstava, rastuća konkurencija izmedu banaka i banaka i drugih finansijskih organizacija i posrednika na tržištu novca, rastuća profitabilnost u inflatornim uslovima i rastuća rizičnost ulaganja (zbog povećane nelikvidnosti, nesolventnosti i nesigurnosti). Za ulagače su prethodne informacije važne i zbog nerazvijene ekonomsko–finansijske revizije poslovanja banaka (auditing) u inače tržišno orijentisanom bankarstvu.

U inostranoj praksi, po prof. Vasiljeviću, postoje dva vida ocene boniteta banke. „Prvi je predmet delatnosti specijalizovanih agencija za rangiranje – rejting agencija, a drugi je individualna ocena. U oba slučaja, analiza i ocene boniteta vezana je za sposobnost otplate dugova (uključiv i obaveze po kratkoročnim hartijama od vrednosti vanbilansne operacije), ili za vlasničke hartije od vrednosti koje banke izdaju. Pored navedenih procedura, elementi ocene boniteta mogu se naći u raznim procedurama rangiranja banaka u specijalizovanim časopisima i drugim publikacijama, odnosno u drugim neformalnim izvorima.

Časopis Banker vrši uopšteno rangiranje banaka prema sledećim kriterijumima:

- snaga (kapital: apsolutni iznos procentne promene),
- veličina (aktiva: apsolutni iznos, procentne promene),
- kvalitet (kapital/aktiva),
- profit pre oporezivanja (apsolutni iznos, procentne promene),
- performanse (realni rst profita, profit/kapital, profit/aktiva).

Časopis Euromoney rangira banke uzimajući u obzir: deonički kapital, aktivu, stopu povraćaja na deonički kapital, stopu povraćaja na aktivu, troškove u odnosu na dobit neto kamatnu maržu, neto dobit, realnu profitabilnost, kreditni rejting i rejting nezavisnih analitičara. Stepen ponderisanja pojedinih kategorija radi ustanovljavanja

[513] E. Westan i E. Brighom, Managerial Finance, Hinsdale, Ilionis, 1977.

sintetičkog rejtinga koji predstavlja opštu ocenu rizičnosti ulaganja, različit je, polazeći od svakog navedenog kriterijuma."[514]

Tzv. rejting agencije ocenjuju bonitet banaka na bazi razvijenih metodoloških postupaka, bogate procedure i razvijenih „finansijskih alata", pošto se gotovo svaki rejting naslanja naprocenu upravljačke strukture, profita i bilansa dužnika. Dobar rejting, prema tome, inkorporira, rastući trend profita, rastuću sposobnost uzimanja kredita radi pokrivanja očekivanih i neočekivanih izdataka gotovine, dobru poslovnu poziciju na tržištu i jaku upravljačku struktirru. To su kvalitativne performanse rejtinga, kao tekuće procene kreditne sposobnosti dužnika u odnosu na utvrdenu obavezu (Standard and Poor's Corporation). Međutim, Moody's Investor Service (SAD), kod rejtingovanja izdavalaca dugoročnih hartija od vrednosti (i primalaca dugoročnih kredita) upotrebljava ocene sa stanovišta kreditnog rizika i to od najsigurnijih prema najnesigurnijim: Aa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C, sa numeričkim modifikacijama 1, 2, 3 u svakoj od ovih opštih ocena.

Kod rangiranja kratkoročnih kredita, uključiv izdavaoca kratkoročnih hartija od vrednosti (prema navedcnom principu): Prime – 1, Prime – 2, Prime – 3 i Not prime. S and P. upotrebljava ocene AAA, AA, A, B, BB (investicioni stepen), BB, CC, CC (špekulativni stepen) i D (obustavljena plaćanja). Svaka od ovih kategorija može se modifikovati znacima + i –, koji označavaju modifikaciju naviše i naniže. Kod kratkoročnih hartija, ocenu su A–l, A–2 i A–3 (sigurni plasman), B, C (špekulativni plasman) i D (obustava plaćanja). Poređenje ocena ove dve najveće svetske agencije za rejting dajemo u sledećoj tabeli:

INVESTICIONI STEPEN

Moody's		S and P
Aaa	AAA	Vrhunski kvalitet („gilt–edged")
Aal	AA+	
AA2	AA	Visoki kvalitet
Aa3	AA–	Vrlo jak
A1	A+	
A2	A	Viši kvalitet
A3	A–	Jak
Baal	BBB+,	
Baa2	BBB	Srednji kvalitet
Baa3	BBB–	Adekvatan
NIŽI INVESTICIONI STEPEN		
Baal	BB+,	
Ba2	BB	Srednji kvalitet
Ba3	BBB–	Adekvatan
Caal	CCC+	
Caa2	CCC	Loša ocena
Caa3	CCC–	Mogućnost stečaja
Ca	CC	Visoko špekulativan
C	C	Najniži kvalitet

[514] Vasiljević, dr B.: Uvod u analizu i ocenu boniteta banaka, Jugoslovensko bankarstvo 1–2/92, str. 5–6.

Svaka od navedenih ocena ima svoje odgovarajuće obrazloženje. Na primer, u praksi Moodv's obveznice koje su ocenjene sa Aaa smatraju se za najkvalitetnije. Ulaganje u njih povlači najmanji stepen investicionog rizika i uobičajeno se one smatraju za prvoklasne. Otplata kamate osigurana je velikom ili izuzetno stabilnom maržom, a sigurna je i otplata glavnice. Iako je verovatno da će se promeniti različiti elementi koji štite ulaganje, promene koje se mogu sagledati najverovatnije neće uticati na izuzetno jaku poziciju emitenata. S druge strane, obveznice koje su ocenjene sa C su najniže ocenjena klasa obveznica i može se smatrati da emisija, koja ima navedenu ocenu, ima izuzetno loše izglede da bilo kada stekne bilo kakav realan investicioni kvalitet.[515]

Sposobnost izdavalaca kratkoročnih hartija od vrednosti da na vreme otplate obaveze, čiji početni rok dospeća iznosi do jedne godine, reflektuje rejting kratkoročnih obaveza čiji izdavaoci imaju vodeću poziciju kapitalizacija (dugoročni dug, deonice, obeležja, obim, vrste).

- opšti opis organizacije, broj zaposlenih, imena rukovodilaca,
- karakteristike emitovanih obveznica,
- karakteristike emitovanih deonica,
- dividenda,
- dobit i fmansiranje,
- komparativna statistika (osnovne kategorije bilansa stanja i bilansa uspeha),
- posebni bilans stanja i bilans uspeha (osnovne kategorije),
- ima revizora.

Sistem koeficijenta švajearske banke UBS (Annual Report, 1990) karakterističan je po jasnoj identifikaciji izvora informacija (finansijskih izveštaja) koji se koriste:

Bilans uspeha

- Novčani tok (Cash Flow)/(ukupan prihod)
- Novčani tok/(kapital i rezerve)
- Novčani tok/ukupna aktiva
- Profit/kapital i rezerve
- Operativni prihod/ukupan prihod
- Prihod od usluga i drugi prihod/ukupan prihod
- Neto prihod od kamate/ukupan prihod
- Ukupan prihod/troškovi zaposlenih i opšti troškovi
- Prihod po zaposlenom
- Troškovi po zaposlenom

Bilans stanja

Finansijski koeficijenti

- Kapital i rezerve/ukupna aktiva
- Obaveze prema bankama/obaveze od banaka
- Depoziti/krediti
- Štedni i drugi depoziti/hipoteke i zajmovi osigurani hipotekom

Struktura bilansa stanja

Aktiva

[515] Ibidem, str. 6.

- Obaveze banaka/ukupna aktiva
- Krediti/ukupna aktiva
- Hipoteke i zajmovi osigurani hipotekom/krediti
- Obaveze banaka/obaveze prema bankama

Pasiva

- Obaveze prema bankama/ukupne obaveze
- Depoziti/ukupne obaveze

Ovako dezagregirani podaci pružaju mogućnost potencijalnom kreditoru/investitoru, da, koristeći komparativni pristup, prati i projektuje kvalitet rizika koji njegovo ulaganje ima.[516]

U bankarskoj praksi susreće se i ocena sigurnosti poslovanja banaka, koji koristi tzv. institucionalne koeficijente: stepen rizičnosti aktive, uskladenost ročne strukture, stepen adekvatnosti kapitala, koeficijent minimalne likvidnosti, koeficijent profitabilnosti itd.

7. POLITIKA KAMATNIH STOPA POSLOVNIH BANAKA I UPRAVLJANJE FINANSIJSKIM POTENCIJALOM

1) TEORIJE KAMATNE STOPE BANAKA

U finansijskoj teoriji i praksi, kamatna stopa jeste cena korišćenja novčanih i kreditnih sredstava na finansijskom tržištu. Vremenska preferencija finansijskih resursa je različita i otuda je kontrabalansirana kamatom kao cenom korišćenja novca u jednom periodu. Stopa korišćenja novčanih resursa je po pravilu uvek veća u sadašnjem u odnosu na buduće vreme, usled čega treba platiti odgovarajuću tržišnu cenu njihovog korišćenja u odgovarajućem periodu. Štediše (suficitari) prodaju ili ustupaju svoja finansijska sredstva deficitarima (debitorima) uz ugovaranje odgovarajuće naknade odnosno cene (kamate) i perioda korišćenja kapitala (kredita) i tražnje kapitala (kredita). Prema klasičnoj ekonomskoj teoriji „prirodna" kamatna stopa jeste stopa prinosa realnog kapitala. Realni prinosi kapitala formiraju se kao funkcija tehnološke produktivnosti kapitalnih dobara ili investicionih ulaganja. Na finansijskom tržištu formira se tržišta (novčana) kamatna stopa, na bazi odnosa izmedu ponude i tražnje kreditnih odnosno novčanih resursa. Dugoročno postoji ravnoteža izmedu dva tipa kamatnih stopa, dok na kratak rok dispariteti se objašnjavaju promenama nivoa cena. Dispariteti kamatnih stopa pokreću automatske tržišne snage ponovnog uravnotežavanja kamatnih stopa.[517]

[516] Ibidem, str. *8*.
[517] Dr. S. Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga, 1990, str. 461–462.

U savremenoj finansijskoj literaturi egzistiraju tri teorijska modela u eksploataciji formiranja tržišnih kamatnih stopa, i to:

1. Teorija preferencija likvidnost,
2. Teorija kreditnih fondova i
3. Teorija inflacionih očekivanja.

Po teoriji preferencije likvidnosti kamatne stope su determinisane odnosima između tražnje i ponude novčanih resursa. „Zasnovana je na Kejnzovoj teorijskoj konstrukciji transakcionih, opreznosnih i špekulativnih motiva držanja novca. Obim .transakcionog novca odreden je nivoom ekonomske aktivnosti. Ako se nivo ekonomske aktivnosti aproksimira kretanjem bruto društvenog profizvoda, tada će povećani obim ove varijabile zahtevati držanje većeg obima transakcionog novca. Obim opreznosnog novca je konstantan i nezavisan od nivoa ekonomske aktivnosti. Obim državnog špekulativnog novca je inverzan prema kretanjima nivoa kamatne stope: u periodima visokih kamatnih stopa poslovni subjekti će redukovati obim Likvidnih rezervi i povećati obim kamatonosnih vrednosnih hartija. U očekivanju pada kamatnih stopa u narednom periodu, računa se na porast cena hartija i oslvarivanje odredenog kapitalnog dobitka. Visoke kamatne stope dovede do ekonomisanja i racionalizacije novčanih rezervi, odnosno prestruktuiranja novčanih holdinga i preokretanja rastuće u padajuću krivu kamatne stope. U periodima niskih kamatnih stopa povećava se preferencija držanja likvidnih rezervi na račun držanja vrednosnih hartija, sa očekivanjem pada njihovih cena u sledećem ciklusu povećanja kamatnih stopa. Stopa prinosa hartija od vrednosti jeste oportunitetni trošak držanja novca odnosno likvidnih rezervi”.[518]

Isto tako, i **teorija kreditnih fondova** *(„loanable fundus appmach”)* odreduje nivo kamatne stope na bazi odnosa između odnosa ponude i tražnje uzajmljivih finansijskih resursa. Analitički okvir teorije je finansijsko tržište, na kome se posmatraju ukupni finansijski tokovi, kreditni transferi i ulaganja u vrednosne hartije. Centralno pitanje jeste motivaciona snaga odobravanja kredita, korišćenja kredita, ulaganje u obveznice i ponude hartija od vrednosti. Teorijska objašnjenja zasnivaju se na analizi finansijskih tokova, dok je teorija preferencija likvidnosti u fokusu imala finansijska stanja (stok koncept). Ponuda kreditnih fondova je određena obimom štednje društva, stopom rasta novčane mase i obimom zaliha novčanihresursa. Povećanje obima štednje i nivoa novčane mase ima pozitivan uticaj na rast ponude kreditnih fondova, dok će rast zaliha novčanih resursa imati negativne efekte. **Kriva ponude kreditnih fondova ima pozitivan nagih** u **odnosu na kretanje kamatne stope.** Uprošćena jednačina formiranja ponude kreditnih fondova glasi:

$$\Delta LF_S = S + \Delta M - RM$$

pri čemu simboli imaju sledeće značenje:

LF – kreditni fondovi
S – štednja
M – novčana masa
RM – novčane rezerve

Promene tražnje subjekata za kreditnim fondovima određene su potrebnim finansijskim resursima za ulaganje u porast kapitalnih investicija, trajnih obrtnih sredstava i likvidnosti. Obim porasta privredne aktivnosti, funkcije investicionih oportuiteta

[518] Ibidem, str. 462.

i stepena finansijske discipline odreduju trendove tražnje za kreditnim fondovima od strane privrede. Funkcija tražnje kreditnih fondova ima inverzan odnos prema kamatnoj stopi, usled čega će na odgovarajućem dijagramu postojati opadajuća kriva tražnje. Ukupna tražnja kreditnih fondova uključuje pored obima tražnje privrede i odgovarajuću tražnju fondova od sfrane države (deficitno finansiranje budžeta, projektno finansiranje komunalne infrastrukture i **sl.),** tražnju sektora domaćinstava i inostranstva. Funkcija tražnje za kreditnim fondovima ima sledeći izgled:

$$DLF_d = DB + DG + DSG + DH$$

LFd – tražnja kreditnih fondova
B – tražnja privrede
G – tražnja države
SG – tražnja lokalnih državnih jedinica i
H – tražnja stanovništva[519]

Treća teorija kamatne stope je teorija inflacionih očekivanja. Zbog značaja odnosa inflacije i kamatne stope ovde ćemo je šire interpretirati.

2) KAMATNA STOPA, INFLACIJA I FINANSIJSKI POTENCIJAL BANAKA

Konačno, očekivane promene cena i kamatnih stopa predstavljaju teorijsku eksplikaciju promena kamatne stope u zavisnosti od inflacionih i deflacionih očekivanja u privredi. Bazična postavka jeste uticaj promena cena na nivo otplatnih obaveza debitora. U uslovima inflacije dolazi do redukcije nivoa realnih prinosa i obima otplatnih obaveza, dok bi deflatorna kretanj uticala na odgovarajuće povećanje ovog nivoa. Usled toga održavanje targetiranih obima prinosa, otplatnih obaveza i uopšte realne vrednosti kreditnih resursa odnosno novčane imovine, zahteva odgovarajuće korigovanje nominalne kamatne stope. Stepen korigovanja nominalne kamatne stope determinisan je stopom promena cena, odnosno potrebom da se kontrabalansira nastala promena kupovne snage novca usled delovanja inflatornih i deflatornih tendencija. U uslovima tržišne ravnoteže 5 stabilnog nivoa cena postojala bi ravnoteža nominalne (i) i realne (r) kamatne stope, dok bi u periodima promena nivoa cena osnovna funkcionalna relacija uskladivanja nominalne kamate bila: $i = r + p/p$. Izraz p označava dp/dt, odnosno promenu nivoa cena u periodu t, dok p označava nivo cena iz perioda (t–I).[520]

U finansijskoj teoriji i politici sve je značajnija polarizacija između kratkoročne i dugoročne kamatne stope.

Kratkoročna kamatna stopa se po pravilu formira na tržištu novca i to na bazi odnosa između „tražnje i ponude kratkoročnih finansijskih fondova. Promene obima tražnje mogu nastati usled promene obrasca ukupne privredne aktivnosti, stope inflacije, opštih performansi privredivanja i delovanja sezonskih cikličkih i stohastičkih momenata. U periodima uspona privredne aktivnosti i povećanja stope inflacije neizbežno dolazi do porasta tražnje za kratkoročnim novčanim resursima. Porast tražnje za novčanim fondovima može uslediti i na bazi struktumih promena na tržištu hartija od vrednosti, povećanja deficita državnog budžeta i smanjenja obima izvornih prihoda države (poreza).

[519] Ibidem, str. 464–465.
[520] Ibidem, str. 466.

U periodima investicionih talasa dolazi do povećanja tražnje za dugoročnim finansijskim fondovima, što se veoma brzo prenosi i na povećanje tražnje za kratkoročnim novčanim resursima. Ako je obim ponude kratkoročnih novčanih sredstava zadržan na konstantnom nivou, tada će navedene promene tražnje novca dovesti do porasta kamatne stope. Pri tome se polazi od bazične teorijske postavke o razdvojenosti tražnje i ponude novca.

Nivo kratkoročne kamatne stope određen je mešavinom faktora u oblasti tražnje i ponude novčanih resursa (likvidnosni efekat), formiranje poslovnih performansi privrede (dohodni efekat) i stabilnosti cena (inflacioni efekat). Višak tražnje u odnosu na ponudu novčanih resursa, poboljšanje novčanih performansi poslovanja i povećana stopa inflacije deluju na povećanje nivoa nominalne kamatne stope. Deficit tražnje za novčanim resursima, pogoršanje privrednih performansi i niža stopa inflacije dovode do redukcije nivoa tekućih kamatnih stopa. Jednačina formiranja nominalne kamatne stope na kratkoročnom finansijskom tržištu sadrži efekte stope likvidnosti, stope prinosa privrede i inflacione stope. Pri tome, postoje jaki interkauzalni odnosi između navedenih parametara. Realna kamatna stopa biće pod dominantnim efektima privrednih performansi i stopa prinosa u ekonomskom sistemu. Generalno važi zakonitost da nivo realne kamatne stope ne može biti iznad nivoa opšte stope prinosa (rentabilitet, dobiti) ekonomskog sistema.

Kratkoročna **kamatna** stopa se vezuje za kratkoročne bankarske kredite, državne hartije od vrednosti, blagajničke zapise, bankarske certifikate, komercijalne papire preduzeća i sl. U razdobljima uspona ekonomske aktivnosti i poboljšanja ekonomskih performansi dolazi do porasta tražnje za navedenim instrumentima mobilizacije resursa i finansijskih investicija, na osnovu čega će uslediti povećanje kamatnih stopa. Porast obima pozajmljivanja finansijskih resursa, namenjenih pokrivanju porasta obima trajnih obrtnih sredstava, zaliha i deficita likvidnih sredstava, ima istosmerno kretanje sa kamatnom stopom. Oštrija restriktivna monetarna politika u okvim stabilizacione politike uvek rezultira u povećanju kamatne stope."[521]

Na kraju, valja konstatovati da su i dugoročne kamatne stope povezane sa kratkoročnim kamatama, pošto i debitori i kreditori utiču na formiranje nivoa kamata na bazi prosečnih tekućih i očekivanih kratkoročnih stopa. Otuda su dugoročne kamatne stope u matematičkom smislu geometrijski ponderisani prosek tekućih i očekivanih kratkoročnih kamatnih stopa. Kada se u takvom sintetizovanom proseku doda odredena premijska margina dobiće se prosečne dugoročne kamatne stope. „Otuda se može konstatovati da su faktički promene prosečnih dugoročnih kamatnih stopa pod uticajem očekivanih promena kratkoročnih kamatnih stopa. Teorijski posmatrano, dugoročne kamatne stope su determinisane faktorima formiranja štednje i rentabiliteta investicija u makrosistemu, dok su znatno manje pod uticajem monetarnih faktora. Ponuda i tražnja kapitalnih fondova ima važan uticaj na formiranje odgovarajućeg nivoa dugoročnih kamatnih stopa. Kada zemlja želi da poveća priliv inosfranog kapitala, povećaće dugoročne kamatne stope i na taj način delovati na atraktivnost inostranih investitora.

Prema teoriji anticipativnih očekivanja ročna struktura kamatnih stopa odredena je predviđanjima (anticipacijama) kretanja kamatnih stopa u budućem periodu. Usled toga će kamatne stope na dugoročne obveznice i kreditne plasmane biti odredene na bazi **anticipacije kretanja kamata u narednom periodu** od nekoliko godina. U gradenju dugoročnih kamatnih stopa kalkulišu se samo generalizovana očekivanja kretanja kamatnih stopa na finansijskom tržištu. U uslovima anticipacije pada kamafnih stopa u

[521] Ibidem, str. 471–472.

narednom periodu, dugoročne kamatne stope su niže od tekućih kratkoročnih. Prema ovoj teoriji dugoročne kamatne stope su specifična vrsta konformnih kamata, usklađivanih na bazi objektizovanih i sumamih očekivanja tržišnih subjekata u pogledu kretanja kamata u predstojećim razdobljima. U uslovima predvidanja stabilnih kamatnih stopa tržišni subjekti će biti indiferentni u pogledu izbora ročne strukture kredita ili portfelja. U uslovima visoko razvijenih finansijskih tržišta buduća kretanja kamatnih stopa mogu biti pod relativno snažnim uticajima samih anticipacija i ponašanja monetarnih institucija na bazi signala tržišta.

Prema komplementarnoj teoriji likvidne premije, dugoročne kamatne stope sadrže pozitivnu marginu u odnosu na kratkoročne zbog kompenzacije za žrtvovanje likvidnih sredstava. Debitori na tržištu kapitala plaćaju povišene kamate (kamatne premije) kreditorima za odricanje od posedovanja llkvidniSi resursa. Kod toga se pretpostavlja pozitivna kriva formiranja prinosa u budućem periodu. Likvidna premija je povezana i sa nesigurnošću formiranja budućih prinosa i dohodaka: marginalni kreditori na bazi pozitivne kamate kamatne margine usmeravaju svoje akumulativne fondove u plasmane sa drugim rokovima dospevanja. Veći stepen neizvesnosti i nesigurnosti u pogledu kretanja na tržištu povećava marginu likvidne premije”.[522]

3) REALNA KAMATA I TRŽIŠTE KAPITALA

Kamata je, videli smo, cena upotrebne vrednosti zajmovnog kapitala. Često se kamata objašnjava kao „cena za odricanje likvidnosti” (raspolaganje novcem u određenom periodu vremena). Marksistička teorija kamate objašnjava je kao deo bruto profita, koja je, stoga, redovno manja od profita, a kamatna stopa (u zdravoj ekonomiji) redovno niža od profitne stope. Inače u uslovima krize, kada je kamatna stopa visoka (kriza likvidnosti), a profitna stopa niska, može se desiti da je kamatna stopa više u odnosu na profitnu stopu. Celi bruto profit odlazi na kamatu bankarskom kapitalu (zajmovnom kapitalu). Visoka kamata derogira investicije i želje za investiranjem potencijalnih investitora. Na tržištu zajmova kapitala redovno se prati dugoročna kamatna stopa (za kratkoročnu kamatu na tržištu novca). U slučaju da je kamatna stopa visoka i da ugrožava sektor investicija i zaposlenosti, uz mogućnosti produbljivanja krize, država preko monetarne politike obara kamatnu stopu ohrabrujući investicije, posebno u uslovima kada se zbog visoke kamate javlja tendencija hiperakumulacije kapitala. Uz nižuj kamatu na zajmovni kapital postaju rentabilne i one investicije (uz ostale uslove *ceteris paribas)* koje to nisu bile uz visoku kamatnu stopu.

Ovde se uglavnom radi o **nominalnoj** kamatnoj stopi, onoj koja se pojavljuje na finansijskom tržištu i koja određuje odnose ponude i tražnje zajmovnog kapitala. Nominalna kamata je i predmet regulacije ekonomske i monetarne politike. Medutim, uz nominalnu postoji i **realna kamatna stopa.** Realna kamatna stopa je nominalna kamata korigovana za indeks cena na malo (stopu inflacije). To je dovoljno dobar reprezentant realne kamate da se današ najčešće upotrebljava u ekonomskim analizama. Realna kamata se u osnovi izračunava na sledeći način:

$$1 + i_r = \frac{1 + i_r}{1 + p}$$

[522] Dr Slobodan Komazec: Novac, kredit i kamata..., izd. Štampa, Šibenik, 1975, str. 142–U

odnosno, kada se odnosi srede, dobija se:

$$i_r = 1 + i_r = \frac{1 + i_r}{1 + p} - 1 = \frac{1 + i_r}{1 + p} + \frac{1 + p}{1 + p}$$

$$i_r = \frac{1 + p}{1 + p}$$

Realna kamata (ir) i stopa inflacije (p) stoje u obrnutoj srazmeri. Ako je stopa inflacije niska tada se nominalna i realna kamata gotovo izjednačavaju. Zbog toga se realna kamata približno izražava kao razlika nominalne kamate i stope inflacije:

$$i_r = i_n - p$$

Ako je **nominalna** kamata 10%, a stopa inflacije 5% tada je **realna** kamata oko 5%.

Negativna realna kamatna stopa znači da se pozajmljeni kapital nakon izvesnog vremena „topi" jer je stopa inflacije veća od nominalne kamatne stope. U slučaju postojanja negativne realne kamate izostaje ponuda zajmovnog kapitala na finansijskom tržištu. ' Vlasnici kapitala umesto u realne investicije ulaze u spekulativne oblike plasmana kapitala (brzi obrt kapitala, korišćenje inflacije u finansijskim transakcijama, kratkoročno pozajrriljivanje sredstava, pritisak na dizanje nominalne kamate, beg od novca u realna dobra). Sve su to karakteristike inflatorne ekonomije koja brzo obezvreduje novčani kapital, uz rešenje „sklonosti ka štednji" iz dohodaka.

Stopa inflacije uglavnom odreduje visinu realne kamatne stope. Galopirajuća inflacija dovodi do duboko negativnih kamatnih stopa. Monetarna iluzija, prema kojoj se ponašanje svih subjekata, nosilaca dohodka i štednje, odreduje nominalnom kamatom, u takvim uslovima nestaje. Formiranje štednje iz dohotka izostaje, sklonost potrošnji se naglo povećava (čak i neracionalnoj potrošnji), ponuda novčanog kapitala na tržištu kapitala opada.

Realna kamatna stopa u osnovi zavisi od nekoliko faktora (direktnog i indirektnog delovanja):

1. **Stopa infakije** (stvarna i očekivana stopa porasta cena),
2. **Nominalna** kamatna stopa,
3. Odnos **ekonomske politike** prema kamatnoj politici uopšte,
4. **Struktura kapitala preduzeća** (sopstveni ili pdzajmljeni kapital) i zavisnost od tržišta kapitala, odnosno bankarskih kredita,
5. **Per capita dohodak** i mogućnosti formiranja **štednje** iz dohotka i uz nižu nominalnu kamatu,
6. Orijentacija makroekonomske politike na **stimulaciju investicija i privrednog rasta,** uz stvaranje povoljne poslovne klime (i uz inflaciju to može da podstakne ponudu kapitala),
7. **Inflaciona očekivanja** i poslovni izgledi u budućnosti,
8. Veća ili manja **otvorenost privrede** i uticaj **svetskog finansijskog tržišta** (i kamatnih stopa) na domaće tržište kapitala i bankarski sistem.

Postoje, dakle, brojni faktori koji deluju na visinu i promene nominalne i realne kamatne stope, na koje ekonomska politika svake zemlje mora da računa.

8. PRINCIPI BANKARSKOG POSLOVANJA U UPRAVLJANJU FLNANSIJSKIM POTENCIJALOM

1) POLOŽAJ BANKE U PRIVREDNIM PROCESIMA – OSNOVA BANKARSKIH PRINCIPA POSLOVANJA

Banka kao finansijska institucija nalazi se u središtu složenih procesa proizvodnje i prometa i to njegovom najznačajnijem delu: procesu formiranja novca i kapitala i njihove upotrebe. Mobilizacija i koncentracija novca i akumulacije (štednje) je jedna od izuzetno značajnih funkcija banke, ali ništa manje nije značajna i funkcija koja iz toga sledi –pozajmljivanje tako koncentrisanih novčanih sredstava brojnim subjektima privredne aktivnosti.[523]

Banke postaje regulator novčanih tokova u njihovom stalnom priticanju i oticanju iz banke. U pravilno postavljenoj i vodenoj poslovnoj politici, banke u potpunosti zavise od **toga** da li **su** takvi novčani tokovi uskladeni. Uskladenost priliva i odliva novca predodreduje očuvanje jednog od osnovnih principa bankarskog poslovanja – principa likvidnosti. Uz ovaj osnovni poslovni princip, toku dugogodišnjeg rada banaka izdiferenchali **su** se i neki drugi principi kojih se sve banke u svetu pridržavaju. To su:

1. Princip likvidnosti,
2. Princip poslovnosti,
3. Princip sigurnosti i efikasnosti ulaganja sredstava u reprodukciji,
4. Princip rentabiliteta.

Dublje poznavanje i pridržavanje navedenih principa (načela) bankarskog poslovanja od posebnog je značaja u svim zemljama s razvijenim tržišnim mehanizmom.

Veće ili manje odstupanje od navedenih principa, posebno prva dva, obično dovodi do poremećaja u normalnom funkcionisanju bankarskog sistema, ali i celokupnog procesa proširene reprodukcije privrede. Posebno danas u složenim i vrlo dinamičkim privrednim kretanjima i složenim procesima transformisanja sredstava i plasmana. U svakom momentu ona mora imati uvid u situaciju na strani sredstava (priliv) i plasmana (odliva). Kod svake kreditne operacije banka mora realna predvideti izvore iz Icojih se daje kredit, kvalitet i ročnost sredstava, dinamiku priliva i odliva i dr.

Ne radi se o prostom bilansiranju, odnosno usaglašavanju sredstava i plasmana banke, radi se o brojnim drugim momentima koje banka mora uzeti u obzir, a pre svega:

1. **Ročnu strukturu** svih sredstava i njihovo paralelno kretanje s ročnom strukturom kredita. Angažovanjem kratkoročnih sredstava u dugoročne plasmane, banka može postati nelikvidna,
2. **Dinamika priliva** sredstava po vrstama sredstava i njihovoj strukturi,

[523] Dr S. Komazec, dr Ž. Ristić, dr J. Kovač: Bankarska ekonomija, ABC GLAS, Beograd, 1993, str. 117.

3. **Ponašanje** subjekta u privrednom sistemu, odnosno komitenta banke (u čije poslovanje ona mora imati detaljan uvid),
4. Opšte smernice ekonomske i razvojne politike i stabilnost privredno–finansijskih kretanja,
5. Mere monetarno–kreditne politike, koje mogu stimulativno ili restriktivno delovati na sredstva i kredite banaka, i dr.

Kada se stave u odnos sredstva na žiro računu banke i gotovina prema kratkoročnim izvorima sredstava, dobija se stopa likvidnosti banaka.

Smatra se da je optimalna stopa likvidnosti banaka u Jugoslaviji oko 4%. Viša stopa od optimalne predstavlja neiskorišćen kreditni potencijal (što povećava troškove banaka), dok niža stopa od optimalne predstavlja veliku neizvesnost i lako ulaženje u zonu nelikvidnosti te nemogućnosti plaćanja računa komitenata i odobravanja novih kredita (blokada u kreditnoj politici banke).

Stopa likvidnosti se uglavnom računa kao prosečna u toku meseca, a ne na odredeni dan.

Stopa likvidnosti banaka u poslednje tri godine imala je (mesečno) kretanje kako se vidi u prethodnom grafikonu.

2) PRINCIP LIKVIDNOSTI

Princip likvidnosti je takvo načelo u poslovanju banaka koje predstavlja obavezu banke da u svakom momentu bude u stanju da blagovremeno izvršava sve dospele obaveze prema svojim komitentima. Održavanje tekuće, platne likvidnosti predstavlja kamen temeljac uspešnog i stabilnog poslovanja svake banke. Upravo zbog nepoštovanja ovog principa, došlo je do likvidacije velikog broja banaka u krizi 1878, 1907, a posebno 1929–1932. godine. Od tada, poučeni tako gorkim iskustvima, gotovo sve države pronalaze instrumente preko centralne banke – da se zaštiti i dosledno sprovede ovaj princip poslovanja. Ako se žele pridržavati ovog principa, banke moraju imati u potpunosti uskladenu politiku sredstava i politiku plasmana – ne samo po dinamici priliva odliva, već i po ročnoj strukturi. Kako banke sve više posluju sa tudim, pozajmljenim sredstvima, u njihovom poslovanju stalno se prepliću brojni tokovi priliva i odliva sredstava – te ovaj princip likvidnostgi posebno dobija na značenju. Banka dakle, mora biti sposobna da svakog momenta izvršava svoje obaveze.[524]

Svaka banka, zbog navedenog razloga, svojoj likvidnosti posvećuje naj veću pažnju i u tom smislu stalno analizira svoje izvore, kako bi pravovremeno provela naloge svojih komitenata.

Likvidnost banke, uzimajući u obzir mogućnost „unovčavanja" njene aktive, može se diferencirati u tri oblika:

1. Primarna likvidnost,
2. Sekundarna likvidnost i
3. Tercijarna likvidnost.

[524] Banka mora u svakom slučaju biti uvek spremna da svojim verovnicima isplati svako njegovo potraživanje, a isto tako i da svojim dužnicima stavi na raspolaganje sredstva odobrenog kredita u ugovorenom roku. Isto tako banka je dužna da u ugovorenom roku izvrši i sve preostale obaveze, kao što su izdane garancije, izdani dokumentarni neopozivi akreditiv, neizvršenjem dospele obaveze banaka prestaje biti banka i nema više rezona njenog postojanja." (A. Katunarić, op. cit., str. 23).

Pod primarnom likvidnošću obično se podrazumeva gotovina u blagajni i sredstva na žiro računu banke kod centralne banke. Ova likvidnost je merilo platne sposobnosti i prelivanja novca i kapitala u privredi i širim cirkulisanjem van privrede – te ovi principi dolaze do posebnog izražaja.

Sekundarna likvidnost obuhvata primamu likvidnost, uvećanu za najlikvidniji deo aktive banke, koji se u kratkom roku može pretvoriti u novac (menice, kratkoročni krediti do tri meseca i dr.).

Tercijarna likvidnost banke predstavlja više teorijski, a manje praktičan elemenat, jer obuhvata one delove plasmana banke, koji se do isteka odredenog roka ne mogu pretvoriti u gotov novac (dugoročni krediti, obligacije, menice koje se ne mogu eskontovati i dr.).

Kako je već navedeno, od posebnog je značaja primama likvidnost. Centralna banka stoga propisuje za svaku zemlju minimalnu stopu primarne likvidnosti koju poslovna banka mora da održava, uzimajući u obzir sve navedene faktor. Radi se o minimalnim iznosima novčanih sredstava koje poslovna banka mora držati na svom žiro–računu kod centralne banke, da bi svakog momenta mogla vršiti plaćanje na zahtev svojih komitenata.[525]

„U situaciji privrednih teškoća i nelikvidnosti privrede uravnoteženje izvora sredstava i plasmana... postaje teško i vrlo složeno. Očekivano vraćanje odobrenih kratkofočnih kredita izostaje i planirani iznosi za nove plasmane automatski se blokiraju za pokriće nevraćenih kredita, što se neposredno negativno održava na tokove kruženja finansijskih sredstava.”[526] Likvidnost banke i privrede opada, a to se negativno odražava na procese proizvodnje i prometa u privredi kao celini.

Zbog značaja koji ima ovaj princip rada banke posebno ćemo ga i znatno šire izučavati.

3) PRINCIP POSLOVNOSTI I EFIKASNOSTI

Princip poslovnosti proizilazi iz osnovnog načela reprodukcije svakog subjekta –postizanje maksimalnih rezultata minimalnim ulaganjem sredstava. Princip poslovnosti treba da banku osigura od eventualnih iznenadenja, koja su moguća u savremenim vrlo dinamičnim promenama finansijske strakture u privredi.

U sprovodenju principa poslovnosti banke mora uvažavati njegova tri bitna sastavna dela:

- samostalnost i objektivnost u donošenju odluka („razboritost”),
- elemenat stalne cirkulacije novca i
- poslovno predvidanje.

Samostalnost i puna objektivnost u donošenju odluka treba da osigura banku od brzopletog planiranja sredstava, olakog trošenja sredstava, finansiranja problematičnih poslova i dr. Iza ovog elementa krije se i odgovornostbanke zapovraćaj uloženih sredstava, racionalno poslovanje i uopšte razvojnu politiku.

Banka mora u svom poslovanju nastojati da osigura stalnu dinamiku, odnosno cirkulaciju sredstava. Svi oblici sredstava moraju imati određenu dinamiku – ne smeju

[525] Stopa primarne likvidnosti za poslovne banke u Jugoslaviji kreće se od 3–5%, u zavisnosti od strukture komitenata, strukture privrede, strukture sredstava, plasmana i dr.

[526] A. Katunarić, op. cit, str. 26.

mirovati, jer moraju omogućiti stvaranje novih vrednosti koje će osigurati vraćanje kredita i proširenu reprodukciju u privredi.

Stabilnost i efikasnost poslovanja banke gotovo da nije moguće danas postići bez stalno prisutnog naučno razradenog metoda praćenja i predviđanja – svih relevantnih finansijsko–materijalnih tokova u banci i privredi. U tom smislu banka mora u svojoj poslovnoj politici što realnije predvideti i proceniti tendencije u privrednim i finansijskim tokovima, u zavisnosti od kreditno–monetarne politike, politike dohotka i ponašanja svih subjekata prema raspoloživom dohotku i dr.

Princip poslovnosti se ugraduje u princip likvidnosti i s njim čini jednu organsku celinu.

4) PRINCIP SIGURNOSTI

U složenim savremenim finansijskim tokovima, princip sigurnosti u poslovanju banke dobija poseban značaj. Sam princip sigumosti predstavlja određeni stepen sigumosti banke, da će komitent ili poslovni partner, u odredenom roku, uredno izvršavati sve svoje ugovorom preuzete obaveze. Ovaj princip se posebno odnosi na sigumost povraćaja uloženih sredstava (plasmana), a sprovodi se ocenom finansijskog položaja partnera i njegove kreditne sposobnosti. Danas ovakva ocena zahteva dublja istraživanja situacije na tržištu određenih proizvoda i usluga, stalno praćenje poslovanja preduzeća, ispitivanje njegove likvidnosti, rentabiliteta poslovanja, urednosti u izvršavanju obaveza – dakle, kompletne kreditne sposobnosti.

Princip sigurnosti posebno dolazi do izražaja u selekciji komitenata pri odobravanju kredita, rokovima odobravanja, kamatama i dr.

Odstupanje od ovog principa najčešće dovodi do slabljenja finansijskih rezultata u privredi, nestabilnosti, nelikvidnosti reprodukcije, gomilanja zaliha, nekurentne robe, ograničavanja tokova reprodukcije i dr.

5) PRINCIP RENTABILNOSTI – PROFITABILNOSTI

Princip rentabilnosti poslovanja banaka nekad je bio osnovni, a često je bio i motiv osnivanja i rada banaka. Danas ostvarivanje profita banke (razlika između neplaćene aktivne i plaćene pasivne kamate) ostaje i dalje gotovo glavni podsticaj poslovanja banaka u kapitalizmu, mada, istina, ostali principi dobijaju sve veći značaj u savremenom kapitalizmu. Ovo se odnosi, pre svega, na likvidnost i stabilnost u poslovnoj politici. Ostvariti visoku rentabilnost po svaku cenu ostaje i dalje kao princip u savremenom kapitalizmu, dok je u socijalizmu to već prestalo da postoji. U socijalističkoj privredi i dalje je prisutan ovaj princip, ali je prestao da bude primaran i onog značaja kao ranije.

Maksimiranje vlastitog dohotka postao je osnovni cilj rada i poslovne politike banke. To je pre svega i efikasno usmeravanje sredstava reprodukcije, optimizacija proizvodnje i prometa, optimalno korišćenje i izgradnja novih kapaciteta privrede takve specifične finansijske institucije u našem privrednom sistemu. Osnovni cilj je, dakle, optimalizacija uslova poslovanja i maksimalizacija dohotka akcionara banke.

GLAVA TREĆA

EFIKASNOST POSLOVNE POLITIKE BANAKA

1. BANKA U SISTEMU FINANSIRANJA PRIVREDE

Banke spadaju u najvažnije subjekte finansijskog tržišta i ukupnog sistema finansiranja privrede. U sistemu ukupnog finansiranja privrede (i države) banke dobijaju osnovnu ulogu, bilo da se radi o direktnom kreditiranju preduzeća, bilo indirektnom preko finansijskog tržišta (hartija od vrednosti).

Dobro organizovan finansijski i bankarski sistem i njihovo efikasno funkcionisanje doprinosi:

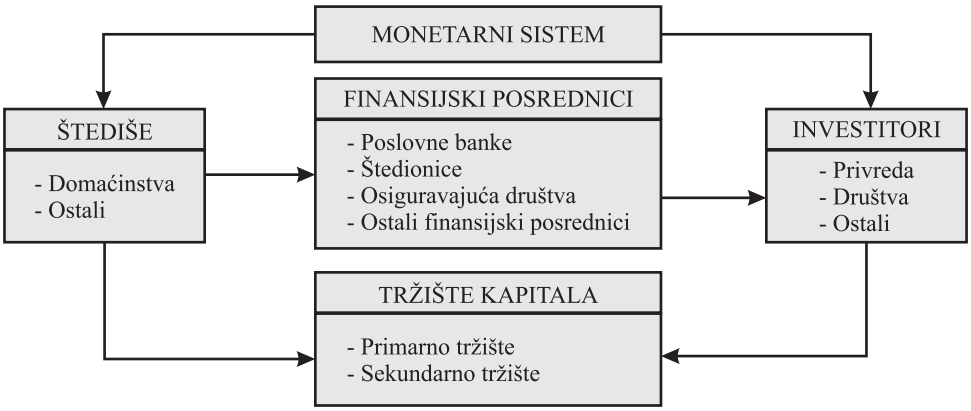
1. Povećanju stope nacionalne štednje,
2. Brzoj koncentraciji i centralizaciji kapitala,
3. Većoj efikasnosti korišćenja nacionalne štednje,
4. Povećanju opšte stope prinosa na društveni kapital,
5. Većoj stabilnosti privrednih i finansijskih tokova,
6. Povećanju opšte stope privrednog rasta,
7. Većoj društvenoj kontroli novčanih i finansijskih tokova,
8. Optimalnoj alokaciji finansijskih resursa uprocesu finansiranja privrednog razvoja,
9. Većoj „tečljivosti" i likvidnosti reprodukcije,
10. Odvijanju ukupnih tokova reprodukcije i dr.

Banke direktno ili indirektno postaju pokretači, katalizatorski i kontrolni mehanizam finansijskog sistema, bezkojihbi procesi reprodukcijepraktično bili nemogući.

Poslovno bankarstvo u finansijskom sistemu ima sledeće mesto: Finansijski sistem, a u sklopu njega i banke, ima tri osnovne društvene funkcije:

1. Mobilzacija i koncentracija štednje svih subjekata koji imaju veći dohodak od potrošnje,
2. Efikasna alokacija štednje po sektorima i subjektima, tržišta, koji predstavljaju ili drže odredene oblike imovine.

POSLOVNE BANKE I FINANSIJSKI POSREDNICI U PROCESU POVEZIVANJA ŠTEDNJE I INVESTITORA



Navedenim funkcijama može se dodati i organizovanje racionalnih oblika plaćanja i konverzije jednog oblika imovine u drugi oblik i sl.

Funkcije poslovnog bankarstva na finansijskom tržištu usmerene su ne samo na koncentraciju štednje u bankama (direktno), već i na transfer preko finansijskih posrednika najvećeg dela šfednje do investitora. Banke povezuju tržište novca (monetarni sistem) i tržište kapitala u sistem finansiranja privrede.

Uz formiranje odgovarajućeg finansijskog potencijala banaka funkcija im se dalje razvija u pravcu strukturne alokacije kredita i drugih plasmana. Finansijski potencijal se povećava na osnovu povećanja depozita kod banaka. Rast depozita bankarskog sistema je u visokoj korelaciji sa kretanjem privredne aktivnosti, dohotka i štednje. U bankarskom sistemu depoziti su uglavnom stabilna funkcija formiranja dohotka, te pokazuju tendenciju stalnog povećanja.

Banke u svojoj poslovnoj politici istovremeno ostvaruju i strukturnu Iconnpoziciju rasta depozitnog potencijala i kreditnih plasmana. To se odvija paralelno sa tržišnim, tehnološkim i razvojnim prestrukturisanjem privrede, te prilagodavanjem politike banaka tim procesima (reakcije preduzeća na tržištu kredita, kamatnu politiku, depozite privrede kod banaka i sl.).

Banke su osnovni nosilac finansiranja privrede, posebno u nerazvijenim privredama u kojima ne postoji razvijeno finansijsko tržište (tržište hartija od vrednosti) i u kojima dominira bankarski kredit kao osnovni instrument finansiranja privrede.

U uslovima visoko razvijenih tržišnih privreda koje imaju razvijen finansijski sistem (tržište kapitala) u izgrađenu i razvijenu finansijsku infrastrukturu, učešće banaka u mobilizaciji i koncentraciji sredstava opada, jer njihovu ulogu velikim delom preuzimaju nebankarski finansijski posrednici. U manje razvijenim privredama, sa nerazvijenim tržištem kapitala i nerazvijenom finansijskom infrastrukturom (instrumenti i institucije tržišta novca i tržišfa kapitala) to nije slučaj. Tu banke, bankarski kredit i depoziti imaju osnovnu ulogu (bilateralni kreditno–depozitni odnosi).

STRUKTURA BANKARSKIH POSLOVA

Bankarski poslovi

Centralnih (emisionih) banaka
Emisija novca i kredita
Reeskontni i relombardni poslovi
Poslovi obavezne rezerve
Kvantitativna kontrola kredita
Kvalitativna kontrola kredita
Štampanje i emitovanje novčanica i kovanog novca
Trezorsko poslovanje
Platni promet sa inostranstvom
Devizni i devizno-valutni poslovi
Saradnja i drugi poslovi

Poslovnih banaka
Pasivni bankarski poslovi
Aktivni bankarski poslovi
Neutralni bankarski poslovi
Sopstveni bankarski poslovi

AKTIVNI I PASIVNI BANKARSKI POSLOVI

AKTIVNI BANKARSKI POSLOVI

Kratkoročni
- Eskontni krediti
- Krediti na zalogu i lombard
- Krediti na tekući račun
- Međubankarski dati krediti
- Rambursni krediti
- Ostali krediti i plasmani u zemlji i inostrtanstvu

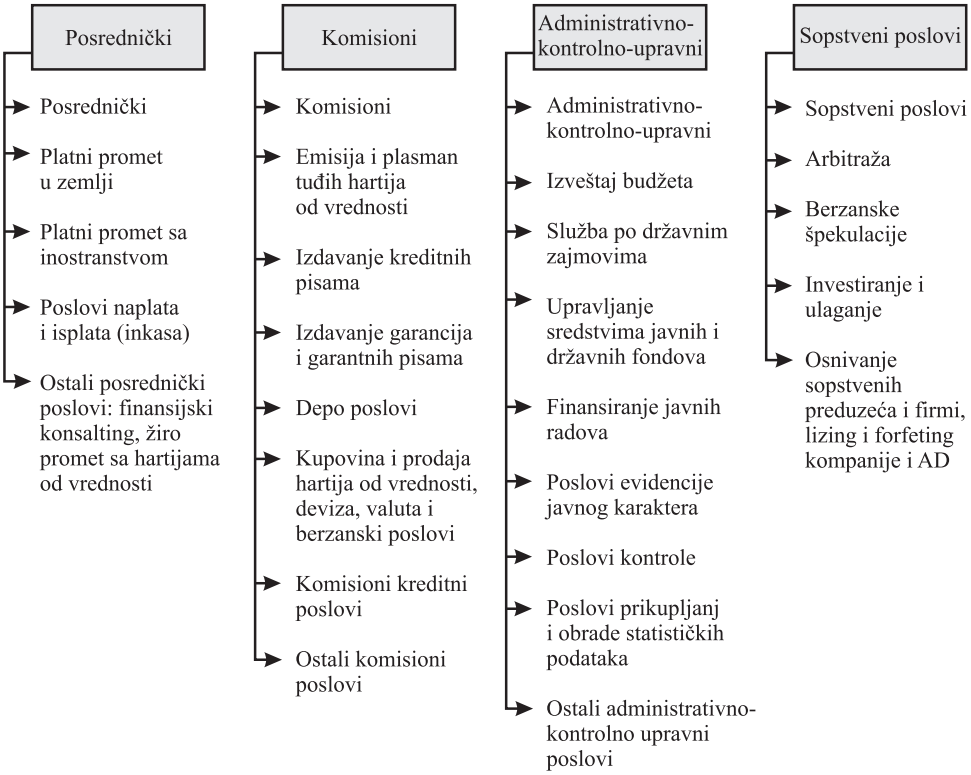
Dugoročni
- Hipotekarni krediti
- Investicioni krediti
- Stambeni krediti
- Međubankarski dati krediti
- Konzorcijalna i zajednička ulaganja
- Ostali dugoročni krediti i investiciona ulaganja u zemlji sa inostranstvom

PASIVNI BANKARSKI POSLOVI

Kratkoročni
- Kratkoročni depoziti
- Međubankarski uzeti investicioni krediti
- Oročni kratkoročni depoziti
- Poslovi kreditne multiplikacije
- Ostali kratkoročni pasivni poslovi u zemlji sa inostranstvom

Dugoročni
- Mobilizacija kapitala emisijom hartija od vrednosti
- Reeskontni poslovi relombardni poslovi
- Međubankarski uzeti krediti
- Ostali dugoročni pasivni poslovi u zemlji i sa inostranstvom
- Oročeni dugoročni depoziti

NEUTRALNI I SOPSTVENI BANKARSKI POSLOVI



2. USLOVI EFIKASNOG POSLOVANJA BANAKA

Banke bi trebalo da predstavljaju samostalne finansijske i tržišne institucije sa punom odgovornošću i rizikom za svoje poslovanje.

Efikasnost bankarskog poslovanja zavisi od sledećih ekonomskih i finansijskih perfonnansi nacionalne ekonomije:

1. Nivo i kvalitet ekonomskog razvoja (prosperitet, kriza, recesija, nivo dostignutog nacionalnog dohotka ukupno i per capita),
2. Nivo nacionalne štednje i njen raspored po sektorima u privredi (stanovništvo, privreda, država, inostranstvo),
3. Visina samofinansiranja privrede,
4. Konzistentan monetarni sistem,
5. Uloga, značaj i kontrolna funkcija centralne banke u bankarskoni i monetarnom sisternu,

6. Cvrsta finansijska disciplina,
7. Stabilnost privrede i „kvalitet" nacionalne valute,
8. Elastičnost privrede na bankarski kredit i kamatnu stopu i odnos kamate, kursa i stope inflacije,
9. Struktura izvora sredstava u bilansima poslovnih banaka,
10. Investiciona politika i položaj banaka i preduzeća u tome i dr.

U takvim uslovima banke imaju širok prostor za optimalnu poslovnu politiku (politika sredstava i plasmana). U razvijenim privredama svi navedeni uslovi su dosta povoljni, posebno u pogledu povezanosti stope investicija i stope štednje. To se odnosi i na visok nivo samofinansiranja korporacija (koje se kreće izmedu 65 i 75%). Najrazvijenije privrede imaju dugi niz godina stopu investiranja (učešće investicija u društvenom proizvodu) oko 18% do 20%. Stopa bruto štednje je približno tolika. To je omogućilo stvaranje jake depozitne baze banaka, stabilne odnose u bilansima banaka, a to su čvrste osnove za stabilno i efikasno funkcionisanje bankarskog sistema.

„Osnovne funkcije banaka su usmerene na formiranje adekvatnog finansijskog potencijala, optimizaciju agregatne i strukturne alokacije kredita, organizaciju novčanih transfera, obezbedenje finansijskih usluga i sveta i povezivanje domaćeg sa medunarodnim finansijskim sistemom. Posmatrano sa mikroekonomskog stanovišta osnovna masa finansijskog potencijala se obezbeduje na osnovu povećanja depozitnog potencijala, dok se osnovna masa plasmana odnosi i na kredite. Na nivou bankarskih sistema rast depozita je u korelaciji sa kretanjem privredne aktivnosti, dohotka i akumulacije nacionalne ekonomije. Dok se na nivou jedne banke depoziti formiraju i pod uticajem cikličnih i sezonskih faktora dotle na nivou sistema banaka postoji uglavnom stabilna funkcija njihovog povećanja. Funkcija rasta bankarskih kredita formira se na osnovu funkcije rasta depozita, tražnje privrede i ostalih subjekata za kreditnim resursima i na osnovu regulativnih parametara monetarnog sistema. Programiranje obima bankarskih kredita je deo šire optimizacije ukupnih finansijskih izvora za finansiranje datog nivoa društvene proizvodnje, pri čemu će proporcije izmedu internih i eksternih izvora finansiranja biti odredene globalnim, realnim i finansijskim

performansama jedne ekonomije. Istovremeno, banke moraju da uspešno ostvaruju strukturnu kompoziciju rasta depozitnog potencijala i kreditnih plasmana, čime se ustvari usklađuju sa tržišnim i tehnološkim prestrojavanjem privrede, ali stvaraju osnovu i za pospešivanje procesa pozitivnih strukturnih prilagodavanja ukupne ekonomije".[527]

Poslovne banke na osnovu standardnih ekonomskih i finansijskih parametara, finansiraju privredu, da bi monetarni sistem kroz primenu odredenih parametara kontrolisao adekvatnost bankarske politike. Za zdravu i perspektivnu privredu banke predstavljaju utočište u smislu obezbedenja dodajnih resursa i premošćivanja deficita u njihovim bilansima. Paralelno za zdrave banke monetarni sistem ima ulogu poslednjeg utočišta, na osnovu čega se pomaže uravnoteženje bankarskih bilansa.

„U uslovima visoko razvijenog finansijskog sistema i suptilno izgradene finansijske infrastrukture učešće banaka u mobilizaciji i preusmeravanju društvene akumulacije je u znatnoj meri dopunjeno aktivnom ulogom nebankarskih finansijskih posrednika, nego što je to slučaj u zemljama u kojima nije dostignut visok stepen razudenosti finansijskog sektora".[528]

[527] Gorčić, Jovan: Monetarne i bankarske flnansije, str. 212.
[528] Isto, str. 212–213.

3. EFIKASNOST I RACIONALNOST POSLOVNE POLITIKE BANAKA

JBanke kao finansijske institucije, bez obzira na sve navedeno, na velike deformacije, nalaze se i dalje u središtu složenih procsa formiranja novca, kapitala i njihove upotrebe. Banke treba da predstavljaju samostalne finansijske i tržišne institucije sa punom odgovornošću i rizikom za svoje poslovanje. Mobilizacija i koncentracija novca i štednje (akumulacije) jedna je od osnovnih funkcija banaka, ali ništa manje nije značajna i funkcija pozajmljivanja (plasiranja) tako koncentrisanih (prikupljenih) novčanih sredstava.[529] Banke su po svom položaju u finansijskom sistemu i dalje osfale osnovni regulatori novčanihtokova u njihovom stalnom priticanju i oticanju iz banaka. Efikasnost poslovne politike zavisi upravo od uskladenosti novčanih tokova, njihove efikasne upotrebe, direktne cene sredstava i kredita (i drugih zavisnih troškova), ali i indirektnih efekata politike banke na privredne i finansijske tokove u okruženju banke.[530]

Ne radi se, dakle, o prostom bilansiranju, odnosno usaglašavanju sredstava i plasmana banaka, već o brojnim drugim faktorima koji se moraju uzeti u obzir. Ovde se pre svega ima u vidu:

1. Ročna struktura svih sredstava i njihovo paralelno kretanje s ročnom strukturom plasmana (angažovanje kratkoročnih sredstava u dugoročne plasmane može banke dovesti u nelikvidnost),
2. Dinamika priliva i odliva sredstava u njihovoj strukturi,
3. Ponašanje komitenata i drugih subjekata banaka (u čije poslovanje banke moraju imati detaljan uvid i njihovo stalno praćenje),
4. Opšte smernice ekonomske i razvojne politike i stabilnost privredno–finansijskih kretanja (u tome cena, kamata, kurseva, revalorizacija, troškova i dr.),
5. Usmerenost monetarno–kreditne politike (ekspanziona ili restriktivna organizacija direktno deluje na sredstva i kredite banaka),
6. Postojeći, već formirani bilansni odnosi i obaveze iz prethodnog perioda koje dospevaju u tekućem periodu i dr.

Banke u poslovnoj politici moraju voditi računa o svim navedenim faktorima, posebno iz razloga što se radi o dinamičkim elementima, koji gotovo redovno dovode do neuskladenosti sredstava i plasmana banaka. Likvidnost banke kao jedan od osnovnih principa direktno proizilazi iz navedene politike **i** realne procene svih sredstava i plasmana banaka. Efikasnost (poslovnost) se u bankarskom sistemu, kao i u drugim sistemima, može definisati kao zahtev za postizanje maksimalnih rezultata sa minimalnim ulaganjem sredstava. Princip poslovnosti treba da osigura banke i od eventualnih iznenađenja koja su moguća u savremenim vrlo dinamičnim promenama finansijske strukture u privredi, državi, bankama i sektoru stanovništva.

---

529 Dr S. Komazec, dr J. Kovač, dr Ž. Ristić, Bankarstvo i savremena ekonomija, str. 256.

530 U razvijenim privredama svi navedeni uslovi su dosta povoljni, posebno u pogledu povezanosti stope investicija i stope štednje. To se odnosi i na visok nivo samofinansiranja korporacija (koje se kreće izmedu 65 i 75%). Najrazvijenije privrede imaju dugi niz godina stopu investiranja (učešće investicija u društvenom proizvodu) oko 18–20%. Stopa bruto štednje je približno tolika. To je omogućilo stvaranje jake depozitne baze banaka, stabilne odnose u bilansima banaka, a to su čvrste osnove za stabilno i efikasno funkcionisanje bankarskog sistema.

Načelo efikasnosti (poslovnosti) mora da uvaži tri njegova bitna dela: 1) Samostalnost i objektivnost u donošenju odluka, 2) Elemenat stalne cirkulacije sredstava i 3) Poslovno predvidanje.

Samostalnost, objektivnost **i** puna odgovornost treba da osiguraju banke od brzopletog plasiranja sredstava, olakog trošenja sredstava, racionalno poslovanje **i** sopstvenu razvojnu politiku (rast banaka). Tu se nalaze osnovi i za tzv. „osemenjavanje rasta", koje naše banke i bankari nisu uspeli ni otkriti, a kamoli ugraditi, u svoju strategiju rasta banke.

Banke moraju osigurati i stalnu dinamiku (cirkulaciju) sredstava. Sredstva moraju stalno cirkulisati, oplodavati se i omogućavati stvaranje novih vrednosti koje će omogućiti vraćanje kredita i odgovarajuće profitne efekte kod korisnika kredita (proširena reprodukcija u privredi).

Efikasnost i stabilnost poslovanja banaka nije moguće danas postići bez stalno prisutnog naučnog razradenog metoda praćenja i predvidanja svih relevantnih finansijsko–materijalnlih tokova u bankama u privredi.

Princip efikasnosti se ugraduje u princip linvidnosti i s njim **čini** jednu organsku celinu.

Da li je poslovno bankarstvo u najnovijoj fazi, opterećeno brojnim problemima i slabostima, što smo prethodno videli, bilo dovoljno efikasno u datim uslovima? Da li se iz takve (eventualne) efikasnosti mogu očekivati traganja za metodima njegovog opšteg osposobljavanja, saniranja i transformacije, prema tim procesima u razvijenim tržišnim privredama?

EFIKASNOST POSLOVNE POLITIKE BANAKA – BANKARSKE PERFORMANSE

-	Depozitna efikasnost[531] (B = 1,4%)
-	Krcdna efikasnost[532] (B = 0,1%)
-	Konccntracija velikih plasmana (prosek banaka)
-	Profitabilnost[533]
-	Stcpen adekvatnosti kapitala (neto)* (8%)
-	Ekonomičnosti poslovanja banaka
-	Kamatna marža
-	Kamatonosna aktiva prema ukupnoj aktivi
-	Nelo prihod od kamata u ukupnom prihodu banaka
-	Prihod od kamate u ukupnim prihodima
-	Profit prema osnovnom kapitalu
-	Aktivna naplaćena kamata u odnosu na plasmane
-	Pasivna (plaćena) kamata u odnosu na depozitni potencijal
-	Depoziti prema kreditima
-	dinarski
-	devizni

[531] *Depozitna efikasnost* – učešće (A) depozita (deponenata) u ukupnoj pasivi i stalni rast (ili pad) depozitnog potencijala (B).

[532] *Kreditna efikasnost* – masa kredita u odnosu na ukupnu aktivu banaka.

[533] *Profitabilnost* kao odnos ostvarenog profita (dobiti) i ukupne aktive.

-	Štedni i drugi dugoročni dcpoziti prema hlipotekarnim zajmovima
-	Obaveze banaka prema ukupnoj aktivi
-	Krediti banaka prema ukupnoj aktivi
-	Depoziti banaka prema ukupnim obavczama banaka
-	Kamatonosna aktiva prema kamatnoj pasivi
-	Stepen rizičnosti aktive

Banke mali, gotovo simboličan deo, svoje aktivnosti usmcravaju na jačanje depozitnog potencijala. Prema stanju finansijskih sredstava svega 28,8% odnosi se na depozite (dinarske i devizne), a 71,2% na ostale oblike „sredstava", TJčešće samo dinarskih depozita u izvorima sredstava banaka svedeno je na 1,7%>. Marginalni rast depozita (dinarskih) u rastu ukupne pasive banaka iznosi svega 1,4%. Paraliza depozitne funkcije banaka je potpuna. Stoga je, struktura izvora sredstava banaka vrlo nepovoljna, da ne kažemo katastrofalna. Profitabilnost banaka u celini je negativna (zbog iskazanog gubitka), a isto tako i ekonomičnost poslovanja, ako se uzmu u obzir prihodi iz normalne aktivnosti banaka i rashodi za ru aktivnost. Kamatna aktiva prema ukupnoj aktivi je izuzetno niska upravo zbog tako nepovoljne strukture izvora i plasniana banaka. Neto priliod od kamate u ukupnom prihodu učestvuje sa svega 0,6%, a prihod od naplaćene kamate u ukupnim prihodima 1,28%. Odnos profita (koga nema) prema svim agregatima u navedenom pregledu je negativan.

Stepen rizičnosti aktive penje se i do 80%, dok je učešće kamatonosne aktive u kamatonosnoj pasivi sve niže, a sada se kreće oko 75,2%. Mogu li banke ubuduće pokrivati svoje kamate i druge rashode prihodima od kamata i drugih usluga? Teško je to očekivati.

U pogledu ukupnih performansi poslovne politike banaka sve ukazuje na činjenicu da će u postojećim uslovima i ograničenjima (o čemu je prethodno bilo reči), bez veće kreditne podrške Centralne banke praćene rekonstrukcijom finansijskog sistema (u funkciji jačanja depozita preduzeća i stanovništva), banke ulaziti u sve veće teškoće i otvoreni proces sve bržeg kumuliranja gubitaka. Nagli rast kamatnih stopa, za koje se neki „nedovoljno obavešteni" stalno zalažu, ne može banke izvući iz vrtloga troškova i blokade sredstava, ali ni ojačati depozitnu funkciju i štednju ostalih sektora (posebno sektora stanovništva) kod banaka.

4. OSNOVNE PERFORMANSE ZA VEĆU PROFITABILNOST I EFIKASNOST BANAKA

Bazične performanse poslovnog bankarstva u nas su potpuno analitički zapostavljene i operativno zanemarene u finansijskoj analizi bankarskog menadžmenta. Kad to ističemo imamo u vidu svakodnevno ignorisanje analize kapitala, analize profitabilnosti i analize likvidnosti.

U zapadnom tržišnom poslovnom bankarstvu razike izmedu vrednosti aktive i obaveza u bilansima banaka određuje agregat bankarskog kapitala, koji treba da raste uporedo s rastom banke. Kapital se stavlja u funkciju održavanja potrebnbg odnosa izmedu obima aktivnosti banke i nivoa pokrića očekivanog bankarskog rizika. Zbog toga je važan nivo osnivačkog kapitala kod osnivanja novih poslovnih banaka.

U razvijenim privedama tržišni tip poslovne banke izuzetno respektuje proces uskladenog rasta kapitalnih fondova, koji se efektivno javlja kao proces kapitalizacije. Koeficijent bankarskog kapitala često izražava tzv. subordinirane obaveze. To se uzima iz razloga što su depozitni i kreditni izvori sredstava po pravilu prioritetne obaveze.

Globalizacija bankarskog poslovanja nametnula je imperative koordinacije u standardizovanju bilansnih kategorija, bilansnog izveštaja i determinisanja stopa kapitalizacije. Pri tome se kapital definiše kao nedugovni i visokotroškovni resurs banaka koji je investiran u održavanje visokog stepena poverenja u poslovnost i sigurnost banke. Bankari kod nas treba da to shvate, jer logično shvataju da je stopa kapitala (fondova) sekundarni indikator (a da je stopa prinosa ili rentabilnosti primarni indikator) finansijske snage banke.

U novijoj bankarskoj teoriji i praksi poznate su tri bazične funkcije kapitala, i to: 1) Funkcija zaštite depozitara, 2) Regulativna funkcija i 3) Minimalni standard za oslikavanje banke i statusa banke. Zaštita depozitara implicira obezbedenje odredenog stepena solventnosti banaka i garancija da se svi depozitari, po definiciji, namire u svakom kriznom momentu banke. Depozitari, dakle, očekuju svoja sredstva u svakom trenutku. Institucije osiguranja depozita doduše relativizuju zaštitnu funkciju depozitara, pod uslovom da garantuju punu isplatu usluga u slučaju gašenja banke. I to naši bankari treba da nauče! Poslovna banka treba da je sposobna i da apsorbuje neočekivane gubitke i da pri tome normalno obavlja svoje poslovne funkcije. To poslovna banka čini putem održavanja zadovoljavajuće margine kapitala, koja štiti banku od tržišnih škova. Ali, moderni bankari znaju i to da se permanentna stabilnost i fleksibilna ravnoteža održavaju i putem politike racionalne i efikasne upotrebe kapitala, koji se u procesu alokacije čuva od erozije i topljenja. Konačno, regulativna funkcija kapitalnih fondova poslovnih banaka inkorporira institucionalno determinisanje minimalnog standarda za osnivanje i utvrdivanje ekonomskog statusa banke, što je od posebne važnosti za odredivanje jediničnih relacija bankarskih plasmana i kredita. U osnovi, radi se o tzv. bankarskom leveridžu (leverage) koji reflektuje recipročnu vrednost stope kapitala banke. Jugoslovenske banke po pravilu ne vode računa o izvorima formiranja kapitalnih fondova, bez obzira da li se radi o internim izvorima (koji se odnose na ostvarene prihode umanjenih za isplaćene dividende) ili o eksternim izvorima (koji inkorporiraju sve oblike tržišnog privlačenja kapitala). To bi praktično značilo da svaka banka koja želi da vodi vcćoj stopi poslovne ekspanzlije mora strogo voditi računa o većem stepenu kapitala koji se predominantno formira iz internih izvora, uz komplementarno jačanje mehanizma tržišne mobilizacije kapitala. Naše banke su gotovo svoj celokupan neto ostvareni dohodak prelile (da li namerno) svojira osnivačima zbog čega je naglo presečen rast banke. Fondovi su pali ispod svake kritične tačke koja ne obezbeduje čak ni minimalnu sigurnost poslovnog sistema same banke. Sistemom destimulacije odliva koji direktno pojavača rast kapitala banke. Konačno, banke u Jugoslaviji su izgubile status „bankarske industrije", posebno zbog niske stope kapitalizacije – koja je osnovni indikator stvarne efikasnosti banaka u tržišnoj privredi.

GLAVA ČETVRTA

BILANSI POSLOVNE BANKE

1. KOMPONENTE BILANSA BANAKA

1) OSNOVNE KARAKTERISTIKE BILANSA BANAKA

Bilans banke se sastoji iz dva (uravnotežena) dela – aktive ili plasmana banaka i pasive ili sredstava banke. Često se skraćeno prikazuje kao aktiva i pasiva bilansa banke. U osnovi se radi o dva bilansa:

1. Bilans stanja (svih pozicija) banke,
2. Bilans uspeha.

Postoji uska povezanost bilansa stanja i uspehabanke. Ovo iz razloga što je bilans uspeha rezultat politike i efekata iz bilansa stanja, dok se konačan rezultat bilansa uspeha unosi u bilans stanja (nerasporedena dobit ili nepokriveni gubitak). Na stranu pasive bilansa banke unosi se nerasporedena dobit, a na stranu aktive nepokriveni gubitak. Iz navedenog razloga sredstva se ne mogu apriori identifikovati sa aktivom, jer se aktiva mora umanjiti za nepokriveni gubitak.

Postoje različiti oblici bilansa banke, u zavisnosti od kriterija izrade bilansa. Tako se razlikuje interni i ekstemi bilans. Prema dužini vremena za koje se izrađuju postoje: početni, medubilans i godišnji bilans. Prema tehnici izrade postoji bruto i neto bilans banke. Prema obuhvatu postoji pojedinačni, zbimi i konsolidovani bilans banaka. Prema efektima i svrsi prikazivanja stanja banke (efekata njene poslovne politike najčešće u upotrebi su bilans stanja, bilans uspeha i operativni (tekući, bilans kretanja).

Sa aspekta banaka uključenih u bilans razlikujemo:

1. Bilans jedne banke – izražava celokupnu imovinu (aktivu) i obaveze banke (pasivu) i tada govorimo o bruto principu bilansiranja. Za analizu je znatno pogodniji neto bilans koji pokazuje samo kreditne i ostale funkcionalne plasmane na strani aktive i izvore sredstava kojima se pokrivaju navedeni plasmani.[534]

[534] Srboljub Jović: *„Bankarstvo",* Naučna knjiga, Beograd, 1990. p. 133.

2. Agregatni bilans svih banaka – predstavlja prosti zbir svih aktivnih i pasivnih pozicija iz individualnih bilansa banaka, **i** u njemu se, bez ikakvih korigovanja, medubankarski odnosi u celini pokazuju brato sistemom. Ova kategorija bilansa je takođe najpogodniji i najpouzdaniji izvor podataka za analizu poslovne politike banaka.
3. Konsolidovani bilans svih banaka – zbir bilansa u kome su kompenzirani međusobni bankarski odnosi izmedu poslovnih banaka a zadržani brato principom odnosi poslovnih banaka sa centralnom bankom. Ova kategorija bilansa ima manji značaj u analizi sredstava banke, jer ne pruža podatke o međubankarskim odnosima koji su veoma značajni i u bilansu predstavljaju krapnu poziciju koja se ne može zanemariti.
4. 4. Konsolidovani bilans ukupnog bankarskog sistema – u njega su sem poslovnih banaka uključeni i bilansi centralne banke. On predstavlja zbir bilansa svih banaka posle prethodnog prebijanja medubankarskih odnosa. Ovaj bilans predstavlja najznačajniju kategoriju u sklopu monetarne analize.

Funkcionalno presecanje bilansa na pojedine podbilanse koji odražavaju grupe poslova neophodno je ukoliko želimo da izvršimo kompleksnu i celovitu analizu bilansa. Jugoslovenska praksa poznaje dve osnovne grupe poslova banaka, odnosno podbilansa, i to: (1) Kratkoročno poslovanje i (2) Dugoročno poslovanje. U okvira kratkoročnog i dugoročnog poslovanja obavlja se dalja podela na dinarsko i devizno poslovanje.

Na osnovu bankarskog bilansa dobijamo veoma korisne informacije i možemo konstruisati različite finansijske i kontrolne parametre. Za fonnulisanje poslovne politike banke najvažniji su sledeći koeficijenti: stopa gotovine, stopa likvidnosti, stopa solventnosti, stopa rezervi likvidnosti, stopa kreditiranja i stopa kapitala. Svi navedeni koeficijenti i stope imaju značaj u procenjivanju depozitne, Likvidne, kreditne i ukupne performansne pozicije banke.[535] Isto tako, interna i ekstema kontrolna funkcija koriste navedene koeficijente za obavljanje monitorstva i supervizorstva nad poslovanjem banke. Preko ovih koeficijenata može se vršiti komparativna analiza banke u okvira bankarskog sistema i ocenjivati stepen ostvarivanja različitih bankarskih rizika.

2) BILANS STANJA BANKE

Bilans stanja obuhvata sve pozicije i podbilanse aktive i pasive banke. Sve pozicije su svrstane u homogene delove (prema vremenu ili funkcionalnosti sredstava i plasmana). Ti delovi ukupnog bilansa stanja su podbilansi.

Bilans stanja banke ima sledeći oblik (šema).

BILANS STANJA POSLOVNE BANKE – Šema –

AKTIVA

A. KRATKOROČNI PLASMANI UKUPNO

I – Kratkoročni plasmani u devizama

1. Kratkoročna potraživanja od inostranstva u devizama
2. Kratkoročni krediti u devizama domaćim komitentima

[535] Dr M. Golijanin: *Bankarstvo Jugoslavije,* drugo izdanje, Privredni pregled, Beograd, 1979, str. 261.

3. Kratkoročne hartije od vrednosti u devizama
4. Kratkoročna potraživanja iz medubankarskih poslovanja u devizama
5. Ostala kratkoročna potraživanja u devizama

Li – Kratkoročni plasmani u dinarima

1. Kratkoročni krediti komitentima
2. Kratkoročne hartije od vrednosti
3. Kratkoročna potraživanja za udružena sredstva
4. Kratkoročna potraživanja iz međubankarskog poslovanja
5. Depoziti kod NBJ
6. Ostala kratkoročna potraživanja

B. DUGOROČNI PLASMANI – UKUPNO

Dugoročni plasmani u devizama

1. Dugoročna potraživanja od inostranstva u devizama
2. Dugoročna potraživanja od domaćih komitenata u devizama
3. Dugoročna potraživanja iz medubankarskog poslovanja u devizama

Dugoročni plasmani u dinarima

1. Dugoročni krediti komitentima
2. Dugoročne hartije od vrednosti
3. Dugoročna potraživanja za udružena sredstva
4. Dugoročna potraživanja iz medubankarskog poslovanja
5. Ostala dugoročna potraživanja

C. OSNOVNA SREDSTVAI PLASMANI FONDOVA BANKE

1. Osnovna sredstva i plasmani fondova banke

D. PLASMANLiZ SREDSTAVA U IME I ZA RAČUN DRUŠTVENIH PRAVNIH LICA
(Komisiono poslovanje)
UKUPNA AKTIVA (A + B + C + D)
PASIVA

A. KRATKOROČNA SREDSTVA – UKUPNO

I – Kratkoročna sredstva u devizama

1. Kratkoročna sredstva u devizama od inostranstva
2. Određene kratkoročne obaveze prema inostranstvu u devizama
3. Ostale kratkoročne obaveze prema inostranstvu u devizama
4. Kratkoročne obaveze prema domaćim komitentima u devizama

5. Kratkoročne obaveze iz medubankarskih poslovanja po osnovu deviznih tekućih računa
6. Ostale kratkoročne obaveze iz međubankarskih poslovanja u devizama
7. Ostale kratkoročne obaveze u devizama

Li – Kratkoročna sredstva u dinarima

1. Depozitni novac
2. Ostali depoziti po viđenju
3. Ograničeni depoziti
4. Kratkoročne obaveze po oročenim depozitima i izdatim hartijama od vrednosti
5. Obaveze po kratkoročnim kreditima od KDS (korisnika društvenih sredstava)
6. Udružena sredstva
7. Kratkoročne obaveze iz međubankarskog poslovanja
8. Ostale kratkoročne obaveze

B. DUGOROČNA SREDSTVA – UKUPNO

I – Bugoročna sredstva u devizama

1. Dugoročni krediti u devizama iz inostranstva
2. Ostale dugoročne obaveze prema inostranstvu u devizama
3. Dugoročne obaveze prema domaćim komitentima u devizama
4. Dugoročne obaveze iz medubankarskog poslovanja u devizama

Li – Bugoročlia sredstva u dinarinia

1. Udružena sredstva
2. Dugoročni depoziti
3. Dugoročne obaveze po izdatim hartijama od vrednosti
4. Obaveze po dugoročnim kreditima od KDS
5. Dugoročne obaveze po primljenim sredstvima za stambeno–komunalnu izgradnju
6. Dugoročne obaveze iz međubankarskog poslovanja
7. Ostale dugoročne obaveze

C. FONDOVI BANKE

1. Fond solidarne odgovomosti i osnivački fond
2. Rezervni fond i druge rezerve
3. Fond osnovnih sredstava
4. Ostali fondovi

D. SREDSTVA U IME I ZA RAČUN PRAVNIH LICA
(Komisiono poslovanje)

UKUPNO PASIVA (A + B + C + D)

Ukupna aktiva ili pasiva predstavljaju bilansni potencijal banke. To je konsolidovani bilans, koji se sastoji od odgovarajućih podbilansa (dinarski i devizni, dugoročni i kratkoročni i sl.). U okviru podbilansa svrstane su pozicije po odgovarajućim zajedničkim

karakteristikama. Analiza bilansa stanja banke vrši se upoređenjem tekućeg sa nekim od prethodnih stanja, iz čega se sagledava dinamika promene i odnosi (prelivanja) izmedu podbilansa, što je odraz tekuće poslovne politike banke, ali i kvaliteta upravljanja aktivom i pasivom banke.

Bilans banke se posebno analizira iz aspekta odnosa sa pojedinim nebankarskim sektorima, posebno odnosi sa sektorom preduzeća, stanovništva, inostranstva, države i dr. Posebno je interesantna analiza neto pozicije sektora kod banaka. Radi se o plasmanima banke u navedene sektore, ali i formiranje sredstava tih sektora (depozita) kod banke.

Svaka banka posebno istražuje strukturu kredita (namene, ročnost, naplativost i dr.) kao i izvore sredstava (štednja stanovništva, depoziti privrede, fondovi banke, kapital, krediti kod banaka i kod Centralne banke i dr.).

Ročna struktura kredita i izvora sredstava kao vrlo značajna komponenta ukupne poslovne politike banaka, posebno se istražuje iz aspekta koliko je banka uspela da uskladi ročnu strukturu plasmana i odgovarajućih sredstava. Neadekvatna struktura sredstava i plasmana nađe da ugrozi likvidnost banke, ali i da snažno deluje na profitabilnost, odnosno stvaranje gubitke u poslovanju. Ocena stvarne likvidnosti banke nije moguće izvesti bez navedene strukturne analize izvora sredstava i plasmana po ročnosti. Iz navedenih razloga u bankarskom sistemu svi plasmani su (po kvalitetu) odredeni na odgovarajući rok i svrstani u grupe po stepenu naplativosti.

Odlukom o načinu falsifikovanja aktive i odgovarajućih vanbilansnih stavki banaka i drugih finansijskih organizacija prema stepenu naplativosti banka je dužna da propisane aktivne i vanbilansne pozicije svrsta u 5 kategorija (A, B, C, D, E) u zavisnosti od mogućnosti njihove naplate. Aktiva i vanbilansne pozicije svrstane u kategoriju C nose u sebi 50% potencijalnog gubitka, pozicije klasifikovane u kategoriju D 75%, a one u kategoriju E 100% potencijalnog gubitka. Zbog zaštite od mogućih gubitaka banke su u obavezi da formiraju posebne rezerve srazmerne potencijalnom riziku.

Bilans stanja banke iz aspekta ročne strukture aktive i pasive ima sledeći oblik:

ROČNA STRUKTURA BILANSA BANKE

A K T I V A

- Novčana sredstva
- Depoziti kod Centralne banke
- Kratkoročni plasmani u hartije od vrednosti,
- Kratkoročni krediti i tekuća dospeća dugoročnih kredita
- Aktivna vremenska razgraničenja,
- Dugoročni krediti umanjeni za tekuća dospeća
- Dugoročni plasmani u hartije od vrednossti
- Plasmani u supsidijarne banke i druga pravna lica
- Gradev. objekti i oprema
- Gubitak
- Vanposlovna sredstva

UKUPNO AKTIVA

PASIVA

- Depoziti po videnju

Ostali kratkoročni depoziti
Obaveze po kratkoročnim kreditima i tekuća dospeća po dugovanju
Pasivna vremenska razgraničenja
Dugoročni depoziti
Obaveze po dugoročnim kreditima
FONDOVI
Osnivački fond
Rezervni fond
Rezerve banke
Nerasporedena dobit
Dugoročna rezervisanja
UKUPNA PASIVA

3) BILANS USPEHA BANKE

Bilans uspeha banke sintetički prikazuje **finansijski rezultat** poslovanja banke. Na levoj strani bilansa uspeha banke nalaze se:

- poslovni rashodi,
- rashodi finansiranja, i
- vanredni rashodi

Adekvatno tome na desnoj strani se nalaze odgovarajući prihodi po sledećim oblicima:

- poslovni prihodi,
- prihodi finasiranja,
- vanredni prihodi banke.

Iz odnosa ukupnih prihoda i rashoda nastaje kapitalni gubitak ili dobit. Ukoliko **su** rashodi veći od prihoda nastaje gubitak, suprotno tome veći prihodi od rashoda u poslovanju banke formiraju dobit. Iskazani gubitak iz tekuće godine pokriva se u narednoj poslovnoj godini.

U **poslovne rashode** banke ulaze:

1. Materijalni troškovi i amortizacija,
2. Nematerijalni troškovi,
3. Ukalkulisane bruto zarade.

Rashode finansiranja predstavljaju:

1. Kamate po dugoročnim i kratkoročnim obavezama,
2. Rashodi finansiranja sa povezanim bankama,
3. Revalorizacija dinarskih obaveza,
4. Negativne kursne razlike po deviznim obavezama,
5. Smanjenje vrednosti dugoročnih finansijskih ulaganja.

Vanredne rashode čine:

1. Neotpisana vrednost prodatih ili neotpisanih materijalnih ili nematerijalnih ulaganja,
2. Knjigovodstvena vrednost prodatih dugoročnih ulaganja,
3. Otpis nenaplativih potraživanja,

4. Rashodi iz ranijeg perioda,
5. Manjkovi, štete, penali i kazne.

Kapitalni gubitak predstavlja razliku izmedu ostvarene vrednosti prodajom hartija od vrednosti (akcija i obveznica), opreme i nekretnina i njihove knjigovodstvene vrednosti revalorizovane na dan prodaje.

Poslovni prihodi obuhvataju:

1. Prihode od vršenja bankarskih usluga,
2. Prihode od zakupnine osnovnih sredstava,
3. Prihode od prodaje materijala i inventara,
4. Prihode od smanjenja dugoročnog rezervisanja.

Prihodi od finansiranja obuhvataju:

1. Prihode od finansiranja iz poslovnih odnosa sa drugim bankama,
2. Prihode od finansijskih ulaganja i kamata,
3. Pozitivne kursne razlike,
4. Ostale prihode finansiranja.

Ostvarena dobit se po godišnjem obračunu rasporeduje na:

1. Rezerve banke,
2. Osnivačima banke (prema visini osnivačkog fonda),
3. Ostale namene

Gubitak poslovne banke može se pokriti na dva načina:

1. Na teret nerasporedene dobiti iz prethodne godine,
2. Na teret sredstava rezervi banke.

Ukoliko ova sredstva nisu dovoljna za pokriće gubitka tada se gubitak pokriva na teret osnivačkog kapitala banke.

Bilans uspeha, sintetizovano, dobija sledeći oblik:

BILANS USPEHA BANKE – Šema –

RASHODI
- Kamata na depozite i primljene kredite
- Materijalni rashodi i amortizacija
- Ostali rashodi
  - negativne kursne razlike
  - otpis sumnjivih potraživanja
  - negativna revalorizacija
- Bruto zarade i naknade
- Porezi i doprinosi

SVEGA RASHODI

PRIHODI
- Prihodi od učešća u zajednički ostvarenom dohotku
- Naplaćene kamate na date kredite i druge plasmane
- Naknade za vršenje bankarskih usluga

Ostali prihodi

- pozitivne kursne razlike
- prihodi po osnovu kaznenih kamata

SVEGA PRIHODI

4) FINANSIJSKA RAVNOTEŽA U BILANSU BANKE

Finansijska ravnoteža u bilansu banke može biti dugoročna i kratkoročna. Dugoročna ravnoteža predstavlja ravnotežan odnos dugoročnih plasmana (i dugoročnih angažovanja) u aktivi i dugoročnih sredstava u pasivi bilansa banke. Kratkoročna bilansna ravnoteža predstavlja uravnotežen odnos izmedu kratkoročnih plasmana i novčanih sredstava u aktivi i kratkoročnih izvoa sredstava u pasivi. To je u stvari presek bilansa na dva osnovna dela koja u uslovima zdrave poslovne politike trebaju biti uravnotežena.

Dozvoljava se mogućnost da postoji bilansna ravnoteža i u slučaju kada su kratkoročni plasmani i novčana sredstva veći od kratkoročnih izvora sredstava,što znači da se deo dugoročnih izvora sredstava angažovao u kratkoročnim kreditima. U suprotnom slučajukada se dugoročni plasmani fmansiraju iz dela kratkoročnih sredstava tada nastaje trajnija neravnoteža uz pojavu nelikvidnosti banke.

Dugoročna bilansna neravnoteža postoji u slučaju kada su dugoročni plasmani manji od dugoročnih sredstava, uz istovremenu pojavu poremećaja u strukturi izvora dugoročnih sredstava banke. Na primer, ulaganja u osnovna sredstva, akcioaarsld kapital preduzeća i akcijski kapital drugih banaka veći su od iznosa kapitala banke. Dakle, kapital banke je manji od dugoročnih (trajnih) ulaganja banke u navedene svrhe.

Banka je uspostavila bilansnu ravnotežu ukoliko ima sledeće uskladene odnose:

1. Strukturu izvora u pasivi, sa mogućnostima lake i brze transformacije pojedinih oblika sredstava,
2. Delova aktive i pasive, posebno u vremenskoj vezanosti plasmana i sredstava,
3. Mogućnost „dodatnih" sredstava u cilju otklanjanja pojave neravnoteže, koja su tada uglavnom kratkoročna, a često i slučajna.

Da bi se održala bilansna ravnoteža, a time i sigurnost i stabilnost banke, Centralna banka popisuje kao obavezu (pravilo) da kratkoročni plasmani (i novčana sredstva).u aktivi budu jednaki ili nešto veći od kratkoročnih izvora sredstava. Drugi uslov je da devizna aktiva i pasiva moraju biti uravnoteženi (uz moguće odstupanje od 5%).

5) KAPITAL I RIZIČNA AKTIVA BANKE

Banka formira **svoj Kapital** iz sledećih oblika sredstava:

1. Osnivački kapital,
2. Rezerve banke,
3. Revalorizacione rezerve,
4. Neraspoređena dobit iz ranijeg perioda,
5. Dobit iz tekućeg poslovanja.

Tako formiran **bruto kapital** umanjuje se za:

1. Ulaganje u akcije preduzeća, banaka i drugih finansijskih organizacija,
2. Nepokriveni gubitak iz prethodnog perioda,
3. Gubitak iz tekućeg poslovanja.

Tako formirani **neto kapital** uporeduje se sa **rizičnim plasmanima** (aktive) i **vanbilansne rizične aktive.** Centralna banka je propisala i odredila stepen rizičnosti ovih plasmana banaka, svrstanih u četiri kategorije:

1. **Stepen rizičnosti o:**
   - novčana sredstva,
   - devizna sredstva,
   - depoziti kod Narodne banke,
   - hartije od vrednosti savezne države i NB (garancije države i **NB)**
2. **Stepen rizičnosti 15%:**
   - avansi odobreni menjačima
   - neiskorišćeni okvirni krediti
   - činidbene garancije
   - stand4oy krediti
3. **Stepen rizičnosti 25%:**
   - hartije od vrednosti republika
   - inostrane hartije od vrednosti i plasmani pokriveni garancijama republika
4. **Stepen rizičnosti** 80%:
   - krediti dati građanima sa hipotekom
5. **Stepen rizičnosti** 100%:
   - svi elementi ostale aktive
   - plative garancije
   - nepokriveni akreditivi
   - ostala jemstva

U zavisnosti od stepena naplativosti aktive i vanbilansne aktive izvršena je klasifikacija prema stepenu rizičnosti plasmana na pet kategorija: A, B, C, D, E.

U **kategoriju** „A" spadaju potraživanja od privrede za koja ne postoje problemi naplate, uz rok tolerancije zakašnjenja do 60 dana. U kategoriju B spadaju potraživanja od privrede koja ima finansijske teškoće, uz toleranciju u zakašnjenju u naplati od 61–120 dana.

U kategoriju „C" 'svrstavaju se: 1) Potraživanja od privrednih subjekata koji plaćaju sa zakašnjenjem od 121 do 240 dana, 2) Potraživanja od privrednih subjekata koji imaju ozbiljnih finansijskih poteškoća zbog kojih su izvršena reprogramiranja i druga odlaganja naplate, 3) Potraživanja od privrednih subjekata za koje je izvršeno plaćanje po izdatim garancijama, avalima i drugim oblicima jemstva, 4) Potraživanja od privrednih subjekata koji svoje obaveze izmiruju kompenzacijom ili asignacijom ili iz novih kredita.

U **kategoriju „D"** svrstavaju se: 1) Potraživanja od privrednih subjekata koji plaćaju sa zakašnjenjem od 241 do 540 dana, 2) Potraživanja od insolventnih i fielikvidnih privrednih subjekata, 3) Potraživanja od privrednih subjekata čiji su poverioci otpisali svoja potraživanja prema njima, 4) Potraživanja od privrednih subjekata koji su izvršili

vansudsko poravnanje sa poveriocima, 5) Potraživanja od privrednih subjekata koji su u sanaciji i sa spornim pravnim osnovom.[536]

U **kategoriju** „E" svrstavaju se: 1) Potraživanja od privrednih subjekata koji plaćaju sa zakašnjenjem od preko 240 dana, 2) Potraživanja od privrednih subjekata za koja je podnesena prijava nadležnom sudu radi pokretanja postupka prinudnog poravnanja, odnosno stečaja, 3) Potraživanja od privrednih subjekata za koje ne postoji odgovarajuća dokumentacija na osnovu koje bi se moglo oceniti njihovo poslovanje.

Pod potelicijalninu gubicima banke u smislu odluke o načinu klasifikovanja aktive i odgovarajućih vanbilansnih stavki podrazumeva se 50% njenih potraživanja klasifikovanih ukategoriju „C", 75% potraživanja klasifikovanih u kategoriju „D", 100% potraživanja klasifikovanih u kategoriju „E".

Zakonom o bankama i drugim finansijskim organizacijama (1992) propisani su **relativni** pokazatelji **poslovanja banaka:**

Koeficijnt adekvatnosti kapitala	minimum	8%
Odnos kapitala i ukupne pasive	minimum	20%
Odnos ukupne štednje i pasive	maksimum	50%
Koeficijent velikih i najvećih kredita jednom zajmoprimeu	maksimum	80%
Koeficijent trajnih ulaganja u banke i druge finansijske organizacije	maksimum	15%
Koeficijent trajnih ulaganja u druga preduzeća	maksimum	51%
Koeficijent plasmana u osnovna sredstva	maksimum	20%
Odnos kratkoročnih sredstava i kredita	minimum	100%
Odnos dugoročnih plasmana i izvora	maksimum	100%
Odnos devizne pasive i aktive		9 5 – 105%

6) NAJVEĆI MOGUĆI KREDIT JEDNOM KORISNIKU KREDITA BANKE

Menadžmentbanke u cilju vođenja efikasne politike sredstava i plasmana, uvažavajući pri tome likvidnost, sigurnost i efikasnost sredstava i kredita, mora u potpunosti uvažavati stepen rizičnosti plasmana. Kada bi poslovna banka najveći deo svog kreditnog potencijala vezala za jednog ili dva velika dužnika, plasman bi bio rizičan i u visokoj zavisnosti od ciklusa i aktivnosti (položaja) tih korisnika kredita. Sve teškoće korisnika prenele bi se automatski na banku. Centralna banka je u cilju zaštite banaka propisala gornji limit najvećih mogućih kredita koje banka može odobriti jednom komitentu. Gornji limit iznosi 80% od ukupnog kapitala banke. Centralna banka je odredila da se jednom tražiocu može odobriti kredit u visini od maksimalno 30% iznosa kapitala banke. Svaki plasman koji se odobri iznad 20% ukupnog kapitala banke smatra se velikim kreditom.

[536] Dr M. Vunjak, op. cit., str. 169 i Narodna banka Jugoslavije, 1995. godina.

7) ULAGANJA U OSNOVNA SREDSTVA BANKE, AKCIJE PREDUZEĆA I DRUGIH BANAKA

Ulaganja u osnovna sredstva banke, akcije preduzeća i drugih banaka moguće je samo iz sopstvenog kapitala banke. Kapital banke, videli smo, predstavlja najkvalitetniji izvor sredstava banke, sa sasvim određenim funkcijama u poslovanju. Ulaganja u ove oblike trajnijeg vezivanja sredstava predstavlja ulazak u zonu trajne nelikvidnosti banke. Da ne bi došlo do nekvalitetnog plasmana sredstava, uz veliku nelikvidnost celokupnog bankarskog sistema, Centralna banka je odredila limit do kojeg se može iz kapitala banke ulagati u gore navedene namere. Poslovne banke mogu ulagati u sopstvena osnovna sredstva najviše do 20% ukupnog kapitala banke.

Ulaganje u akcije preduzeća ograničena su do 15% ukupnog kapitala banke, dok ulaganja u akcije drugih banaka mogu biti najviše do 51% ukupnog kapitala banke.

Ukoliko poslovna banka želi usmeravati svoj kapital do maksimalne dozvoljene visine za te namene, ona to može koristiti najviše do 86% kapitala, obzirom na to da banka mora da iz sopstvenog kapitala osigura pokriće rizične aktive i rizične vanbilansne aktive od najmanje **8%.** Takve proporcije primoravaju banke da svoj kapital racionalno koriste, imajući u vidu pre svega načelo likvidnosti, sigumosti i profitabilnosti ulaganja.

2. BILANSI POSLOVNOG BANKARSTVA

1) BILANSI POSLOVNIH BANAKA – OPŠTA OCENA

Stanje poslovnog bankarstva je deo stanja ukupne ekonomije zemlje. u principu bi stanje poslovnog bankarstva trebalo biti uravnoteženo sa ekonomskim stanjem u privrednoj i neprivrednoj sferi u datom vremenskom periodu. Međutim, stanje u bankama može odstupiti od stanja u ostalim sektorima relevantnim za društvenu reprodukciju. To se manifestuje kao posledica uticaja niza faktora koji mogu delovati u pravcu relativno lošijeg ili boljeg stanja u bankama, a koji stavljaju banke u određeni ambijent funkcionisanja. Stanje u bankarstvu je odraz i stanja ukupnog finansijskog sistema zemlje ali i finansijski sistem i njegovo funkcionisanje u potpunosti zavisi od kvaliteta i efikasnosti bankarskog sistema. Ono proizlazi iz efekata dugoročnih i kratkoročnih mera koje su preduzete u ranijem i tekućem periodu u kontekstu ukupnog stanja u ekonomiji zemlje.

Stanje u bankama je lošije od stanja u privredi. Megainflacija u proteklom periodu je imala najsnažniji uticaj na obezvređivanje imovine u novčanom obliku u domicilnoj valuti. Banke po defmiciji novčanih posrednika razvijaju svoje poslovanje, pored ostalog, na principu prikupljanja novčane akumulacije od onih koji imaju viškove i usmeravaju ih onima koji imaju manjkove pod određenim uslovima. Inflatorno obezvredivanje domaće

valute je gotovo u potpunosti devastiralo primarno poslovanje banaka koje je vezano za domaću valutu. Pored svih nevolja, inflatorni haos tako negativan učinak nije mogao izazvati kod preduzeća, jer u njihovoj bilansnoj strukturi dominantnu participaciju predstavljaju realni oblici imovine čija se vrednost povećava eskalacijom cena.

Praćenjem kretanja ukupne sume bilansa banke izražene u domaćoj valuti u uslovinia hiperinflacije ne može se doći do relevantnih spoznaja o stanju bankarskog sistema. Dva kardinalna razloga zamagljuju ukupnu sliku i snažno deluju na sumu bilansa. Prvi razlog **je** u obezvređivanju dinara koji enormno povećava sumu bilansa u tekućem periodu u odnosu na prethodni period u apsolutnom dinarskom iznosu. To naravno, ne mora odgovarati realnoj veličini bilansa, a time i finansijskoj snazi banaka, koja se može u realnom izrazu povećati ili smanjiti. Drugi razlog je u tome što se u bilansu bahaka nalazi pored dinarskog i devizno poslovanje, pa se dinarske pozicije u inflaciji povećavaju delovanjem depozitno–kreditnog mehanizma, a devizne pozicije se povećavaju prema službenom kursu inostranh valuta u odnosu na dinar. Po pravilu izražena u dinarima koja se odnosi na devizne bilansne pozicije banaka. Pored navedenog postoje i obračunske stavke u bilansu koje u svom mehanizmu izazivaju „inflaciju" bilansa u aktuelnom dinarskom izrazu. One u uslovima stabilne domaće valute često imaju marginalan karakter, dok u uslovima visoke inflacije mogu preuzeti veoma bitan iako sterilan karakter koji izaziva rast bilansa izraženo u dinarima.

Da bi se bilansna suma, a time i kretanje stanja u bankama u globalu učinilo komparativnim, nužno je preračunavanje određenih bilansnih pozicija u realne kategorie.

Finansijsku snagu bankarstva prvensrveno treba posmatrati sa aspekta formiranja depozitne podloge u domaćoj valuti. Tome se može dodati i prikupljanje dinarskih sredstava putem domicilnih kredita bilo od nbj ili drugih izvora slobodnih sredstava, kao i slobodna sredstva osnivačkog kapitala, umanjenog za osnovna sredstva i gubitak.

Ova sredstva su temeljna podloga za kreiranje kreditne aktivnosti banaka u domaćoj valuti i davanje podsticaja tekućem poslovanju i razvoju privrede.

Raspoloživi resursi nisu u dovoljnom volumenu našli mesto u jačanju bankarskog dinarskog potencijala. Na to ukazuje činjenica da se velik obim dinarskih sredstava nalazi u gotovom novcu u opticaju. Van legalnih kanala pennanentno postoje značajna devizna sredstva, koja paralelno vrše transakconu funkciju na tržištu. Razlozi takvom stanju nalaze se u činjenici da izgubljeno poverenje u banke nije u dovoljnoj meri povraćeno. Devizna sredstva se veoma suzdržano konvertuju u dinare zbog iščekivanja izdržljivosti očuvanja stabilnosti dinara. Tome treba dodati i značajno prisustvo „sive ekonomije" gde se transakcije obavljaju „iz ruke u ruku" bez legalnih evidencija i izbegavanja fiskalnih obaveza.

Na drugoj strani, postoji veliki obim zaliha u pojedinim preduzećima koje imaju produ na tržištu. Te zalihe roba se u dovoljnoj meri ne prodaju na tržištu, kako imaju realne šanse za realizaciju i naplatu. Preduzeća radije drže obrtnu imovinu u kurentnim robama na zalihi nego u depozitnom novcu ili u brzo unovčivim hartijama od vrednosti. Kad dode do rasta cena, u zalihama se čuva realna vrednost, a gubi se u depozitnom novcu i surogatima novca.

U stabilnim uslovima privredivanja i zaoštrenoj finansijskoj disciplini gde se maksimalno štiti interes poverioca u tržišnim uslovima poslovanja održanje likvidnosti preduzeća predstavlja temelj održanja egzistencije preduzeća. U tim uslovima u pravilu najveće štete nastaju ako se ne izvršavaju obaveze u dospeću. Tada poverioci posežu za ažumim i efikasnim merama za naplatu svojih potraživanja sve do prodaje imovine

dužnika po sniženim cenama radi brzine naplate neizmerenog duga. Radi izbegavanja takvih rizika preduzeća u tim uslovima obično drže jednu trećinu svoje obrtne imovine u depozitnom novcu i brzo unovčivim hartijama od vrednosti kao rezervu likvidnosri. Tako formirana likvidna imovina preduzeća je temeljna podloga poslovanja bankarskog sistema. I kod nas treba proveriti proces stavljanja preduzeća u takve uslove poslovanja. Tim putem se ostvaruju mnogostruke koristi, a jedna od tih je i ostvarenje bitne pretpostavke za povećanje depozitnih sredstava u bankarskom sistemu iz kojeg se na realnim izvorima može razviti kreditiranje koje je u funkciji oživljavanja tekuće proizvodnje i razvoja preduzeća.

Kad bi se u našim uslovima iskoristili svi raspoloživi resursi putem smanjenja gotovog novca u opticaju i povećanja depozitnog novca u bankama i prenosa deviznih sredstava u legalne bankarske kanale, smanjenja kurentnih zaliha robe konverzijom imovine preduzeća u depozitni novac i solidne surogate novca, došlo bi se do mnogostrukog povećanja mobilnih dinarskih sredstava u bankarskom sistemu a time i do snažnog poticaja oživljavanju ukupne privredne aktivnosti.

U svrhu sagledavanja banaka u celini na temelju zbimog reklasifikovanog bilansa za sve banke možemo se poslužiti odredenim koeficijentima. Bez obzira na pokazatelje poslovanja banaka po 61. 26. i 27. Zakona o bankama, ovi pokazatelji su primenjivi za globalnu ocenu stanja bankarskog sistema u celini odakle se treba poći u razmatranje položaja pojedinačne banke ili grupe banaka srodne problematike ili nasleda. Ove ili njima slične pokazatelje bi trebalo primenjivati u inflatornim uslovima kad su velika odstupanja od službenog ili tržišngo kursa u svrhu svodenja bilansi u prihvatljive realne vrednosti. Podobnost primene ovih koeficijenata je i u tome što se 6 pokazatelja svodi u jedan na temelju koga je moguće napraviti jednu rang listu banaka. U tako dobijenom jednom pokazatelju sadržana je ocena poslovanja banke sa 6 različitih aspekata što

predstavlja integralnu koncentraciju najbitnijih elemenata koji definišu položaj banke i njenu uporedivost sa drugim bankama.

Koeficijent **1.** predstavlja odnos izmedu deponovane devizne štednje kod NBJ i ukupnih obaveza za deviznu štednju. Što je veća deponovana od devizne štednje, to je veća rezerva u banci i obrnuto.

Koeficijent **2.** stavlja u odnos ukupnu aktivu u devizama prema ukupnoj pasivi u devizama. Veća ukupna aktiva koja je izražena u devizama od ukupne pasive u devizama znači veću rezervu u bilansu banke, dok obrnuti odnos znači skriveni gubitak.

Koeficijent **3.** čini odnos devizne aktive u devizama prema deviznoj pasivi u devizama (DEM). Veća devizna aktiva od devizne pasive predstavlja rezervu u deviznoj supstanci i obrnuto.

Koeficijent **4.** predstavlja odnos devizne pasive u deviznom znaku i dinarske pasive preračunate u DEM. Što je veći iznos devizne pasive od dinarske pasive znači da je manja mogućnost banke da izvrši devizne obaveze i da su manji dinarski izvori sredstva koji služe kao izvor sredstava za kamatonosnu aktivu.

Koeficijent **5.** predstavlja odnos potencijalnih gubitaka, preračunatih u devize, na osnovu izveštaja banke, prema osnivačkom kapitalu. Stanje u banci je lošije što su veći potencijaini gubici u odnosu na kapital.

Koeficijent 6. stavlja u odnos procenjene potencijalne gubitke banke (40% od dugoročnih deviznih kredita i garancija) i osnivački kapital.

Prva tri koeficijenta imaju pozitivan predznak, a druga tri negativan predznak. Ukoliko je skor koeficijenta negativan znači da je bankarstvo u celini nesolventno i da su nužne mere opšteg i pojedinačnog karaktera za konsolidaciju poslovanja. Ukoliko je skor jednak nuli ili veći od nule znači da je bankarstvo u celini nesolventno i da su nužne mere opšteg i pojedinačnog karaktera za konsolidaciju poslovanja. Ukoliko je skor jednak nuli ili veći od nule znači da je bankarstvo u celini solventno sa kratkoročnog i dugoročnog aspekta te da treba provoditi samo pojedinačnu sanaciju kod dela banaka čije poslovanje u negativnom smislu odstupa od proseka bankarstva u celini.

2) KOEFICIJENTI BILANSA BANAKA

Suma reklasifikovanog bilansa onako kako je knjižen u bankama pokazuje sintetički gledano, velik komparativni koeficijent, kao krajnji rezultat svih koeficijenata, sa negativnim izrazom u 1992. godini sa naglim poboljšanjem u 1993. godini i blagim popravljanjem stanja u prvom polugodištu 1994. godine u odnosu na stanje krajem 1993. godine. Svi koeficijenti pokazuju isto stanje ili popravak poslovanja u odnosu na prethodni period.

Veliko učešće obračunskih stavki u ukupnom bilansu izazvano inflacijom remeti realnu sliku a time i dijagnozu ukupnog stanja po periodima i bankama. Nužan je zahvat samo na nekoliko sintetskih stavki reklasifikovanog bilansa da bi dobili realno stanje koje udovoljava zahtevima tačnosti globalne dijagnoze stanja u bankama. Kod aktivnih i pasivnih vremenskih razgraničenja stanja su u uslovima stabilne valute marginalna u odnosu na ukupan bilans. U uslovima visoke inflacije ove stavke preuzimaju veoma značajan karakter u bilansu, a posebno u dinarskom podbilansu gde je njihovo učešće dominantno.

Kad je veliko odstupanje od službenog i tržišnog kursa, nužna je konverzija bilansa u konvertibilnu valutu, na način da se sve dinarske pozicije preračunaju u devizne kako e to već opisano. Učešće dinarskog podbilansa, a time i deviznog je različito u aktivi od onog u pasivi. Posledica toga je i neravnoteža preračunatog bliansa u realne vrednosti biće izjednačen, aktiva će biti jednaka pasivi. Ako je učešće deviznog podbilansa u aktivi veće od onog u pasivi biće veća i ukupna suma preračunate aktive od pasive. Ta razlika predstavlja skrivenu rezervu i to u realnoj vrednosti i za nju se, mogu povećati fondovi ili rezerve banke. Obrnuto, kad je učešće devizne pasive veće od devizne aktive u ukupno preračunatom realnom bilansu pojaviće se veća pasiva od aktive, a time i skrivena dubioza u bilansu banke. Tada su obaveze banke veće od imovine banke izražene u realnoj vrednosti a ta razlika predstavlja skriveni gubitak pa se bilansno stanje banke nužno popravljati. Taj skriveni gubitak se i u tekućem poslovanju pojavljuje kroz veće negativne kursne razlike od pozitivnih kursnih razlika koje se u bilansu uspeha moraju pokriti iz ostalih prihodnih stavki banke, a ako to nije dovoljno svršava se u gubitak, koji se onda pokriva iz rezervi, fondova, ili u alternativi stečaja banke, iz sredstava ostalih poverioca koji u stečajnom postupku neće moći naplatiti sva svoja potraživanja od banke.

Tako pripremljen korigovan bilans čini potpuno upotrebljive koeficijente za ocenu stanja u ukupnom bankarstvu i ocenu stanja svake banke, a kroz izraz u komparativnom koeficijentu omogućava rangiranje banaka na jedinstvenom široko obuhvaćenom „komparativnom koeficijentu".

KOEFICIJENTIBILANSA STANJA – KORIGOVANJE VELIČINE

Elementi

1. Deponovana devizna štednja kod NBJ
2. Devizni depoziti stanovništva
   - po videnju
   - do jedne godine
3. Ukupno devizni depoziti stanovništva

Razlika (l–(3)

1. Koeficijent podbilansne devizne štednje (l)/(3)
   - Ukupna aktiva
   - Ukupna pasiva

Razlika ukupne aktive i ukupne pasive

2. Koeficijent ukupne aktive i ukupne pasive (l)/(2)
   - Devizna aktiva
   - Devizna pasiva

Razlika devizne aktive I devizne pasive

3. Koeficijent devizne aktive i devizne pasive (l)/(2)
   - Dinarska pasiva
   - Devizna pasiva
4. **Koeficijent devizne pasive** (2)7(1)
   - Osnivački kapital i rezerva
   - Dugoročni krediti
   - Devizne garancije
   - Potencijalni gubitici (evid.)
5. **Koeficijent potencijalnih gubitaka** (4)**/(l)**
   - Osigurani kapital i rezerva
   - Dugoročni devizni kredit i devizne obaveze po garancijama
   - Procena potencijalnih gubitaka
6. **Koeficijent procene potencijalnih gubitaka** (3)/(l) 1,

KOMPARATIVNI KOEFICIJENT

Krajem 1992. godine stanje bankarstva je za 2,64 puta bilo lošije od onog koje ne bi trebalo široke zahvate linearnim merama. Bankarstvo je dovedeno u 1993. u još težu situaciju, tako da negativni komparativni koeficijent se povećava na 3,26 puta. Pogoršanje je usledilo zbog obaranja realne vrednosti novčanog dela osnivačkog kapitala, povećanja tekućih gubitaka, i pojedinosti dela ranije stvorene skrivene rezerve banke koja je kroz prihode od pozitivnih kursnih razlika poslužila za pokriće (pored negativnih kursnih razlika) operativnih rashoda banaka.

Ukupna konstalacija bankarskog sistema zemlje sastoji se od banaka koje su poslovale u ranijem periodu i banaka koje su konstituisane nakon donošenja Zakona o bankama i drugim finansijskim organizacijama iz 1989. godine. Banke koje su u ranijem periodu poslovale nose u svom poslovanju loše naslede iz ranijeg perioda što ima bitan utićaj na tekuće poslovanje i poslovnu politiku tih banaka. Banke koje su autonomno nastale nakon donošenja navedenog zakona nemaju lošeg nasleda iz ranijeg perioda pa je i njihova poslovna politika oslobodena tereta prošlosti. S tog aspekta gledano, možemo

podeliti banke na „stare" i „nove" banke. U „stare" banke su svrstane one banke koje su postojale pre donošenja navedenog zakona, kao i banke koje su nastale iz tih banaka i imaju isto naslede iz prošlosti. U „nove" banke mogu se grupisati sve ostale banke koje su nastale nakon donošenja navedenog zakona i posle po izmenjenom Zakonu o bankama i drugim finansijskim organizacijama, a koje nemaju lošeg nasleda iz ranijeg privrednog sistema.

U „starim" bankama je koncentrisana sva stara devizna štednja gradana koja je deponovana kod Narodne banke Jugoslavije koja predstavlja dubiozu u sistemu, za ta sredstva nije još uvek pronadeno rešenje kojim bi se bankama kompezirala izgubljena imovina i izvršile obaveze prema štedišama, makar je za deviznu štednju u tom periodu postojala garancija države. Ove banke su po pravilu visoko zadužene u inostranstvu, po osnovu dugoročnih deviznih kredita i garancija za svoje komitente. Neizvesne su kondicije krajnjih dužnika za izmirenje obaveza prema inostranstvu što stavlja ove banke u delikatan položaj.

U ranijem periodu banke su u sistemu bile definisane kao „servis privredi" čime su potisnuti u drugi plan osnovni principi tržišnog poslovanja banaka kao što su likvidnost, sigurnost i profitabilnost. Tako su najveći osnivači, a time i upravljači bankom bili istovremeno i najveći dužnici banke. Prema njima je bilakoncipirana i poslovna politika banke.

Motiv takvih osnivača banke nije bila dividenda na akcijski kapital banci, nego maksimalno korišćenje kredita od banke. Na tim kreditima se moglo mnogo više zaraditi nego na prinosu od deonica u banci u uslovima realno negativne aktivne kamatne stope, jer je po pravilu nominalna kamata bila permanentno niža od stope inflacije.

Donošenjem novih zakona, aktivirani su tržišni principi poslovanja banaka i institucionalni okvir je popravljen. Medutim, banke se sporo oslobadaju nasledenog tereta velikih dužnika koji su još uvek i najveći osnivači banke. Nužna su dodatna ulaganja u ta preduzeća da bi se osposobila za vraćanje ranijih u prvom redu dugoročnih deviznih kredita. U protivnom, banka se može suočiti sa teškim posledicama neizvršavanja obaveza prema inostranstvu.

U ranijem periodu u datim uslovima privredivanja banke su nastojale održavati tekuću dinarsku i deviznu likvidnost. Neke banke, za održavanje dinarske likvidnosti kad im pravovremeno nisu vraćeni dinarski krediti vršile su devizno zaduženje u inostranstvu, devizna sredstva su konvertovale u dinare i popunjavale dinarska likvidna sredstva. U inflaciji su tako dobivena dinarska sredstva obezvredena, a ostale su devizne obaveze u realnoj vrednosti, koje predstavljaju čistu dubiozu koja će se aktivirati kad se počnu izvršavati obaveze. Materijalnu asistenciju ovako nasleđenih obaveza banke će morati obezbediti iz tekućeg poslovanja, rezervi ili smanjenjem osnivačkog kapitala.

Iz ranijeg perioda, postoji i prekapacitiranost banaka u poslovnom prostoru, opremi, neracionalnoj organizaciji i broju zaposlenih za postojeći obim poslovanja. Sve to zahteva radikalne mere racionalizacije koje se još uvek suzdržano provode. Međutim, u „starim" bankama postoji i velika koncentracija izuzetno sposobnih kadrova za bankarsko poslovanje koja ove procese može uspešno realizovati.

Za razliku od „starih" banaka u „novim" bankama nema nasledene dubioze po osnovu deponovane devizne štednje kod NB J, nema ni nasleđenih dugoročnih deviznih obaveza prema inostranstvu iz ranijeg privrednog sistema. One su konstituisane u institucionalnim uslovima prilagodenim tržišnim principima bankarskog poslovanja u ključnim segmentima usaglašenim sa direktivama kojih se pridržavaju banke u

Evropskoj zajednici. U svojoj poslovnoj politici nemaju nasleđe dominantnog uticaja najvećih vlasnika istovremeno i najvećih dužnika. Na svemu tome se zasnivaju značajne pretpostavke za razvoj ovih banaka na principima savremenog bankarskog poslovanja koji postoji u razvijenim zemljama.

Neke od „novih" banaka su više obavljele poslove finansijskih posrednika nego imanentnog bankarskog poslovanja. U osnovnom konceptu je prisutno dinarsko zaduženje i formiranje realne imovine u devizama u svrhu zarade na razlici izmedu pasivne kamate i rasta kursa konvertibilnih valuta. U situaciji kad su isti i/ili pretežni vlasnici banaka i povezanih preduzeća moguća je distribucija ostvarene zarade na razne načine već prema tome kako odgovara stvamim vlasnicima.

Deo „novih" banaka još uvek ima tako malo ili nikako razvijeno bankarsko poslovanje, da bi im trebalo s tog osnova oduzeti dozvolu za rad i brisati im starus banke. Po pravilu su te banke snabdevene kadrovima sumnjive stručne bankarske vrednosti i preživljavanje takvih banaka ne bi trebalo prepustiti procesu sazrevanja i osposobljavanja loše stručne podloge kadrova zaposlenih u njima.

Dalje, neke „nove" banke već dosta vremena se održavaju na niskoj vrednosti bilansne sume i osnivačkog kapitala i očito nemaju realne šanse za veći prodor u finansijski prostor sa raspoloživim potencijalom, a to što su do sada učinile nije dovoljno da se održe u bankarskom statusu. Već sada su sazreli uslovi za gašenje takvih banaka kroz proces otkupljivanja ili putem stečaja ili likvidacije.

Kad bi se u „novim" bankama otklonili postojeći defekti i nedostaci, stvorili bi se uslovi za povećanje njihove finansijske snage i većeg učešća u bankarskom potencijalu zemlje, To bi svakako doprinelo bržem razvoju tržišnog poslovanja u bankarskoj i finansijskoj sferi i dalo snažan poticaj razvoju zdravih programa mnogih preduzeća i pored privrednog nepovoljnog ekonomskog okruženja u kojem se nalazimo.

GLAVA PETA

MENADŽMENT AKTIVE I PASIVE BANKE

1. MEHANIZAM I POLITIKA UPRAVLJANJA AKTIVOM I PASIVOM

1) UPRAVLJANJA AKTIVOM BANAKA

Poslovna politika banaka mada zasnovana na osnovnim principima bankarskog poslovanja (likvidnost, rentabilnost, poslovnost i efikasnost) redovno je odraz ukupne politike sredstava i plasmana svake banke. To je, dakle, odraz ukupne poslovne politike. Vođenje poslovne politike banke, njen kvalitet, strukturna politika, oblici i dugoročnost plasmana, usklađivanje izvora sredstava i plasmana (njihovog kvaliteta i ročnosti) ima direktan odraz na likvidnost banke i stanje i kolebanje likvidnih sredstava. Politika likvidnosti banke je direktan rezultat ukupne politike formiranja finansijskog potencijala u bilansu banke, a s druge strane politike plasmana i drugih oblika angažovanja sredstava. Banke u poslovnoj politici moraju nastojati da usklade sledeće agregatne odnose:

1. Ponašanje 1 dinamiku promena (i tendencije promena) ukupne aktive i pasive u bilansu banke,
2. Promene i dinamiku promema u struktasi izvora sredstava i odgovarajućih plasmana,
3. Dinamiku pravila i odliva sredstava, kako po ročnosti sredstava, kamatnom opterećenju, tako i visini i raspoloživosti,
4. Opterećenost aktive nenaplativim plasmanima i tzv. kontaminiranom aktivom (koja blokira poslovnu politiku banke i redovno ugrožava njenu likvidnost),
5. Visinu i strukturu kamatnog opterećenja sredstava (izvora u bilansu banke) i prihode od plasmana (aktiva),
6. Odnos kapitala i ukupne aktive, odnosno odnos kapitala i kamatonosne aktive,
7. Odnos sopstvenog kapitala banke (akcionarski kapital i rezerve) i ukupnih izvora sredstava, a posebno prema kamatonosnoj pasivi,

8. Odnos nenaplativih plasmana prema sopstvenom kapitalu banke,
9. Učešće sredstava centralne banke i medubankarskih kredita u ukupnim izvorima sredstava,
10. Učešće mase sredstava zahvaćene obaveznom rezervom i rezervom likvidnosti u ukupnim depozitima, ali i u kreditima kod centralne banke,
11. Struktura i učešće deviznog dela u bilansu banke i učešće domaćih novčanih holdinga,
12. Struktura glavnih korisnika kređita (veliki korisnici) i njihovo učešće u ukupnim plasmanima i dr.

Sagledavanje takvih odnosa u bilansu banke omogućava rukovodstvu (menadžmentu) banke da zacrta osnove poslovne i kreditne politike, da vrši odgovarajuću politiku plasmana, restrukturisanje kredita i depozita, politiku kamate i profita, da vrši preorijentaciju (ako je potrebna) u poslovnoj politici sa sektora stanovništva na privredu ili obrnuto, da osigurava priliv stranog kapitala (zaduživanje u inostranstvu), veće zaduživanje kod centralne banke i ulazak u poslove koji se posebno stimulišu kroz monetarnu politiku centralne banke i dr.

Stvarno sagledavanje stanja li odnosa u bilansu banke u stvari znači i nužnost upravljanja ukupnom aktivom i pasivom u bilansu banke, jer zbog brojnih prelivanja unutar bilansa javljaju se brojni medusobno povezani efekti (koje treba držati pod kontrolom). Tako npr. kada banka odobri preduzeću kredit za određene namene, kredit se prebacuje na žiro račun korisnika kredita. Taj žiro račun može biti kod iste banke (što istovremeno povećava depozite u bilansu banke i otvara svojevrsni proces mikrokreditne multiplikacije u okviru jedne banke), a može biti i kod druge banke – kada se javlja odliv sredstava u visini odobrenog (i iskorištenog) kredita. Prvi oblik održava Likvidnost banke, drugi je slabi. Drugi oblik (odliv) predstavlja osnov za razvijanje procesa mikrokreditne multiplikacije u okviru celokupnog bankarskog sistema. O ovom problemu šire raspravljamo na drugom mestu u ovom radu.

Koncepcija upravljanja aktivom i pasivom banaka, (Asset and Liability Management–ALM) dobila je vrlo široku primenu u razvijenim privredama (bankarstvu razvijenih ekonomija).

Koncepcija se svodi na kratkoročno upravljanje i operativno izvodenje optimalne politike kombinovanja delova i ukupne strukture aktive i pasive banaka.

Deregulacijom finansijskog sektora i sve većom konkurencijom medu bankama na finansijskom tržištu, primorava banke da vrlo brzo vrše često potpunu prekompoziciju ukupne aktive i pasive, da bi se održalo u konkretnoj borbi i ostvario profit, odnosno sačuvao rejting banke.

Menadžment aktive banke zahteva jasno i precizno procenjivanje svih bilansnih pozicija aktive. Bilansne pozicije se procenjuju na bazi sledećih načela (EEZ):'

1. Stalnosti oblika angažovanja dela aktive,
2. Opreznost u proceni ponašanja i reagovanja pozicija aktive,
3. Doslednost u proceni,
4. Načelo uzročnosti pozicija aktive,
5. Načelo pojedinačnog procenjivanja stvari, prava i potraživanja,
6. Načelo kontinuiteta (vremenska povezanost i ponašanje pozicija bilansa banaka). Aktiva banke se uglavnom sastoji iz sledećih delova:
    a. Neaktivna aktiva,

b. Transakcije na novčanom tržištu,
c. Transakcije na tržištu kapitala,
d. Transakcije na terminskom i tržište kapitala[537]

Neaktivna aktiva u bilansu banke kreće se od 3% u Japanu, do 14% u Francuskoj.

1) Neaktivna aktiva za menadžment banke predstavlja najveću neizvesnost kako u ponašanju tako i formiranju, jer je eksterno odredena (zavisi od monetarne i javne vlasti, dakle izvan uticaja banke). Osnovni delovi neaktivne aktive su: 1) Beskamatni plasmani, 2) Obavezna rezerva banke i 3) Gotovina u kasi.

Beskamatni plasmani predstavljaju angažovanje sredstava preko kojih banke ne ostvaruju prihod ili je prihod mali (za pokriće troškova). Ovi plasmani su najčešće rezultat određene monetarne politike Centralne banke ili politike razvoja države.

Obavezne rezerve kao instmment monetarne regulacije centralne banke (na drugom mestu ovaj instmment šire prikazujemo)[538] predstavlja „blokiranje" dela potencijala banke. Uglavnom je niskokamatna ili beskamatna, te predstavlja opterećenje bilansa banke, uglavnom zavisi od stope obaveze rezerve (koju odreduje Centralna banka) i strukfure i visine depozita koji ulaze u njenu osnovicu.

Gotovina u kasi je gotovina kojom raspolaže banka za isplate u toku dana (blagajna i trezor). Povećanje gotovine predstavlja smanjenje depozitnog potencijala banke i sužavanja mogućnosti za povećanje plasmana u privredi.

Menadžment banke mora jasno da odredi optimalnu zonu gotovine, pri čemu ne sme da se ugrozi gotovinska sposobnost banke (smanjenje depozita, porast troškova poslovanja, smanjenje prihoda, pad profitabilnosti).

2) Transakcije na novčanom tržištu omogućavaju menadžmentu banke da elastično upravlja aktivom u celini, ali i bolje povezivanje (funkcionalno) aktivom i pasivom bilansa banke. Novčano tržište uglavnom obuhvata niz užih tržišta, kao: eskonmo tržište, lombardno tržište, devizno tržište, tržište hartija od vrednosti (kratkoročno i dugoročno), tržište žiralnog novca, kreditno tržište.

Efikasno upravljanje aktivom podrazumeva da menadžment banke prati navedena tržišta i vrši efikasno kombinovanje (transformaciju) pojedinih oblika plasmana i izvora sredstava preko navedenih tržišta.

Transakcije na tržištu kapitala ili kapitalne transakcije uglavnom se odnose na kupovinu i prodaju dugoročnih efekata. Osnovni izvor sredstava na tržištu kapitala je štednja. Na tržištu kapitala mogu se javiti dva oblika: a) zajmovni kapital i b) akcijski kapital. Zajmovni kapital može imati tri oblika: 1) Investicioni kredit, 2) Hipotekami kredit i 3) Dugoročni zajam.

Transakcije na spekulativnim i terminskim tržištima. Ove operacije banaka predstavljaju uglavnom čest obligacioni odnos izmedu kupaca i prodavaca, uz posredovanje banke.

Berzanski špekulativni poslovi su poslovi na terminski rok i imaju kao krajnji cilj špekulativnu radnju ili od strane klijenta banke ili od strane poslovne banke radi ostvarivanja zarade u visini razlike između dva kursa. Špekulativna radnja se sprovodi između dva pravna subjekta: emitenta deonica i kupca deonica. Medutim, ukoliko se kurs deonice smanji tada se poslovne banke uključuju u špekulativno tržište, odobravaju

537 DrN. Vunjak: Finansijski menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 1994, str. 626.
538 Dr S. Komazec, dr J. Kovač, Dr Ž. Ristić: Bankarski menadžment, izd. ABC „GLAS", Beograd, 1993.

kredite kupcu deonica uz zalogu kupljenih deonica sa mogućnošću da iste prodaju ukoliko kupac deonica ne može na vreme da vrati kredit poslovnoj banci. I kod ove gmpe poslova postoje široki prostori za aktivno delovanje menadžmenta poslovne banke. Treba reći, da poslovi na tenninskom tržištu i špekulativnom tržištu nisu nezakoniti poslovi, da se isti moraju obavljati saglasno pozitivnim zakonskim propisima i da isti mogu doneti značajan dodatni prihod poslovnoj banci.

Menadžment poslovne banke može kvalitetno upravljati sa aktivom svoje poslovne banke, ukoliko dobro poznaje neaktivnu aktivu, transakcije na novčanom tržištu, transakcije na tržištu kapitala i transakcije na terminskom i špekulativnom tržištu.[539]

Položaju mnogih banaka na finansijskim tržištima su fiksni, to znači da neke banke ostaju neto poverioci, a neke neto dužnici. Ali sve banke mogu koristiti tržišta da bi u kratkom roku prilagodile aktive i pasive. To je jedan deo ALM, kom se obično poklanja puno pažnje. Za banke koje posluju na većem broju tržišta, moguća je arbitraža među različitim tržištima, ili u okviru jednog tržišta, tako da je moguće promeniti strukturu aktive i pasive da bi se iskoristile očekivane promene kamatnih stopa. Međutim, poslovanje tekućim aktivama (suprotno od fiučersa) uvećava zbir bilansa i nameće više zahteve za kapitalom. Zbog toga, mnoge banke umanjuju transakcije na kratkoročnim tržištima u odnosu na ranije godine.[540]

U novije vreme, sve je veća upotreba fiučers tržišta. U principu, može se reći da je razvoj novih finansijskih tržišta promenilo bankarstvo. Banke sada imaju veći prostor za kratkoročne varijacije bilansa no ikad ranije. One mogu reagovati svakodnevno, pa čak iz sata u sat, na promenu u okruženju (kako ekonomskom, tako i bankarskom) kupovinom ili prodajom aktiva i promenom vrste finansiranja.

Nekvalitetna potraživanja banaka utiču na ALM tako što „zamrzavaju" aktive i konvertuju kratkoročna u dugoročna potraživanja. Ne ostvaruju se očekivani novčani troškovi i to utiče na likvidnost. Ako je učešće takvih potraživanja izuzetno visoko to će pogoršati kreditnu sposobnost banke – banka će teže i po višim cenama morati nabavljati izvore sredstava. To se čak može desiti i bankama koje trenutno nemaju tako visoko učešće loših potraživanja, ali za koje se zna da su odobrile veće kredite industrijskim granama ili preduzećima na određenom području gde se očekuju problemi u budućnosti. Sve to može uticati na kreditnu sposobnost banke, ali i na njenu sposobnost da upravlja pasivama.

Iskustvo iz ranih osamdesetih godina ukazuje na značaj kreditnog rizika za ALM. Mnoge banke, u raznim zemljama, su pogodene gubicima i potrebom za reprogramiranjem kredita na domaćem i medunarodnim tržištima. U većini slučajeva, do pogoršanja problema je došlo zbog nedovoljne diversifikacije kreditnog portfolia.

2) UPRAVLJANJE PASIVOM BANKE

Menadžment pasive i njena kompozicija su pretpostavke za efikasno upravljanje aktivom banke. Pasiva banke je komponovana od sledećih delova:

1. Podbilans sopstvenih izvora sredstava,
2. Podbilans tudih (pozajmljenih) sredstava,
3. Podbilans komisionih (neutralnih) poslova i sredstava.

[539] Dr N. Vunjak, op. cit., str. 632.
[540] Vidi šire: Dr M. Ćirović: Bankarski menadžment, Ekonomski institut, Beograd, 1995, str. 45– 60.

Dok je osnovni cilj efikasnog upravljanja aktivom racionalan i efikasan plasman u cilju ostvarenja što većeg profita banke (i drugih efekata u privredi, kod korisnika kredita i usluga banaka) kod upravljanja pasivom je osnovni cilj pribavljanje što jeftinijih sredstava i formiranje takve kompozicije sredstava u bilansu banke koji će osigurati vođenje odgovarajuće optimalne likvidnosti.

Osnovno je kod upravljanja sredstvima (pasivom) banke odrediti kompoziciju (visinu) akcijskog kapitala. Stoga treba praviti razliku izmedu akcijskog i akcionarskog kapitala. Akcijski kapital obuhvata ukupan iznos kapitala formiran preko emisije hartija od vrednosti i plasmana acija. Akcijski kapital predstavlja samo osnivački kapital, koji je vlasništvo akcionara banke.

Akcijski kapital pored osnivačkog (akcionarskog) sadrži i kapital banke u obliku rezervi. Rezerve su vlasništvo banke. Osnivački kapital se može osigurati i preko nenovčanog oblika i u obliku hartija od vrednosti (akcije, obveznice, certifikati).

Osnivački kapital banke se ne može povlačiti.

Menadžmenru banke je jasno da se osnivačke akcije kotiraju na berzi efekata i da se nalaze u procesu kupovine i prodaje izmedu akcionara.

Deo pasive koji se odnosi na rezerve banke, poznato je, akcionarska banka ne donosi direktno, zbog čega se menadžment banke lakše odlučuje na akcijski kapital (cena kapitala, raspolaganje, prinos, raspodela priliva na kapital i dr.).

Upravljanje strukturom sredstava pasive kako zbog raspoloživosti sredstava, likvidnosti, sigurnosti u poslovanju, stabilnosti izvora sredstava, profitabilnosti, odgovornosti za rad i uspeh banke i dr. menadžmentu treba da omogući sledeće:

1. Održavanje optimalne ravnoteže između akcijskog i akcionarskog kapitala,
2. Diversifikaciju rizika ulaganja u kapital,
3. Stopu razvoja i samostalnost banke,
4. Stepen zaduženosti preduzeća kod banaka,
5. Kotaciju sopstvenih akcija,
6. Formiranje odnosa na finansijskom tržištu (ponuda i tražnja efekata).

Poslovna politika banke nastoji da poveća rezerve banke čime se stvara veća mogućnost i stabilnost banke i lakše upravljanje bankom. Nasuprot tome, težnja akcionara je da ostvare što veću dividendu i na štetu rezervi. Povećanje rezervi banke stvara jeftinije izvore sredstava, a time i aktivu banke (plasmane).

Pozajmljena (tuda) sredstva u pasivi bilansa banke predstavljaju određenu obavezu banke prema vlasnicima sredstava. Sredstva se sastoje iz dugoročnih i kratkoročnih oblika depozita (izvora), kao i dinarskog i deviznog porekla. Menadžmentbanke mora u poslovnoj politici nastojati da uspostavi optimalnu kompoziciju sopstvenih i tuđih sredstava, čime se rizik nelikvidnosti svodi na minimum, ali i omogućava kvalitetnija i efikasnija kreditna politika i upravljanje kreditnim rizikom, odnosno bolje mogućnosti za račun transformacija sredstava banke. Time se omogućava i ublažavanje suprotnosti u poslovnoj strategiji banke izmedu principa likvidnosti i principa rentabilnosti. Upravljanje pasivom (izvorima) menadžment banka mora da osigura istovremeno ostvarivanje i načela rentabilnosti i likvidnosti. Dominacija profitabilnosti često banku odvodi u zonu trajnije nelikvidnosti (preterano kreditiranje).

Upravljanje tuđim sredstvima ora biti u funkciji optimalnog finansiranja depozitnog novca, štednje stanovništva i drugih sektora i deviznih sredstava, odnosno korišćenih kredita kod drugih finansijskih organizacija. Tuda (pozajmljena) sredstva

nastoje se osigurati pod najpovoljnijim uslovima, posebno u pogledu cene sredstava, roka korišćenja, potrebnog osiguranja, vezivanja sredstava za namene i dr. Menadžment sredstava pozajmljivanju pristupa u nekoliko tipičnih slučajeva:

1. Zbog pada depozita i drugih sredstava bankc (neočekivano i neplanirano), što ugrožava likvidnost banke,
2. Zbog ulaska u nova ulaganja, pri čemu je potreban novi oslonac na pozajmljena sredstva,
3. Zbog orijentacije monetarne politike na restrikciju novca i kredita i teškoća pribavljanja „normalnih" sredstava,
4. Zbog povoljnijih odnosa na flnansijskom tržištu, pri čemu se relativno povoljno dolazi do potrebnih sredstava,
5. Zbog većih zajedničkih ulaganja više banaka,
6. Zbog izostanka očekivanog priliva sredstava iz već izvršenih plasmana i dr.

Bankarska teorija ne poznaje univerzalni princip prikupljanja i plasiranja sredstava, što znači da menadžment svake banke mora razviti sopstvenu strategiju formiranja, plasiranja, oplodnje i konverzije sredstava. Naravno, pri tome mora imati u vidu prirodu (izvor) sredstava, ročnost, opterećenje kamatama i drugim troškovima (planiranje, izdvajanje obavezne rezerve, rezerve likvidnosti, zakonsko blokiranje sredstava, delovanje mera monetarne politike na sredstva i dr.), da bi se mogla vršiti odgovarajuća politika kombinovanja strukture sredstava i dr. Iz navedenog proističe celokupna politika upravljanja sredstvima (pasivom), plasmanima (aktivom) banaka.

Evropski standardi su formirani na sledećoj strukturi sredstava banaka: eskontno tržište 8%, lombardno tržište 9%, tržište žiralnog novca 10%, tržište hartija od vrednosti 12%, kreditno tržište 7%. To znači da oko 46% pasive banaka otpada na novčano tržište.[541]

Poseban deo pasive banaka odnosi se na različite oblike komisionih izvora sredstava. Banka ovde istupa kao komisionar, pri čemu obavlja za tuđ račun, a u svoje ime. Šire o ovim sredstvima raspravljamo na dmgom mestu.

Integralno upravljanje svim aktivama, pasivama, uslovnim obavezama i rizicima odgovor je banaka na sve veće i brojne razlike u poslovanju koji proizilaze iz sve složenijih uslova u kojima banke posluju i velikih kratkoročnih promena na finansijskim tržištima. „Vodenje i primena ALM dovodi do stvaranja fleksibilnih bankarskih struktu**ra** koje su u stanju da se brže prilagođavaju promenjenim uslovima na finansijskom tržištu, kao i da brže daju odgovore na strukturne promene koje nastaju na strani ponude i tražnje za flnansijskim ulaganjima".[542]

[541] Dr Vunjak, op. cit., str. 634.
[542] Dr M. Ćirović, isto, str. 58.

2. EFEKTI MENADŽMENTA AKTIVE I PASIVE BANAKA

1) EFEKTI UPRAVLJANJA AKTIVOM I PASIVOM NA BANKARSKO POSLOVANJE

Prihvatanje ALM pristupa, podrazumeva integrisan pristup bilansnim i vanbilansnim bankarskim poslovima. Banke moraju procenjivati različite kategorije kredita koje odobravaju i različite izvore sredstava koje pribavljaju u smislu: koliko su u skladu sa drugim, postojećim i potencijalnim, poslovima, ali i sa rizicima u poslovanju.

U velikim bankama, ALM–om se bave odbori (komiteti) na visokim nivoima, koji mogu imati različite nazive: AKOM (Komitet za upravljanje aktivom i pasivom) ili Treasurv odbor; u manjim bankama, tim poslovima se bavi Upravni odbor. Velike banke, koje su dosta geografski razudene organizujupojedine filijale ili podružnice kao nezavisne centre za donošenje odluka, koje same odreduju svoj ALM.

ALM nameće velike potrebe za informacijamau sve složenijoj bankarskoj strukturi i vrlo razuđenim bankarskim instrumentima. Medutim, aktive i pasive se stalno menjaju. Promene mogu biti aktivne i pasivne. Pasivne promene su promene u bilansu koje nastaju čak i kad nema novih poslova: kada se skraćuju rokovi dospelosti, kada se menjaju kamate – kojima su referentne kamate sa tržišta, kada se menja vrednost stranih valuta, itd. Aktivne promene bilansa su prouzrokovane novim poslovima, jer će banke – poslujući na tržištima i sa klijentima – stalno nabavljati nove aktive i pasive, ili će raspolagati i modifikovati postojeće. Potrebe za informacijama su sve veće, kako banke diversifikuju izvore sredstava i njihovu upotrebu. Postoji dvosmerni odnos izmedu ALM i informacione tehnologije: bolja tehnologija omogućava bankama da lakše posluju većim izborom aktiva i pasiva, koje dobija od široko diversifikovane mreže filijala; a sa druge strane, želja za aktivnijim ALM stimuliše investicije banaka u visoko razvijenu mikroelektronsku opremu. ALM stvara nove, dodatne podsticaje automatizovanja i modernizovanja bankarstva.

Primenom ALM–a se bave različiti organizacioni delovi banaka.

Upravljanje pasivom ima veliki uticaj na razvoj finansijskih tržišta. Razvoj novih finansijskih tržišta podstiče banke da otvaraju filijale u giavnim finansijskim centrima, da bi razvijale odnose sa drugim bankama, bile u toku sa tekućim promenama i novim idejama, sve u cilju poboljšanja svojih kreditnih sposobnosti i profitabilnosti. Menadžment pasivom bio je i značajan faktor intemacionalizacije bankarstva. Ne postoje automatska prava banaka da pozajmljuju izvore sredstava sa finansijskih tržišta. Sve banke, mogu privlačiti izvore sve dok održavaju svoj položaj ili kreditnu sposobnost u odnosu na druge banke i velike nebankarske poverioce sredstava. Menadžment pasivom čini banku ranjivom na svaki objavljeni gubitak, loš novinski članak ili nepovoljnu vest, koji utiču na položaj banke na tržištu. Bankarstvo se uvek zasniva na uspostavljanju i očuvanju poverenja. Ako toga nema – dolazi do odliva depozita po videnju (ako nisu

u potpunosti zaštićeni depozitnim osiguranjem) i oročenih depozita. Sve veći značaj koji se pridaje kreditnom riziku i svest o potencijalnoj opasnosti doprinose usmeravanju menadžmenta aktivom i pasivpm ka većoj brizi o: 1) Kvalitetu aktive; 2) Profitabilnosti i 3) Kapitalu.

Dolazi do promene u pristupu upravljanja aktivom. Sve je prisutnija ideja da je većina – ako ne i cela aktiva – utrživa. Ove promene se mogu posmatrati kao bazične za finansije, uopšte: sve je značajnije tržište hartija od vrednosti koje emituju privreda i država (security markets), kao izvora aktiva i pasiva (sekjuritizacija). Razvoj tržišta vrednosnih papira, naročito kratkoročnih, poboljšava likvidnost takvih aktiva, olakšava njihovu emisiju i čini ih atraktivnijim za investitore.

Komercijalne banke su vrlo usko vezane za takva tržišta. Prvo, same banke žele da drže više prenosivih aktiva i da se više finansiraju emisijom obveznica sa varijabilnom kamatom i drugih tržišnih instrumenata. Drugo, banke obezbeđuju back–up pogodnosti kod plasmana kratkoročnih papira, čak i u slučaju neosiguranih papira, tako da omogućuju stalni pristup investitorima i dužnicima bankarskim sredstvima, koja im obezbeduju likvidnost.

Konačan rezultat je: integracija finansijskog sektora i još veća raznolikost među bankarskim kativama i pasivama – kako bilansnim, tako i vanbilansnim. To proizvodi veću potrebu za uspostavljanjem efikasnog i pouzdanog sistema monitoringa i kontrole svih bankarskih aktivnosti – sa stanovišta rizika koje izazivaju i profita koje donose.

2) EFEKTI ALM NA RIZIKE I PROFIT

Upravljanje aktivom i pasivom kao nova poslovna filosofija nije statičan pristup, on se menja tokom vremena. Teško je stoga sa sigurnošću utvrditi da li ALM uvećava rizike vezane za bankarstvo. Takve procene uglavnom zavise od ciljeva i metoda ALM svake banke posebno. U vreme kada je uvećanje bilansa bio primami cilj (tokom 1960–ih i 1970–ih godina), a menadžment pasive sredstvo, bilo je mesta za raspravu o povećanju rizika koji je taj pristup prouzrokovao. Danas, kada je profitabilnost ponovo neposredni cilj, za većinu banaka, kada je najveća pažnja usmerena na poboljšanje kvaliteta aktive i postizanje pouzdanijih izvora flnansiranja, sve se više vemje da su rizici bolje disperizirani (lokalozovani). Koncept ALM–a u velikoj meri se oslanja na stalno poslovanje na krafkoročnim tržištima – što se smatra rizičnijim. To mora da obuhvati nekoliko oblasti savremenog bankarstva:

1. Postoji opšta opasnost od menadžmenta pasivom o kojoj smo i ranije govoritili tj. rizik kojem je izložena svaka banka od mogućnosti gubitka svog položaja na finansijskim tržištima, kada bi bila u situaciji da ne može doći do potrebnih sredstava: (1) Kroz smanjenu zavisnost od kratkoročnog fmansiranja, (2) Kroz diversifikaciju izvora uzimanja pozajmica ili (3) Korišćenjem nepozivih kreditnih Linija.
2. Prisutan je problem meduzavisnosti na nacionalnoni i medunarodnom nivou. Sa tako velikim obimom medubankarskog odobravanja i primanja kredita (koji su neosigurani, za razliku od komercijalnog kreditiranja), postoji mogućnost da problemi u jednoj banci izazovu gubitke u dmgim bankama, a u najgorem slučaju – kao domino efekta– da banke medu sobom nasleduju kolapse poslovanja. (2) Problem je još ozbiljniji, jer ne primenjuju samo banke ALM;

danas druge finansijske institucije i velike nefinansijske kompanije izdvajaju značajna sredstva za upravljanje kratkoročnim sredstvima i izvorima sredstava; one mogu vrlo brzo povući novac od dužnika, ako sumnjaju u njihovu kreditnu sposobnost.

3. Želja za boljim upravljanjm aktivom i pasivom, tj. želja za boljom kontrolom odredenih rizika, bila je važan faktor kod brzog razvoja finansijskih inovacija poslednjih godina. To je jedan od razloga što su banke razvile poslove sa valutnim i kamatnim svopovima, FRAS, finansijskim fjučersima i opcijama. Nastoji da se odvoje kamatni i valutni rizik od kreditnog rizika, da bi mogle da osiguraju, neutrališu ili na drugi način upravljaju prvim rizicima – nezavisno od drugih. Medutim, to sa sobom nosi i nove opasnosti – naročito kod novih finansijskih instrumenata kod kojih nema prethodnog iskustva i kojima se cena neće odredivati u skladu sa rizicima koji su tu prisutni i to, iz razloga, što bankari ne mogu predvideti sve rizike koji su tu uključeni.[543]

Sposobnost banke da posluje na tržištima nije automatska: za svako novo tržište, banka mora da kreira neophodne unutrašnje kapacitete menadžrnenta i mora da učvrsti spoljni položaj banke – kao tržišnog učesnika sa kojim vredi sklapati poslove. Iako banka ulaže velike napore osvajanjem novih tržišta, normalno je da će želeti da ostvari one obime poslova koji će opravdati ta ulaganja. Konkurencija na novim tržištima je oštra, a marže niže. Skorija iskustva u vezi medunarodnog bankarskog odobravanja kredita.su primer kako stvari mogu krenuti nizbrdo: taj vid kreditiranja se naglo razvijao tokom 1960–ih i 1970–ih godina i mnoge banke su želele da zauzmu ili poboljšaju svoje učešće na tom tržištu, što je pooštrilo konkurenciju i smanjilo marže. Vremenom, problem dugova – početkom osamdesetih godina – ukazuje na to da su tako male marže nedovoljne da pokriju rizike koji su tu bili prisutni. Rizici poslovanja na novim tržištima različito pogadaju različite banke. Obično slabije banke moraju da prave više ustupaka vezanih za cene tj., za rizike koje prihvataju, da bi mogle da zauzmu odredeni položaj na novim tržištima. One su voljne da plaćaju više kamate za depozite, nego njihovi veći i jači konkurenti.[544]

Profesionalni menadžment bankom se može unaprediti samo sistematskim ALM–om i praćenjem različitih neusklađenosti (rokova, kamata i valuta). Rizici su postali određeniji, a menadžment je postao svesniji tih razlika. Uprkos tome, nove promene, uz aktivan menadžment tih bilansa, izazvaće probleme u dužem roku. Pored problema nedovoljne adekvatnosti tih bilansa, izazvaće probleme u dužem roku. Pored problema nedovoljne adekvatnosti marži u dugom roku, postoji rizik za čitav bankarski sistem koji proizilazi iz vanbilansnog poslovanja. Rizik je u tome što će, u vreme tenzija i nestabilnosti na finansijskim tržištima – kada presahnu nebankarski izvori sredstava, banke – u velikoj meri – morati da ispunjavaju obaveze vezane za obezbeđenje sredstava svojim klijentima.

Mimo toga, teško je izvući generalni stav o uticaju ALM na profitabilnost banke. Očigledno je da će više profita ostvariti banke koje su uspešnije u ALM (upravljanju aktivom i pasivom), od onih banaka koje to nisu. Međutim, to važi i za svaku drugu funkciju menadžmenta. U dugom roku, visina profita u bankarskom sektoru će zavisiti od mnogo faktora: naročito od pritiska konkurencije i sposobnosti banaka da dobro definišu svoje profitne ciljeve i da posluju na minimalnim kamatnim maržama. Konačno,

[543] Harrington, R.: Asset and Liabilitv by Banks, OECD, Paris, 1987, str. 132.
[544] Harrington, R.: op. cit., str. 133.

ti faktori utiču i na ALM banke i to u većoj meri nego što ALM utiče na profitabilnost. Ako se uzme u obzir varijabilnost profita tokom vremena, može se očekivati da ALM umanji ciklična kretanja profitabilnosti.[545]

3) EFEKTI UPRAVLJANJA AKTIVOM I PASIVOM (ALM) NA EFIKASNOST BANAKA

Moderna ekonomija teško može uspešno funkcionisati bez dobrog bankarskog sistema. Od njega se očekuje da obezbedi kreditiranje po različitim uslovima i za različite svrhe. To kreditiranje bi trebalo da bude u obimu koji zadovoljava: potrebe za investiranjem u privatnoj industriji, u infrastrukturi i potrebe domaćinstva. Od banaka se očekuje da izadu u susret dužnicima koji imaju privremene teškoće kod isplate dugova, a u isto vreme od njih se očekuje da obezbede depozite koji su oslobođeni rizika i visoko likvidni. Od banaka se očekuje i da obezbede brz, siguran i relativno jeftin mehanizam plaćanja. Koliko su banke u stanju da izadu u susret ovoj tražnji i u kom obimu ALM doprinosi poboljšanju efikasnosti provizija i cena bankarskih usluga. Koncept ekonomske efikasnosti ima dosta različitih značenja. U odnosu na bankarski sistem, možemo govoriti o tri različita kriterija efikasnosti:[546]

a. Efikasnost proizvodnje ili cena bankarskog sistema – koje usluge proizvodi, po kojim cenama, u odnosu na resurse koje troši;
b. Efikasnost alokacija resursa u okviru ekonomije i kako na to utiču cene bankarskih usluga, naročito kamatnih stopa koje plaća za depozite i koje naplaćuje od kredita koje odobrava;
c. Dinamička efikasnost – koliko dobro i koliko brzo bankarski sistem odgovara na promene tražnje za bankarskim uslugama.

Kod proizvodne efikasnosti bankarsfva, treba napomenuti da je 1970–ih godina postojala jaka tendencija rasta bankarskih poslova, usled velike ekspanzije mreža filijala i zbog naraslih troškova zaposlenosti. Nakon toga, banke su uspešnije kontrolisale troškove i u većini slučajeva, broj zaposlenih prestaje da raste (osamdesetih godina). Usvajanje ALM koncepta, samo po sebi, neće imati veći uticaj na troškove finansiranja; mada postoji skroman doprinos resursima banaka i klijenata, koji proističe iz ALM. To je posledica činjenice da su mnoge transakcije postale jednostavnije i automatske. Primer su automatske pogodnosti koje se odobravaju velikim preduzećima (klijentima banke), koje su vezane za kredite, devizna sredstva, i sl., a koje su moguće jer banke imaju pristup velikim i efikasnim tržištima, gde se brzo mogu refinansirati, ako je potrebno.

Kontroverzna je tvrdnja da ALM doprinosi boljoj alokativnoj efikasnosti čitave privrede. Može se navesti prinier kada ono poboljšava efikasnost. ALM je vezano za sve manje korišćenje administrativno propisanih kamatnih stopa i za sve veću upotrebu tržišno odredenih stopa; sve više su štediše nagradene višim kamatnih stopama, dok su potencijalni dužnici suočeni sa kamatama koje su nešto niže, usled konkurentske borbe za retkim izvorima sredstava. Ovo sve pod uslovom da je nivo kamata odredilo tržište koje dobro funkcioniše. Tada će banke obezbeđivati bolju ponudu i alokaciju štednje i investicija. Pozitivan uticaj ALM je u tome što omogućuje razvoj vrlo aktivnih tržišta od kojih se može očekivati da solidno vrše funkciju odredivanja cene. Povećanje broja

[545] Isto, str. 134.
[546] Harrington, R., isto, str. 134.

i vrsta aktivnih finansijskih tržišta, na kojima ima mnogo učesnika, obezbeduje brzo konvergenciju (približavanje) „tačnih" ili efikasnih cena. Ovaj stav su dugo osporavali oni koji su smatrali da spekulativni poslovi prouzrokuju varijabilnost na finansijskim tržištima, što nije u skladu sa privrednim kretanjem.

Uticaj ALM na dinamičku efikasnost moguće je posmatrati na različite načine. Banke su proširile svoje izvore finansiranja, aktivne su na više finansijskih tržišta i redovno posluju sa više različitih valuta no do sada. To im omogućuje da klijentima ponude širi izbor usluga i da spremnije izlaze u susret njihovoj tražnji. Brz tempo finansijskih inovacija svedoči o dinamičkom sistemu koji lako prihvata promene. Medutim, postoji veliki uticaj i na razlike i profit – što smo obradili. Ali ako se banke koncentrišu na kratkoročne prednosti tržišta izvora sredstava, po cenu povećanja troškova u dugom roku, tada se ne mogu dinamičke promene izjednačiti sa efikasnošću.

4) EFEKTI ALM NA MONETARNU POLITIKU

Brzi razvoj kratkoročnih finansijskih tržišta, porast intemacionalizacije bankarstva i promene strukture bankarskih bilansa, naročito veći stepen usaglašavanja kamata, su zajedno uticali na funkcionisanje monetarne politike. Promene u ponašanju banaka menjaju kanale prenošenja monetarne politike, što utiče na to da monetarna politika više deluje preko cena, a manje kroz izričitu administrativnu kontrolu.

Monetarne vlasti u mnogim zemljama utiču na ponudu bankarskih kredita:

a. Direktno – nametanjem kreditne kontrole;
b. Indirektno – preko uticaja na profltabstaost foanaka.

Preorijentacija banaka sa aktiva po fiksnim stopama ka fleksibilnim stopama aktive, uticala je na smanjenu zavisnost njihovih profita od mera monetarne politike. Kreditna ograničenja su postala manje efikasna – jer se pojavljuju novi izvori sredstava, kako domaći, tako i strani. Preorijentacija na aktive po varijabilnim stopama (bilo izričito, ili kroz skraćenje rokova dospelosti) je bila posledica veće varijabilnosti kamata. To je bio jedan of faktora koji je omogućio Centralnim bankama da se više oslanjaju na cenovne efekte. Ali, ako usled odobravanja kedita po varijabilnim kamatama, banke prenose kreditni rizik na dužnike, onda se one mogu suočiti sa većim kreditnim rizicima.

Banke imaju sve širi prostor da prilagode aktive i pasive i sve su spremnije da tako posluju, što im omogućava da izbegavaju poslove kod kojih postoji obaveza izdvajanja rezervi, bilo tako što te poslove obavljaju u drugim zemljama ili van bilansa. Da ne bi podsticale ove trendove, neke Centralne banke smanjuju zahteve za izdvajanjem rezervi.

ALM značajno utiče na primenu monetarne politike, ali je ono ne čini manje efikasnom – niti će tako uticati na nju u budućnosti. Sve dok monetarne vlasti imaju u vidu kretanja kamatnih stopa (i kretanja koja se očekuju kod deviznih kurseva) kao i kontrolu mase novca u opticaju, one će moći da lakše i preciznije usmeravaju svoju politiku. Primena ALM u bankama i drugim finansijskim i nefinansijskim institucijama je, u nekim slučajevima, otežala procenu kratkoročne efikasnosti monetarne politike. U zemljama gde postoje sasvim određeni monetarni ciljev (targeti) usvaja se širi spektar ciljeva i tolerišu se veća kratkoročna odstupanja.

5) EFEKTI ALM NA SUPERVIZIJU

Razvoj ALM bitno utiče na superviziju nad bankama. Sve šira primena menadžmenta pasivom i veća diversifikacija izvora sredstava banaka, znači da su tradicionalni pokazatelji likvidnosti: gotovina i likvidne aktive postali neadekvatni. Međutim, gotovina i likvidne aktive se često koriste u dvostrukoj ulozi: 1) kao instrument monetarne politike i 2) kao sredstva kojima se obezbeduje odredeni stepen sigumosti i likvidnosti pri raspolaganju bankarskom aktivom. Sve dinamičnija priroda menadžmenta banke i sve širi prostor za brze promene bilansa, dovode do toga da su ti statički pokazatelji sve manje adekvatni za potrebe supervizije. Iz tih razloga u nekim zemljama se odvajaju zahtevi koji bankama postavlja supervizija od zahteva monetarne politike.

Internacionalizacija bankarstva podstiče intemacionalizaciju supervizije. Sve su češći kontakti i zajedničke akcije među nacionalnim supervizorskim institucijama.

Revizori (kontrolori) banaka imaju važnu ulogu kod obezbeđenja i čuvanja zdravih bankarskih standarda. U Nemačkoj je njihova dužnost proširena na formalne procene bančinih metoda monitoringa kamatnih rizika.[547] Tradicionalno, pravila poverljivosti sprečavaju revizore da obelodane svoja saznanja (sem kada prave formalni izveštaj za akcionare) trećoj strani, uključujući i supervizore u nekim zemljama. Smatra se da bi bilo od koristi dozvoliti kontakt i razmenu informacija medu revizorima i supervizorima, uz mogućnost objavljivanja relevantnih informacija – kad postoje razlozi za zabrinutost u vezi zdravlja pojedinih banaka.

Potreba za kontrolom ALM od strane supervizije i revizora (do određenog stepena), proističe iz suštinske uloge ove funkcije u savremenom menadžmentu banke. Suština ALM je ograničenje i menadžment rizicima, iz čega sledi da: ako je ALM efikasan, postoji mala verovatnoća da će se banka suočiti sa krizom likvidnosti ili da će postati nesolventna. Ovo se može smatrati SAMOSTALNOM SUPERVIZIJOM. Naravno, sam ALM ne može zameniti zvaničnu akciju supervizije, niti može otkloniti potrebu za zvanično definisanim minimalnim standardima u oblastima kao što su: adekvatnost kapitala, koncentracija kredita i osnovni zahtevi za likvidnošću.

Jedni smatraju da od banaka treba tražiti da redovno objavljuju sve infromacije o svom poslovanju i profitima. Smatraju da će na taj način biti otkriveno nesmotreno ponašanje i da će to uticati na položaj banke na tržištima i na cenu njenih akcija. Suprotno, smatra se da di bi obelodanjivanje takvih informacija u mnogim slučajevima pogoršalo probleme. Mnoge banke koje su doživele gubitke, i koje su pokrile te gubitke, možda ne bi opstale ako bi prevremeno obelodanjenje proizvelo panično povlačenje izvora sredstava i/ili gubitak pristupa na finansijska tržišta.

[547] Harrington, R., isto, str. 134–135.

GLAVA ŠESTA

POLITIKA LIKVIBNOSTI POSLOVNE BANKE

1. LIKVIDNOST BANKE KAO OSNOVNI PRINCIP POSLOVANJA

Iz duge prakse bankarskog poslovanja proizašla su odredena načela i pravila ponašanja o kojima sve poslovne banke moraju posebno voditi računa. Mogu se izdvojiti sledeća tri načela bankarskog poslovnja ili kako se često nazivaju, zlatna pravila bankarskog poslovanja:

1. Načelo likvidnosti
2. Načelo solventnosti sredstava
3. Načelo sigurnosti sredstava
4. Načelo rentabilnosti – profitabilnosti efikasnosti

Uspeh poslovnih banaka umnogome zavisi od toga koliko se pridržavaju ovih načela u svojoj poslovnoj politici i praksi.

(1) Prema načelu likvidnosti jedna poslovna banka se smatra likvidnom sve dok je sposobna da o rokovima dospeća izvršava sve svoje obaveze. To znači da je banka, pošto po pravilu posluje sa tudim novčanim sredstvima, preuzela obavezu da će na vreme i pod unapred dogovorenim uslovima vratiti primljena sredstva i to bez ikakvog odlaganja. Kako je poverenje osnov odnosa izmedu komitenata i bamaka, banke moraju da se bore da održe to poverenje, a to će jedino postići neodložhim izmirenjem dospelih obaveza.

(2) Načelo solventnosti, sigurnosti i efikasnosti ulaganja sredstava ukazuje banci, odnosno njenom osoblju, koji uslovi moraju biti zadovoljeni prilikom razmatranja kreditnih zahteva klijenata kako banka ne bi ugrozila svoju stabilnost.

Načelo solventnosti zahteva ispitivanje opravdanosti kreditnog zahteva, odnosno ispitivanje sposobnosti dužnika da u celini izmiruje svoje dospele novčane obaveze. Utvrdena nesolventnost govori o nesposobnosti dužnika da izmiruje dospele novčane obaveze. Brojni faktori mogu da dovedu do nesolventnosti (poslovanje sa gubicima, proizvodnja mimo zahteva tržišta i dr.).

Sigumost ulaganja znači da postoji mogućnost naplate svih potraživanja o roku, u obimu i na način predviđen ugovorom. Da bi se obezbedila sigurnost obavezno je adekvatno proveravanje imovinske i poslovne situacije tražioca kod svakog odobravanja kredita. O sigurnosti plasmana stara se i zakon koji zahteva obezbeđenje odgovarajućih garancija za urednu ofplatu kredita.

Konačno, efikasnost ulaganja zahteva uverenje da će plasman obezbediti optimalne rezultate, tj. očekivane efekte. Svald uticaj sa strane koji ograničava samostalnost banaka neminovno znači odstupanje od ovihnačela, što dovodi do nestabilnosti i nelikvidnosti banaka.

(3) Načelo rentabilnosti (profitabilnosti) proizilazi iz cilja banke koji se izražava u maksimiranju poslovnog rezultata. Znači da je u skladu sa načelom rentabilnosti svako upošljavanje sredstava koje doprinosi povećanju ukupnog rezultata. Ovo znači da će banka biti usmerena na prihvatanje tudih sredstava sve dok je prinos koji ostvaruje angažovanjem tih sredstava veći od iznosa sredstava koji mora da plati zbog prihvatanja tih (tuđih) sredstava.

Moguć je sukob izmedu pojedinih načela, a koje će se načelo naći u prvom planu zavisi od toga šta jedna banka smatra svojim primarnim ciljem. Dugo je ostvarenje što većeg profita smatrano glavnim načelom bankarskog poslovanja, da bi kasnije došlo do ublažavanja ovog stava i isticanja da se, posebno u bankarstvu, načelo profitabilnosti nikada ne sme suprotstaviti načelu likvidnosti i načelu sigurnosti plasmana. Razlog je sledeći, načelo likvidnosti zahteva da banka raspolaže većim likvidnim sredstvima koja ne odnose ili donose vrlo mali prinos, a načelo rentabilnosti zahteva veći stepen usposlenosti sredstava pa se može očekivati da će banka neminovno suočiti sa teškoćama u likvidnosti ukoliko bi načelo profitabilnosti imalo apsolutni primat.

1) DEFINISANJE LIKVIDNOSTI

Uzimajući u obzir sve ove zahteve, likvidnost bi se mogla definisati kao mogućnost i sposobnost privrednog subjekta, odnosno u ovom slučaju banke, da može bezuslovno da ispunjava dospele obaveze u svakom vremenskom trenutku.[549]

Najvažnije obaveze banke, u kojima se najčešće ogleda njena likvidnost su:

1. Obaveza da o roku izvršava naloge komitenata koji raspolažu sredstvima na računima koji se vode kod banke;
2. Obaeza da u ugovorenim rokovima pušta u tečaj odobrene kredite komitentima;
3. Obaveza da vraća u odredenim rokovima kredite koje su joj odobrili njeni kreditori, centralna banka ili druge banke i institucije.

Pored ispunjavanja svih ovih obaveza, neometano i tačno, bitno je da banka ima istovremeno odvojena sredstva za rezervne likvidnosti i propisane obavezne rezerve. Ako jedan od ovih elemenata nije ispunjen može se reći da je banka nelikvidna.

Odnosno, poslovna banka se smatra likvidnom ako su joj raspoloživa likvidna sredstva na žiro računu i u blagajni veća ili jednaka uspelim obavezama, dakle $L_s < D_o$, i obrnuto. Banka se ne smatra likvidnom, ukoliko su joj raspoloživa likvidna sredstva nedovoljna za izmirenje dospelih obaveza, dakle Srl < Sdo.[550]

[549] Ranković J., „Upravljanje flnansijama preduzeća", str. 27–28.
[550] Pri čemu je Ls suma raspoloživih likvidnih sredstava, a Do suma dospelih obaveza.

Pojam likvidnosti je širi pojam od raspoložive gotovine koju banka drži u kasi ili na računima kod centralne banke. Likvidna sredstva pored ove dve kategorije obuhvataju i druke likvidne oblike aktive koji se mogu, ali uvek u jednom kratkom roku transformisati u gotovinu ili novčana sredstva na računu kod centralne banke. Ili najkraće rečeno, likvidnom imovinom bi se mogla svaka ona imovina koja poseduje sposobnost da se u kratkom roku pretvori u novac i to bez gubitaka.

Medutim, mora se uzeti u obzir da postoje različite verovatnoće da se neka imovina u nekom odredenom trenutku pretvori u gotivinu i bez gubitaka. Da bi se odredilo u kom stepenu je neka imovina Likvidna treba uzeti u obzir sledeća ,,tri elementa osobine likvidnosti:

1. Verovatnoću da se u kratkom roku može pretvoriti u novac;
2. Verovatnoću da se pri tome može dobiti odredena cena;
3. Verovatnoću da se u određenom vremenskom periodu neće promeniti predhodne dve verovatnoće.”[551]

Svakom delu imovine može se pripisati neki stepen likvidnosti, pri čemu se ti stepeni kreću od nule (za potpuno nelikvidnu imovinu, pa do jedinice (št je obeležje samo novca).

Može se prihvatiti i podela imovine[552] na superlikvidnu, likvidnu i nelikvidnu imovinu. Superlikvidnu imovinu čine novac u kasi i novčana sredstva na računu kod centralne banke koja se bez ograničenja mogu koristiti za plaćanje obaveza. Ova imovina je likvidna ,,u nultoj vremenskoj jedinici”. Kako se vreme produžava, kao likvidna imovina može se obuhvatiti sve više i više finansijskih oblika. Likvidnom imovinom se smatraju svi oni oblici imovine koji se veoina lako mogu prodati ili kupiti na tržištu po ceni koja je jednaka originalnoj ceni. Nelikivdnom imovinom se smatra sva ona imovina kod koje su vreme i troškovi konverzije u gotovinu neprihvatljivi za banku.

Nasuprot likvidnosti imovine stoji dospeće obaveza. Najprihvatljivije za banku bi bilo da postoji poklapanje izmedu ove dve veličine, odnosno da se dospeće aktive poklapa sa dospećom obaveza. Medutim, u stvarnosti uglavnom postoji odstupanje izmedu ovih veličina. U slučajevima kada je dospeće aktiva kraće u odnosu na dospeće obaveza kažemo da postoji visoka likvidnost, a u obrnutom slučaju postoji smanjenje likvidnosti koje je utoliko veća ukoliko je i odstupanje izmedu dospeća aktive i dospeća obaveza veće.

Ni stanje preterane likvidnosti, kao ni stanje nelikvidnosti nisu prihvatljivi za banku. U prvom slučaju banka bi raspolagala znatno većim saldom gotovine nego što je potrebno čime direktno ugrožava svoju rentnost, odnosno profitabilnost, budući da gotovina na računu ne obezbeduje nikakav prinos. Sa druge strane, nedovoljnost likvidnih sredstava onemogućava izmirenje obaveza o rokovima dospeća čime se direktno izaziva smanjenje poverenja u banku kod njenih komitenata.

Banka, rukovodena načelom likvidnosti, sama mora da se stara da plasmani budu dovoljno likvidni, odnosno da ročna struktura plasmana nikada ne ugrozi sposobnost banke dospelim obavezama. Banka Likvidnost postiže uskladivanjem rokova plasmana sa rokovima dospeća obaveza. Idealna situacija se postiže kada su jedni rokovi sinhronizovani sa drugima. To znači da su kratkoročna sredstva, tj. sredstva po videnju i sa minimalnim otkaznim rokovima upotrebljena za kratkoročne, lako naplative plasmane, a samo dugoročna sredstva vezana za dugoročne plasmane.

[551] Dimitrijević D., „Monetarna analiza”, str. 284.
[552] Jović S., „Bankarstvo”, str. 246.

Medutim, ovo ne treba tumačiti suviše strogo, šta više, transformacija ročne strukture finansijskih sredstava je funkcija banaka kao finansijskih institucija. Samo banke mogu da plasiraju finansijska sredstva po dužim rokovima od rokova po kojima su ta sredstva prikupile. Banka plasirajući sredstva na duže rokove u odnosu na rokove po kojima ih je pribavila ne ugrožava svoju likvidnost. Ova mogućnost se zasniva na činjenici da pošto se u banku slivaju sredstva mnogobrojnih ulagača koji stalno ulažu ili podižu sredstva, po zakonu verovatnoće, banka će uvek moći da računa na jedan deo tih sredstava koji se stalno zadržava na računima kod banke.

Za banku, odnosno njenu likvidnost, bi jedino bilo opasno ako ne bi uvažavala granicu ročne transformacije, odnosno ako bi bili zanemareni faktori koji utiču na stabilnost zadržavanja ovih sredstava. Kao bitni faktori javljaju se: sezonski karakter ulaganja i podizanja sredstava, tendencija kretanja razlike između novih ulaganja i podizanja postojećih sredstava i dr.

Na osnovu svega ovoga vidi se da banke mogu upotrebiti kratkoročno primljena sredstva za odobravanje dugoročnih kredita ali samo odredenog stepena koji su one same utvrdile na osnovu svog iskustva.

2) KONCEPTI LIKVIDNOSTI I SOLVETNOSTI BANAKA

(1) KONCEPT LIKVIDNOSTI BANAKA

Razlikovanje koncepta likvidnosti i koncepta solventnosti naročito je važno u uslovima ulaska poslovnog sistema banke u zonu neravnoteže bilansa. Nelikvidna banka je ona koja nije u stanju da pokriva prezentovane naloge za isplate ugovorenih obaveza. Problem nelikvidnosti povezan je sa mehanizmom frakcionalnih potencijala banke, što može imati permanentni pritisak na iscrpljivanje njihovog likvidnog potencijala. Obim rezervi Likvidnosti i stepen likvidnosti, odnosno konvertibilnosti ostalih dijelova aktive bilansa u gotovinu, predstavljaju osnovne pokazatelje likvidnosne pozicije banaka. Nesolvetna banka postoji u slučaju kada je fornlirana vrednost obaveza iznad nivoa aktive. Prema formalnom bilansnom pravilu postoji uvek jednakost vrednosti pasive i aktive, te se solventnost sagledava samjeravanjem faktičke ili realne vrednosti aktivai obima pasive. Kod nesolventne banke deo ukupne aktive predstavlja nekvalitetne nenaplative 51i fiktivne plasmane.

Nesolventosti banke spada u struktume probleme i tiče se osnovnih performansi banke. Bilanasna ravnoteža banke izražava se sledećom jednačinom:

$$A = L + NW$$

A – aktiva ili imovina
L – obaveze ili izvori bankarskih sredstava
NW – kapital ili fondovi

Solventna banka može svojom aktivoni da pokrije ukupne izvore svojih resursa ili ukupne obaveze uvećane za sopstveni kapital, zbog čega je osnovni uslov solventnosti izražen odnosom $A > L$. Nesolventna banka ima obaveze iznad nivoa plasmana ili aktive ($A < L$), usled čega je vrednost NW negativna. Bilansna jednačina nesolventne banke ima sledeći oblik:

$$A - L = -NW$$

U oštrim ‘tržišnim uslovima, banka koja nosi bbeležje nesolventne banke, potpada pod režim sankcija, koje označavaju gubljenje statusa poslovnog sistema, likvidaciju ili prodaju imovine i/ili preuzimanje od strane druge banke.

Indikacija o bliskoj vezi između ova dva koncepta leži u činjenici da se termini nesolventnost i nelikvidnost često koriste kao pojmovi koji opisuju finansijske teškoće koje pogadaju finansijske institucije i druge privredne subjekte. I nesolventnost i nelikvidnost se koriste, na primer, da opišu stanje u kome se nalazi jedna krhka banka. U ekstremnom slučaju dva koncepta se izgleda stapaju u jedan. Ako postoji razlika, ona je sigurno u objašnjenju da je nesvolventnost nepopravljivo stanje, i da vodi likvidaciji banke, dok nelikvidnost može biti samo privremeno stanje.

Banka je nesolventna kada vrednost njene pasive premašuje realnu vrednost njene aktive (A < L). Pošto prema fonnalnom bilansnom pravilu uvek postoji jednakost vrednosti aktive i pasive, onda u slučaju nesolventnosti banke, deo njene aktive čine nenaplativi, nekvalitetni i fiktivni plasmani. Dakle nesolventna banka ima negativnu neto vrednost (–NW).[553] Nesolventna banka je definitivno nesposobna da odgovori ukupnim obavezama prema osnivačima, a često i prema depozitima, i neminovno dolazi do njenog propadanja, odnosno kada je očigledna njena situacija dolazi do likvidiranja njene imovine ili predaje drugom privrednom subjektu.

Nelikvidna banka je ona koja nije sposobna da ispoštuje sve zahteve za isplatama ako bi.bili prezentovani odjednom. Pošto dobar deo bančine pasive čine depoziti po videnju koju u principu mogu biti prezentovani za naplatu svi istovremeno, banke su prema tome gotovo uvek nelikvidne. Banci je potrebno odredeno vreme da bi usela da konvertuje deo imovine u gotovinu i tako zadovolji depozitare. Za neku imovinu je potrebno da prođe više vremena da bi se prodala u odnosu na neku drugu imovinu.

Nelikvidna foanka ne može operativno da funkcioniše. Ona nije u stanju da pokriva naloge za isplate ugovorenih obaveza. Indikatori nelikviđnosti poslovne banke su:

1. Poslovna banka zadržava naloge svojih komitenata jer nema dovoljno sredstava na računu kod centraine banke;
2. Banka nije u stanju da isplaćuje novčana sredstva po već odobrenim kreditima;
3. Banka drži nivo obaveznih rezervi u odnosu na propisani obim.

U najtežoj poziciji je ona banka koja je nelikvidna i nesolventna istovremeno. Sigurno će doći vrlo brzo do njenog uklanjanja sa tržišta. Banka može biti solventna, ali nelikvidna, što je blaži oblik bilansne neravnoteže koji se može rešiti usklađivanjem likvidnog potencijala sa potrebama za likvidnim sredstvima preko kratkoročnih operacija na novčanom tržištu, bilo prodajom nekih hartija od vrednosti,[554] bilo uzimanjem kredita za likvidnost.

U težoj situaciji je banka kojaje nesolventna, a likvidna. Rešenje je ili u aktiviranu mehanizama ozdravljenja (promena) rukovodstva i poslovne politike zajedno sa povećanjem kapitala), ili u likvidaciji banke, ili u preuzimanju banke od strane nekog drugog subjekta.

---

[553] „A–L+NW, A – L = –NW, gdc A predstavlja aktivu ili imovinu, L obaveze ili izvorc bankarskih sredstava i NW kapital ili fondovc.” Jović S., *„Banakarstvo”,* str. 245.

[554] Reč je, pre svega, o hartijama od vrednosti koje čine sckundarne rezerve likvidnosti.

Treba praviti razliku između solventnosti i likvidnosti.

Pod solventnošću poslovne banke se podrazumeva sposobnost plaćanja dospelih obaveza, pri čemu je bitno da postoji dovoljan obim kvalitetne imovine koji može da pokrije ukupne obaveze bez obzira na to kada te obaveze dospevaju. Medutim, ako bismo ukijučili vreme kao bitan faktor u bankarskom poslovanju, onda pod likvidnošću banke treba podrazumevati sposobnost da se uvek o roku odgovara na sve obaveze, pa je time i solventnost obezbeđena.

Ustvari, razlikovanje likvidnosti i solventnosti je razlikovanje kratkoročne i dugoročne solventnosti, pri čemu se likvidnost može poistovetiti sa kratkoročnom solventnošću. Kratkoročna solventnost postoji onda kada je banka u stanju da redovno plaća dospele obaveze, pušta u tečaj odobrene kredite i izvršava naloge komitenata bez odlaganja. Dugoročna solventnostje vezana za rentabilnost i sigurnost plasmana banke. Ona može biti obezbedena i u odsustvu likvidnosti, u slučaju kada je najveći obim kreditnih plasmana odobren uz čvrste garancije ili uz pokrića.

Pozicija likvidnosti i solventnosti banke može se potpunije izraziti preko vanbilansnih kategorija kao što je poverenje depozitara, stepen kredibilnosti banke, sposobnost adaptiranja na promenjene uslove u poslovanju, sposobnost savladavanja kriznih momenata i sl.

(2) STATIČKI I DINAMIČKI KONCEPT LIKVIDNOSTI

Statički koncept likvidnosti ukazuje na strukturu aktive bilansa banke i na stopu rezervi likvidnosti. Aktiva bilansa banke sa ovog aspekta deli se na primarne rezerve likvidnosti (gotovina plus depozitne rezerve kod centralne banke), sekundarne rezerve likvidnosti (unovčene kratkoročne vrednosne hartije plus sredstva rezervnih fondova) i nelikvidna aktiva (krediti, dugoročne vrednosne hartije, obveznice i ostala aktiva). Dinamički koncpet likvidnosti, međutim, uključuje matrice novčanih tokova poslovnog sistema banke, gde je bitan saldo izmedu ukupnog priliva i odliva novca u odgovarajućoj dimenziji vremena. Prema ovom konceptu pokazuje se da jedna banka može biti likvidna i u uslovima nultog iznosa rezervi likvidnosti, pod uslovom da ostvaruje perfektnu sinhronizaciju tokova priliva i odliva novčanih resursa u odredenom periodu. Banka sa reletivno krupnim obimom rezervi likvidnosti može biti nelikvidna ako ne postoji sklad izmedu priliva i odliva novca u sistemu, nego je odliv novčanih sredstava veći od priliva. Dugoročne tendencije u bankarstvu pokazuju rast stope učešea dugoročnih plasmana i izvora i jačanje konkurentnosti, što zajedno ima uticaja na postepeno smanjivanje obima rezervi likvidnosti banaka. Međutim, to bi trebalo da bude kompenzovano napredovanjem tehnologije plaćanja, tako da se održava stabilna stopa likvidnosti i otklanjanju potencijalno visoki rizici nelikvidnosti.[555]

Likvidnost bankaka može biti posmatrana kao stok (stock) ili kao tok (fIow) koncept. Stok, ili koncept stanja likvidnih resursa posmatra, obim aktive u bilansu koji može biti transformisan u gotovinu (sredstva plaćanja). Prema ovom konceptu uporeduje se obim likvidnih resursa sa očekivanim potrebama za likvidnim sredstvima. Širi koncept tokova (flow) uključuje ne samo sposobnost banke da konvertuje sopstvene delove aktive u gotovinu, nego i sposobnost banke da putem odgovarajućih kreditnih i finansijskih operacija, ostvaruje priliv gotovine u poslovni sistem banke.

[555] T. D. Simpson, Money, Bankin and Economic Analyiss, 1976.

2. KOEFICIJENTI LIKVIDNOSTI BANKARSKOG SISTEMA

Likvidnost može biti posmatrana kao stock ili flow koncept. Kod odredivanja likvidnosti sa stanovišta stock pristupa moraju se oceniti oni oblici imovine koji se mogu pretvoriti u gotovinu. Odnosno, da bi se odredio stepen likvidnosti banke unutar ovog okvira, moraju se uporediti likvidna imovina sa očekivanim potrebama za Hkvidnim sredstvima. Dakle, likvidnost se ne može oceniti samo posmatranjem veličine likvidne imovine, nego je potrebno ovu imovinu staviti u odnos sa dospelim obavezama ili drugim bilansnim kategorijama.

Ovo je ograničen koncept jer uvek podrazumeva pregled stanja imovine, obaveza i fondova u odredenoj vremenskoj tački, odnosno donošenje zaključaka o likvidnosti banke na osnovu poredenja pojedinih stavki bilansa stanja. Danas na ovaj nain nije moguće zadovoljiti zahteve za utvrdivanjem likvidnosti, već je potrebno uneti i dinamički aspekt.

Kada se posmatra likvidnost kao flow kocept, onda se uzima u obzir ne samo sposobnost konvertovanja sopstvene imovine u likvidnu imovinu već i sposobnost banke da preko finansijskih i kreditnih operacija ostvaruje prilive gotovine u banku.

Teško je odrediti standard likvidnosti jer nisu poznate buduće potrebe banke za likvidnim sredstvima. Da bi se dobila realna ocena bančine likvidnosne pozicije zahteva se tačna prognoza potreba za gotovinom, sa jedne strane, i očekivanog nivoa likvidne imovine i primanja gotovine tokom tokom datog perioda vremena, i očekivanog nivoa likvidne imovine i primanja golovine tokom datog perioda vremena, sa druge strane. Drugim rečima, da bi se merila likvidnost poslovne banke zahteva se inkorporiranjeflow koncepta u kalkulaciju. Inače, ovaj koncept dopušta da se jedna banka oceni likvidnom i onda kada ima nulti iznos rezervi likvidnosti pod uslovom da je prethodno ostvarila potpunu sinhronizaciju tokova priliva 5 ođliva novčanlh sredstava. Sa druge strane, banka sa relativno većim obimom rezervi likvidnosti može biti ocenjena kao nelikvidna ako ne postoji sklad između priliva i odliva novčanih sredstava, tako da je odliv veći od priliva.

Ipak, najšire korišćene mere likvidnosti su mere iz stock koncepta, kao što su:

1. Odnos kredita i depozita;
2. Odnos likvidne aktive i ukupnih depozita;
3. Odnos likvidne aktive i ukupne aktive;
4. Odnos likviđne aktive I kratkoročnih obaveza;
5. Prosečna dospelost plasmana u hartije od vrednosti itd. Najčešće se koriste prva dva pokazatelja.

To je grupa pokazatelja likvidnosti, koji imaju za cilj da ukažu na sposobnost banke da plaća dospele obaveze uz očuvanje dobrog kreditnog boniteta.

Prvi od ovih pokazatelja, racio odnosa kredita prema depozitima, ukazuje da kada se racio penje do relativno visokog nivoa, bankari postaju manje naklonjeni

pozajmljivanju i invcstiranju. Osim toga, postaju više selektivni, i kako su standardi povećani i krediti se tačnije dodeljuju, kamatne stope počinju da se povećavaju.

Korišćenje ovog racia, kao mere likvidnosti, se bazira na premisi da su krediti najnelikvidnija imovina banke. Zato, kako deo depozita investiranih u kredite raste, Likvidnost opada, odnosno, što je veća stopa dobijena kredita i depozita, toje slabija likvidnosna pozicija banke.

Ovaj racio, kao mera likvidnosti, ima određene limite jer ne govori ništa o kvalitetu ili dospelosti portfolia kredita. Ocena likvidnosti zahteve znanje o prosečnoj dospelosti kredita, kao i da li se krediti amortizuju. Zahteva se i kreditni izveštaj o dužnicima.

Takode, ovaj racio ne daje ni informacije o stepenu likvidnosti. Banka sa raciom od, na primer, 70% može biti relativno likvidniaj od one banke sa raciom od 50% ako su depoziti predhodne banke stabilni dok su depoziti druge banke predmet širokih oscilacija.

Konačno, ovaj racio ne obezbeduje ni informacije koje se tiču prirode bančine imovine izvan portfelja kredita. Jedna banka može imati 20% depozita investiranih u gotovinu i kratkoročne državne obveznice, dok druga banka može imati isti procenat u zgradama i drugim nepokretnostima, ali obe banke imaju isti racio odnosa kredita prema depozitima. Očigledno banke ne bi imale isti nivo likvidnosti.

Uprkos ovim nedostacima, ovaj racio ima i neke vrednosti. Svaka poslovna banka ima neki normalni odnos kredlta i depozita koji ne dovodi u pitanje likvidnost banke, pa će se svako povećanje ovog racia javiti kao signal koji opominje menadžment banke da napravl ocenu svog prekomernog prograniа ekspanzije kreditnih plasmana. Nije namera da se stvori perfektna mera likvidnosti, već grubi indikator.

Druge mere likvidnosti, koje reflektuju stock koncept stavljaju u odnos Hkviđnu Iniovinu sa ukfflpnini depozltinia, LiI ukupnom imovinom. Racio odnosa likvidne imovine[556] i ukupnih depozita, na primer, je pouzdaniji na neki način od racia odnosa kredita i depozita zato što stavlja u odnos likvidnu imovinu direktno sa nivoom depozita pre nego indirektno, uzimajući u obzir kredite, najenelikvidniju imovinu, prema depozitima.

Ozbiljan nedostatak ovog racia leži u činjenici da značajan deo gotovine nije stvamo raspoloživ za odgovaranje na bančine potrebe za likvidnim sredstvima. Reč je o delu gotovine koji se drži u visini zakonskih rezervi i nije raspoloživ za zadovoljavanje tražnje za kreditima, a samo je zakonom odredeni procenat ovih rezervi raspoloživ da odgovori zahtevima za povlačenje depozita.

Ostale mere se javljaju kao varijante ovog pokazatelja. Na primer, kada se govori o pokazatelju prosečne stope dospelosti plasmana u hartije od vrednosti, zaključuje se da što je kraći prosečni rok dospeća ovih plasmana, banka može računati na veći likvidni potencijal. Obmuto je ako ova stopa pokazuje relativno duže prosečne rokove dospelosti plasmana u hartije od vrednosti. Tada banka može računati na manji raspoloživi likvidni potencijal.

Pošto ne postoje dve poslovne banke sa istim potrebama za rezervama likvidnosti, „onda i ne postoji opšta formula koja bi pokazivala koja je to potrebna stopa rezervi likvidnosti za sve banke, pa čak ni za jednu banku u različitim vremenskam periodima.

---

[556] Pod likvidnom imovinom obično se podrazumeva gotovina u kasi i sredstva na računu kod Centralne banke, odnosno reč je o primarnim rezervama likvidnosti.

Svaka banka može tražiti svoja rešenja kako bi bila što bliže nekom optimalnom obimu rezervi likvidnosti koji se javlja kao uslov odbrane poslovnog integriteta banke.

Postoji mogućnost poredenja likvidnosti pozicija poslovnih banaka. Kao indikatori bolje likvidne pozicije javljaju se:

1. Kraći prosečni rok dospcea plasmana i/ili veći stepen tržišne transferabilnosti plasmana;
2. Duži prosečni rok dospeća obaveza;
3. Veći koeficijent odnosa dugoročnih prema kratkoročnim dcopozitima i
4. Diversifikovanija struktura plasmana posmatrano i sa ročnog, kamatonosnog i sektorski–komitentnskog aspekata.

3. UTVRĐIVANJE LIKVIDNOSTI BANAKA

Ukoliko bismo želeli podredenom kriterijumu da definišemo i metodološki utvrdimo stepen likvidnosti svake banke, treba da izvršimo grupisanje pojedinih oblika aktive, odnosno potraživanja banke prema stepenu likviditeta, tj. obima, uslova i brzine transformisanja te aktive, odnosno potraživanja u gotovini ili u novčana sredstva kod centralne banke. Iz praktičnih razloga dovoljno je izvršiti gradaciju u tri kategorije, i to: primarnu, sekundarnu i tercijalnu likvidnost.[557]

1) Pod primamom likvdinošću jedne banke podrazumeva se gotovina i slobodna likvidna sredstva banke na žiro računu kod Narodne banke. Na ovaj način pojam likvidnosti je shvaćen u smislu likvidnih i ničim neuslovljenih potraživanja od centralne banke.

Rezerva likvidnosti svake banke je empirijski određena visinom novčanim sredstava poslovne banke u gotovini i na računima kod Narodne banke koja se izražava u procentima od depozita kojima banka raspolaže. Rezerva likvidnosti jedne banke je optimalna kad banka neometano može obavljati svoju kreditnu aktivnost i sve dospele obaveze i naloge svojih komitenata o roku izvršavati.[558]

Stepen rezerve likvidnosti jedne banke nije zakonom ili nekim dmgim propisom monetarnih vlasti odredena, čak ni definisana, već je od svake banke pojedinačno utvrdena. Stopa rezerve likvidnosti je zavisna od mnogrobojnih faktora, a pre svega od:

1. Raspoloživih sekundarnih i tercijalnih oblika likvidne aktive i potražnje
2. Strukture komitenata sa gledišta delatnosti kojoj pripadaju i veličine tih komitenata
3. Strakture depozita i oblika pozajmljenih sredstava banke
4. Ročne strakrure plasmana banke
5. Veličine banke i stepena kompenziranja plaćanja koja vrše komitenti unutar jedne banke

[557] Milan Golijanin, Likvidnost banaka prema stepenu plasmana, časopis „Ekonomika preduzeća".
[558] Milan Golijanin, Likvidnost banaka prema stepenu plasmana, časopis „Ekonomika preduzeća", 1970.

6. Sezonskih oscilacija tražnje kredita i sezonskih fluktuiranja depozita
7. Konjuktumih kretanja i tendencije tih kretanja u narednom periodu
8. Tendencija kretanja razlike izmedu novih ulaganja i podizanja postojećih finansijskih sredstava
9. Umešnosti banke da planira i obezbeduje svoju likvidnost.

Na bazi višegodišnjeg iskustva ocenjeno je da odnos sredstava na žiro računu poslovne banke ne bi smeo biti niži od 4% do 5% od ukupnih depozita po videnju, što omogućuje nesmetano izvršavanje naloga svojih komitenata. To je najznačajniji deo primame likvidnosti, sa kojom u svakom momentu poslovna banka treba da raspolaže.

2) Sekundama likvidnost obuhvata, pored primarne likvidnosti, i one dopunske izvore likvdnosti kojima se mogu brzo, po pravilu tokom istog dana, povećati likvidna novčana sredstva banke na njenom žiro računu kod Narodne banke. Zapravo, to je za banku njena dopunska rezerva likvidnosti, koju ona aktivira u vanrednim situacijama za sezonske ili neočekivane odlive sredstava. Sa gledišta strukture sekundarne likvidnosti grupisanje se može izvršiti sledećim redom:

1. Na prvom mestu nalaze se sredstva posebnih rezervnih fondova.
2. Drugi po rangu faktor sekundarne likvidnosti je disponibilitet banke u reeskontnom kreditu kod Narodne banke.
3. Banke u korespondentskim odnosima sa inostranstvom dolaze u situaciju da povremeno raspolažu većim deviznim sredstvima na računu kod svojih inostranih korespondenata (banaka) nego što potrebe budućih plaćanja stvarno zahtevaju. Takav višak devizne aktive je takođe za banku neracionalan oblik plasmana slično onome kada na žiro–računu kod Narodne banke zadržava dinarska sredstva u visini koja premaša optimalne njene potrebe. Zbog toga one utvrduju optimalni nivo rezervi u devizama i celokupni višak prodaju Narodnoj banci, sa pravom ponovnog otkupa za plaćanja u okviru deviznog režima.
4. U nedostatku adekvatnih oblika dobijanja dopunskih likvidnih sredstava od centralne banke, ili na novčanom tržištu, bankama je data mogućnost da mogu izuzetno, i to najviše do 10 radnih dana u jednom tromesečju koristiti kod Narodne banke poseban dokumentami kredit za likvidnost. Ovakvu mogućnost banke koriste kao poslednju rezervu za pribavljanje likvidnih sredstava u situacijama neočekvinog i većeg odliva gotovine, po pravilu nakon iscrpljenja svih drugih izvora sekundarne likvidnosti banke.

3) Pod pojmom tercijalne likvidnosti treba obuhvatiti one oblike pribavljanja likvidnih novčanih sredstava koje karakteriše znatno niža verovatnoća transformisanja aktive i potraživanja u gotovini ili u novčana sredstva na žiro računu kod Narodne banke u jednom relativno kraćem vremenskom periodu. Tu se mogu, uglavnom, ubrajati sledeći oblici terijealne likvidnosti:

1. Neiskorišćene tranše odobrenih kredita kod banaka u zemlji
2. Neiskorišćene tranše odobrenih kredita kod banaka u inostranstvu, kada je obezbijedena spremnost Narodne banke ili drugih ovlašćenih situacija u zemlji da otkupe devizna sredstva iz tog kredita
3. Neiskorišćena prava povlačenja likvidnih sredstava iz udruženih sredstava rezervnih fondova pri udruženjima poslovnih banaka, odnosno grupacijama banaka, i
4. Mogućnost dobijanja kredita od drugih banaka u zemlji i inostranstvu.

4. STOPA LIKVIDNOSTI BANAKA

Zbog značaja koji likvidnost ima za banke, banek su zainteresovane da imaju valjanu metodologiju merenja likvidnosti i utvrdivanja stope likvidnosti. Problem merenja stepena likvidnosti banke u odredenom momentu nastaje usled teškoća procenjivanja budućih potreba i tražnje banke za likvidnim sredstvima.

Kvantitativni pristup ili stock kocept ističe sledeće altemativne stope likvdinosti banaka:

1. Odnos kredita i depozita
2. Odnos likvidne aktive i ukupnih depozita
3. Likvidna aktiva prema ukupnoj aktivi
4. Likvidna aktiva prema kratkoročnim obavezama
5. Prosečna dospelost plasmana u hartije.

Najčešće se koriste prve dve stope. Prva stopa pokazuje kritični odnos dva najvažnija bankarska agregata: kredita i depozita. Što je veća stopa dobijena iz odnosa kredita i depozita, to je slabija pozicija likvidnosti banke. Svaka banka ima svoj normalni odnos kredita i depozita koji ne dovodi u pitanje likvidni potencijal banke. Kada se formira veća stopa u odnosu na normalu, banka će dovesti u pitanje svoju likvidnost. Ograničenja ove stope su u statisčkom pristupu, koji ne vodi računa o strukturi i kvalitetu kredita, stepenu stabilnosti i strukturi depozita, stopi nekreditnih plasmana i sl.

Znatno je preciznija druga stopa Hkvidnosti koja se dobija na osnovu komparacije likvidne aktive i ukupnih depozita, s obzkom da na direktan način vidimo pokrivenost depozita (obaveza) odgovarajućim likvidnim resursima. Kao likvidna aktiva najčešće se koristi iznos gotovine i depozitnih rezervi banke kod centralne banke. To su u stvari primarne rezerve likvidnosti banke. Ova stopa ima više svojih varijanti, kao na primer: a) odnos likvidne aktive prema ukupnoj aktivi; b) odnos likvidne aktive i kratkoročnih obaveza banke; c) varijanta gde se pored primamih rezervi uključuju i sekundarne rezerve, iznos obaveznih rezervi i slično.

Osnovni nedostatak svih ovih koeficijenata jeste statični ili stok pristup koji ne može da iskaže delovanje dinamičkih tokova novčanih resursa i vanbilansne uticaje na likvidnu poziciju banke.

Kao stopa likvidnosti koristi se i prosečna dospelost plasmana u vrednosne hartije banke. Ukoliko su kraći prosečni rokovi dospelosti vrednosnih hartija, banka može računati na relativno veći likvidni potencijal, jer je brža konverzija plasmana, u likvidna sredstva. Obmuto je sa produženjem prosečnog roka dospelosti verdnosnih hartija, kada se usporava koeficijent konverzije plasmana. U zemljama sa tržišnim ekonomijama značaj likvidnosti poslovnih banaka sagledava se iz kontektsta stabilnosti finansijskog sistema. U tim zemljama odgovarajuće državne institucije instaliraju pogodne monitoring koeficijente praćenja i kontrole likvidosti banaka na osnovu kojih se blagovemeno banke upozoravaju na rizik nelikvidnosti ili se procenjuje kreditna sposobnost kod centralne banke. Koeficijenti[559] koji se koriste za tu svrhu su:

[559] Jović, S.: Ibid.

$$ml_1 = \frac{\text{Ukupni kredit } (K)}{\text{Ukupni depoziti } (D)}$$

$$ml_2 = \frac{\text{Likvidna sredstva } (RL)}{\text{Depozitni izvori } (D)}$$

$$ml_3 = \frac{\text{Stabilni depoziti } (D_s)}{\text{Kamatonosni plasmani } (PL_k)}$$

$$ml_4 = \frac{\text{Fluktualni depoziti } (DF)}{\text{Kamatni plasmani } (PL_k)}$$

$$ml_5 = \frac{\text{Dugorocni izvori sredstava } (DI)}{\text{Dugorocni plasmani } (D)}$$

U teoriji se smatra da je utvrđivanje zona likvidnosti znatno fleksibilniji pogodniji metod preciznog odmeravanja likvidnog potencijala banke. Kod utvrđivanja ovih zona polazi se od jedne od statičkih stopa likvidnosti, ali se zona utvrđuje ugradivanjem bitnih dinamičkih elemenata: efekti obavezne rezerve, saldo novčanih priliva i odliva, stopa oscilacija domaćih obaveza banke, anticipativni efekti dohotka, efekti kreditnih linija i efekti centralne banke kao poslednjeg utočišta. Reč je o efektima oslobadanja ili blokiranja novčanih resursa na bazi dnevnih bankarskih transakcija ili o efektima dodatne mobilizacije novčanih resursa banke. Iznenadni odliv novčanih resursa iz poslovnog sistema banke biće kompenziran u izvesnoj meri oslobadanjem dela obavezne rezerve, tako da će udar na likvidnu poziciju banke biti uvek manji od incijalnog odliva. Banka koja uživa visoku kreditnu sposobnost može držati manji obim rezervi likvidnosti bez povećanja rizika nelikvidnosti, što treba da bude važna komponenta u formulisanju optimalne zone likvidnosti. Objektivne procene o mogućnostima korišćenja kredita za likvidnost kod centralne banke predstavljaju nezaobilazan momenat kod definisanja zone likvidnosti banke. Internacionalizacija i nova tehnologija bankarskog poslovanja ima karakteristične efekte na formiranje kompleksne slike o likvidnoj poziciji banaka.

Dinamizacija likvidne pozicije banaka zahteva korelativno praćenje stopa rasta depozita i kredita: stabilne stope rasta depozita siguran su pokazatelj održavanja optimalne zone likvidnosti, bez formiranja dodatnih rezervi Likvidnosti. Stope rasta kredita ne bi smele biti fonnirane iznad stopa rasta depozita. Takode, veoma je bitno da se formiraju predvidive stope kredita, odnosno da se ukalkulišu cikličine, sezonske, slučajne i dugoročne varijacije stopa formiranja kredita i depozita.

Problem likvidnosti banaka je jedan od najvažnijih problema o kojem poslovne banke treba posebno da vode računa i da mu u svojim poslovnim politikama daju značajno mesto. Bez dobro i ispravno vodene politike likvidnosti, nema ni dobrog poslovanja za banku.

Poslovna banka je dužna da održava svoju likvidnost koja joj obezbeduje izvršavanje svih obaveza o rokovima dospeća. To znai da je banka, pošto po pravilu posluje sa tudim novčanim sredstvima u obavezi da na vreme i pod unapred dogovorenim uslovima vrati primljena sredstva i to bez ikakvog odlaganja, jer je poverenje osnov odnosa

između komitenata i banaka. Stoga, banka mora da nastoji da otkloni nelikvidnost što je moguće kraćem vremenskm periodu kako bi stečeno poverenje komitenata zadržala.

5. FAKTORI LIKVIDNOSTI BANAKA

Na likvidnost banaka utiču mnogobrojni faktori koji izazivaju varijacije na strani depozitnih izvora i na strani tražnje za kreditima. Svi faktori se mogu svrstati u sledeće četiri grupe:

1. Oscilacije **u** ekonomiji;
2. Novčame tramsakcije komitenata;
3. Monetarna politika centralne banke i
4. Politika likvidnosti poslovne banke.

1) OSCILACIJE U EKONOMIJI

Da bi obezbedio likvidnost, menadžment banke mora da prepoznaje mnoga kretanja u ekonomiji – neregularna (stohastička) sezonska, ciklična i sekularna.

Što se tiče stohastičkih momenata, teško je predvideti i same dogadaje i/ili jačine tih procesa jer ne prate utvrdene šablone. Primeri stohastičkih momenata bi bili: radnički štrajkovi, efekti neke prirodne katastrofe kao što je poplava ili zemljotres, pa i sam strah od rata. Sve banke su podložne ovim uticajima što zahteva izdvajanje posebnih rezervi za njihovo pokrivanje.

Sezonska kretanja, pošto su direktno uslovljena sezonskim promenama, za razlikuju od stohastičkih, se ponavljaju svake godine. Zbog toga je potrebno sistematično praćenje novčnih tokova po osnovu transakcija komitenata banke da bi se identifikovale potrebe za likvidnim resursima. Pravljenjem tabela novčanih tokova mogu se uočiti sezonski obrasci varijacija depozita i kredita. Ovi sezonski obrasci su mnogo važniji za manje banke ili banke koje imaju komitente sa sezonskim poslovanjem. Recimo, banka koja je locirana u poljoprivrednom području može da očekuje visok nivo depozita u jesen, posle žetve, i visoku tražnju za kreditima u prolaće. Tražnja kredita za gradnju je, naravno, veća u letnjim nego u zimskim mesecima.

Vreme je sigurno najodgovorniji faktor za sezonska kretanja, ali i društveni običaji imaju uticaja – prodaja na malo se značajno povećava u decembru zbog novogodišnjih praznika.

Sezonske fluktuacije depozita i kredita su većinom rezultat nedostataka ekonomske diversifikacije na poslovnom području jedne banke. Lokalne ekonomije koje zavise od jedne ili nekoliko industrija koje proizvode povezane proizvode, nisu neouobičajene. U takvim uslovima je savim normalno da se ove frukruacije reflektuju na depozite i kredite i moraju biti poznate prilikom planiranja rezervi likvidnosti.

Bez obzira da li je reč od malim ili velikim bankama, one su pod uticajem faktora koji mogu da prevazilaze njihova poslovna područja. Nijedna banka, koliko god bila mala ili udaljena od centra monetarne vlasti, ne može izbeći efekte, recimo, restriktivne monetarne politike što znači da se menadžment ne može ograničiti samo na svoje poslovno područje već mora biti u toku i sa dešavanjima u celoj zenilji.

Za veće banke su mnogo značajniji cildični trendovi novčanih tokova koje je i teže predvideti nego sezonske trendove. Uočeno je da se u periodima slabe privredne aktivnosti očekuje da će pritisak na likvidnost biti znatno veći u narednom periodu jer će doći do redukovanja trenutnog maksimalnog obima depozita i prelaska trenutne minimalne funkcije tražnje u rastuću funkciju. Obrnuta je situacija ako je reč o periodu u kome je dosignut vrh privredne aktivnosti; u predstojećem periodu će se očekivati da depoziti rastu brže, a krediti sve sporije.

Sekularae ili dugoročne tendencije u formiranju depozita i kredita su uglavnom predidne jer obuhvataju veći broj cikličnih varijacija koje se međusobno kompeziraju, tako da ostaje poprilično jasna slika tendencija rasta depozita i kredita u prilično stabilnim periodima. Ove promene su zajednički produkt i kratkotrajnih i dugotrajnih uticaja kao što su promene u potrošnji, štednji, investiranju, populaciji, tehnološkom razvoju, snazi radničke klase itd.

Neutralizaciju negativnih uticaja spoljnih faktora banka može ostvariti stalnim praćenjem i analizorn tih kretanja, kao i preduzimanjem potrebnih mera za njihovo otklanjenje, odnosno ublažavanje.

2) NOVČANE TRANSAKCIJE KOMITENATA

Do kakvih će promena u pozicijama likvidnosti pojedinih banaka doći zavisi od promena koje će se desiti u nivoima depozita kod tih banaka. U periodima kada god banaka dolazi do odliva depozita logično je očekivati pogoršanje likvidnosti i obrnuto poboljšanja likvidnosti dolazi kad banke ostvaraju porast depozita. Utvrdeno je da su štetni depoziti stabilniji u odnosu na investicione depozite privrednih organizacija, a da su investicioni depoziti manje podložni fluktuiranju od depozita po videnju (demanđ deposits). Straktura depozita po videnju sadržana od brojnih depozita deponenata srednje veličine je uopšteno stabilnija od one koja je sačinjena od depozita nekolicine komitenata sa velikim pojedinačnim depozitima.

Najveće promene u poziciji likvidnosti banaka nastaju usled promena baš u nivou depozita po viđenju komitenata u vezi sa njihovim poslovnim transakcijama. Kada god komitenata dolazi do većeg odliva novca u bliansima novčanih transakcija, što znači da se njihova likvidnost pogoršava, dolazi i do pogoršavanja, dolazi i do pogoršavanja likvidnosti banke; i ona će imati deficit u bilansu novčanih transakcija. Likvidnost banke će biti dobra ukoliko je i likvidnost komitenata banke dobra, što znači da će imati suficit u bilansu novčanih transakcija. Zbog toga je banka zainteresovana za poziciju i politiku likvidnosti svojih komitenata.

Naravno, i komiteti su zainteresovani za poziciju i politiku likvidnosti banke. Ako bi bili komitenti banke koja je nelikivdna ne bi mogli da slobodno raspolažu svojim sredstvima jer takva banka nema dovoljno sredstava na svom žiro računu kod centralne banke da bi izvršavala njihove naloge. Komitenti takve banke ne bi mogli da izvršavaju obaveze prema svojim dobavljačima, što bi ih stavilo u prilično nezgodnu situaciju. Da

bi smanjili ovaj rizik (rizik od nelikvidnosti banaka čiji su komitenti) privredni subjekti pribegavaju deljenju računa, tako da se svi prilivi koji pristižu u toku dana na njihov račun dele u određnom odnosu na dve izabrane banke. Ovo je praksa naročito kod nas s obzirom na stanje u kome se nalaze naše banke. No, zaštita od rizika nelikvidnosti banaka sigurno nije jedini razlog zbog koga se javlja mogućnost korišćenja kredita kod obe banke pod uslovima pod kojima kredite koriste deponenti tih banaka.

Ovde treba spomenuti i amortizujući efekat obaveznih rezervi. Ako bi došlo do, na primer, neto odliva depozita i poslovnog sistema banke istovremeno bi došlo i do oslobadanja odgovarajućeg dela obaveznih rezervi, što kompenzira jedan deo izgubljenih depozita.

Opreznija banka će biti spremna da i pored ovako utvrdene stope rezervi likvidnosti formira i odredene rezerve koje će koristiti za pokrivanje posebnih rizika nelikvidnosti, za odgovaranje na kreditne zahteve prioritetnih komitenata, za atraktivna ulaganja koja mogu iznenadno da iskrsnu.

3) MONETARNA POLITIKA CENTRALNE BANKE I LIKVIDNOST BANKARSKOG SISTEMA

Odluke centralne banke da putem svoje monterne politike u zemlji povećava ili smanjuje nivo količine novca u opticaju imaju uticaja i na povećanje, odnosno smanjenje likvidnosti banaka. Odnosno, kreiranje ili povlačenje primarnog novca[560] od strane centralne banke predstavlja osnovni faktor promene kreditnog potencijala i likvidnosti banaka.

Ako bi centralna banka vodila politiku povećanja količine novca u opticaju onda bi to značilo da želi da olakša poslovnim bankama održavanje likvidnosti i solventnosti. Znači, ako banke imaju problema sa održavanjem likvidnosti i solventnosti, one mogu slobodno da iskoriste priliv novca sa strane centralne banke za stvaranje potrebnog nivoa likvidnih sredstava. Naravno, ukoliko banke nemaju problema sa održavanjem likvidnosti i solventnosti one ovaj priliv sredstava mogu da upotrebe za povećanje kreditnih plasmana.

Po banke je nepovoljnija situacija ako centralna banka vodi restriktivnu monetarnu politiku , odnosno sprovodi politiku smanjenja količine novca u opticaju, jer bi tada održavanje likvidnosti i solventnosti za poslovne banke bilo otežano.

Kontrolnu likvidnost bankarskog sistema centralna banka ostvaruje bitno na sledećih pet načina:

1. Regulisanjem mogućnosti banaka da dobijaju sredstva centralne banke;
2. Regulisanjem stope obavezne rezerve;
3. Prodajom ili kupovinom hartija od vrednosti od strane centralne banke (politikom otvorenog tržišta);
4. Uvođenjem specijalnih depozita;
5. Direktivnim merama.

[560] Pod primarnim novcem (ili novčanom bazom) podrazumeva se ukupan iznos likvidnih obaveza centralne banke u odnosu na sektor poslovnih banaka, sektor stanovništva kao i u odnosu na ostale nebanakarkse sektore koji raspolažu depozitinma po viđenju kod centralne banke. Ukupna količina primarnog novca nalazi se u pasivi bilansa centralne banke... Osnovni tokovi kreiranja primarnog novca jesu:
1. Krediti centralne banke poslovnim bankama.
2. Krediti centralne banke neposrednim komitentima (federncija i sl.)
3. Efekti koji proističu iz deviznog bilansa zemlje." (Ćirović M., „Monetarno–kreditni sistem", str. 266).

(1) U instrumentarijumu monetarno–kreditnog regulisanja značajno mesto zauzima politika refinansiranja, tj. odobravanja kredita od strane centralne banke. Centralna banka u većini slučajeva odobrava poslovnim bankama kredite za likvidnost kada imaju problema sa održavanjem ravnoteže u kratkoročnim bilansima novčanih sredstava. Poslovi refinansiranja obuhvataju različite vidove neposredne podrške koju centralna banka može da pruži bankama tako što od njih kupuje odredeni portfelj menica i drugih hartija od vrednosti (poslovi reeskonta), ili tako što bankama na podlozi zalaganja hartija od vrednosti ili prezentovanja nekih dokumenata odobrava avanse, lombarde i druge vrste dokumentarnih kredita.

Dakle, možemo razlikovati dva tipa kredita koje centralna banka odobrava poslovnim bankama, a to su: reskontni krediti i krediti pokriveni dokumentima.

Da bi centralna banka odobrila poslovnoj banci reeskontni kredit potrebno je da joj banka preda menice na eskontovanje. Reč je o menicama iz portfelja poslovne banke koje moraju imati sledeće karakteristike: „moraju biti dobre trgovačke menice, moraju jemčiti tri nežno sposobna obveznika, rok ne sme biti duži od 90 dana."[561] Odnosno, reeskont treba shvatiti kao prodaju menica, koje nisu dospele, uz odbitak kamate (eskont ili diskont) do dana dospeća menice. Ova operacija omogućava bankama, koje vrše reeskont, da dodu do likvidnih sredstava pre roka dospeća tih menica tako što ih prenose upravno vlasništvo, u ovom slučaju, centrane banke. Za centralnu banku, koja te menice prima, ovo je eskontni posao.

Eskontnom politikom se definišu uslovi pod kojima poslovne banke mogu da koriste kredita kod centralne banke. Centralna banka je u mogućnosti da menja ekskontnu stopu,[562] čime olakšava ili otežava uslove poslovnim bankama za dobijanje reeskontnih kredita, pa time utiče i na nivo likvidnih rezervi u sistemu poslovnih banaka.

Eskontna politica centralne banke ne podrazumeva samo promenu eksontne stope već i čitav niz drugih uslova reeskonta, kao što je menjanje rokova i kvaliteta vrednosnih papira koji se prihvataju u reeskont, promene reeskontnih plafona, uvodenje kaznenih stopa za slučajeve prekoračenja plafona i dr.

Svrha reeskontnog plafona je da se onemogući da neka banka koristi kredite kod centrale banke u većem obimu nego što bi bilo opravdano s obzirom na veličinu te banke. Odnosno, da spreči banke da kredite za likvidnost umesto za rešavanje kratkoročnih problema likvidnosti koriste za proširenej kreditnog potencijala. U nekim, zemljama odreduje se plafon za svaku banku posebno, dok u drugim zemljama banka ne zna unapred na koliki maksimalni iznos ima pravo jer je odredivanje reskontnog plafona diskreciono pravo centralne banke da ga stalno menja.

Kao posban primer obavljanja eskontnih operacija, navodi Bank of England.[563] U Velikoj Britaniji „privilegiju" traženja kredita od centralne banke imaju samo eskontne kuće. Ove kuće na centralnu banku kao na zajmodavca, gledaju kao na poslednju alternativu, jer je pozajmljivanje od centralne banke skupo, pošto je eskontna stopa više od tržišnih kamatnih stopa na dnevni novac. Takva eksontna stopa je neka vrsta kamene stope, pa stoga ne postoje reeskontni plafoni, odnosno Bank of England nikada neće odbiti da da kredit. Postoji još jedna nepovoljnost za eskontne kuće prilikom ovakvog pozajmljivanja, a to je da se sredstva mogu pozajmljivati najmanje na sedam dana i onda kada postoji potreba za dodatnim sredstvima samo na dan ili dva.

---

561 Živković A. „Analiza efikasnosti monetarne politike u Jugoslaviji", str. 149.
562 Nju treba posmatrati kao cenu pozajmljivanja sredstava od centralne banke.
563 Golijanin M., „Monetarni sistem i monetarno–kreditna politika Jugoslavije", str. 304–305.

Za razliku od reeskontnog koji se gasi sa dospećom, datih menica centralna banka odobrava, kao oblik refinansiranja, i lombardne kredite kod kojih postoji mogućnost dnevnog otkaza. Lombardni kredit dobija poslovna banka na osnovu zalaganja hartija od vrednosti koje prihvata za ovu priliku centralna banka. Kod ove vrste zajma se primenjuje lombardna kamatna stopa.

Učešće eskontnog kredita u strukturi kratkoročnih plasmana banaka u svetu se stalno smanjuje. Ovaj oblik kreditiranja sve više ustupa mesto drugim oblicima kreditiranja, pre svega zbog visokih troškova poslovanja usled svih onih operacija koje podrazumeva ovaj oblik kredita. Postoji mogućnost, na primer, da poslovna banka proda centralnoj banci hartije od vrednosti i da istovremeno sa prodajom ugovori i termin ponovnog otkupa tih vrednosnih papira, Kao najčešći oblik pokrića koriste se državne obveznice.

(3) Široko primenjivan i rasprostranjen oblik instrumenata monetarno–kreditnog regulisanja je kupovina i prodaja hartija od vrednosti na tržištu od strane centralne banke ili tzv. politika otvorenog tržišta (ppen marketpolicy). Cilj ovakvih operacija centralne banke na tržištu vrednosnih papira je da proširivanjem ili sužavanjem raspoloživih gotovinskih sredstava poslovnih banaka utiče na njihovu likvidnost. Onog momenta kada centralna banka oceni da je monetarna masa previsoka, kraće se prodajom iz svog portfelja vrednosnih papira ili ide na emitovanje novih hartija od vrednosti. Na taj način je centralna banka smanjila raspoloživa likvidna sredstva kod banaka, odnosno smanjila kreditni volumen poslovnih banaka, a preko toga je uticala i na novačnu masu. Obmuto kada centralna banka ocenjuje da je nivo lividnosti u zemlji nedovoljan, tada ona kupuje na slobodnom tržištu hartije od vrednosti i na taj način povećava likvidnost banaka povećavajući njihova likivdna sredstva i omogućavajući porast kreditnog volumena poslovnih banaka, a takode i porast novčane mase.

U slučaju kada centralna banka sprovodi restriktivnu ekspanzivnu i monetarnu politiku, tako što preko prodaje (kupovine) hartija od vrednosti smanjuje (povećava) obim primamog novca i kreditni potencijal banaka, može doći i do porasta (pada) nivo kamatnih stopa kod onih hartija od vrednosti koje su predmet kupoprodajnih transakcija od strane centralne banke. Ovakvi dodatni efekti su jedino mogući u zemljama sa razvijenim finansijskim sistemom u kojima se kamatne stope formiraju na osnovu tržišnih odnosa ponude i tražnje sredstava.

Vrednosni papiri koje centralna banka koristi u ovakvim operacijama su pored državnih obvehnica i blagajnički zapisi centralne banke, a u razvijenim zemljama i vrednosni papiri koje emituju neka velika privredna preduzeća. Naravno, u zemljama u razvoju može biti reči samo o blagajničkim zapisima centralne banke jer u ovim zemlj ama ne postoji dovoljno razvijeno tržište ni državnih obveznica, pa ni dmgih hartija od vrednosti. Zbog nerazvijenosti tržišta hatrija od vrednosti, centralna banke ovih zemalja se pre opredeljuju za obavezne rezerve ili dmge instmmente monetarne politike.

Razlog zbog koga poslovne banke i drugi privredni subjekti dopuštaju da centralna banka preko politike otvorenog tržišta utiče na njihovu likvidnost je kamatonosnost i likvidnost hartija od vrednosti koje su predmet ovih transakcija.

(4) Centralna banka propisuje formiranje specijalnih depozita onda kad želi dodatno da smanji obim raspoloživih bankarskih depozita. Formiranje ovih depozita se može ostvariti uvodenjem obavezne rezerve. Reč je o stopi obavezne rezerve iznad standardne stope koja se primenjuje na odgovarajući prirast depozita. U ovom slučaju najveći teret bi ponele one poslovne banke koje imaju najveće stope rasta depozita.

Suprotno kada treba povećati slobodne rezerve banaka, tada centralna banka oslobada specijalne depozite. Na ove depozite centralna banka plaća nižu kamatnu stopu u odnosu na prosečnu ili uopšte nema kamatne stope. I u jednom i u drugom slučaju negativno se utiče na konkurenciju na bankarskom tržištu.

(5) Kao direktive mere kojima se može koristiti centralna banka javljaju se:

- ograničavanje obima bankarskih kreditnih plasmana bez obzira na rast depozitnog potencijala;
- limitiranje kamata koje banke plaćaju na odredene vrste depozita ili koje banke naplaćuju za odredene oblike kreditnih plasmana;
- davanje uputstva poslovnim bankama da u odredenim periodima daju prioritet nekim privrednim sektorima ili da komitente iz nekih privrednih sektora isključe sa kreditnih lista;
- zahtevanje držanja minimalnog portfelja državnih hartija od vrednosti;
- regulisanje potrošačkih kredita itd.

Mera ograničavanja porasta bankarskih kredita se sme primenjivati samo izuzetno, kada je neophodno postići brze rezultate jer je primena drugih instrumenata spora i neefikasna. Ograničavanje porasta bankarskih kredita može biti linearno, da se odnosi na sve banke, ili selektivno, samo za pojedine kategorije kredita, što je češći slučaj. Ovaj instrument se koristi skoro u svim zemljama.

Inače, sve ove mere centralne banke su selektivne i rigidne pa ih stoga ona sme primenjivati samo privremeno i dozirano jer je moguće da ove mere izazovu efekte kao što su korupcija, kršenje mera, otvaranje paralelnih kreditnih tržišta i sl.

4) POLITIKA LIKVIDNOSTI POSLOVNE BANKE

Poslovna banka može uticati na sopstvenu likvidnost jedino putem politike likvidnosti koju ona sama kreira. U okviru politike likvidnosti prvo treba ukazati na politiku formiranja i držanja rezervi likvidnosti čime se indirektno utiče i na kreditnu politiku banke.

Politikom rezervi likvidnosti banka odreduje koji deo ukupnih resursa mora držati u rezervama, pri čemu preostali deo resursa predstavlja kreditni potencijal. Kako je nemoguće precizno planiranje novčanih tokova u sistemu poslovne banke, banka se u formiranju rezervi likvidnosti oslanja na iskustvo pri odredivanju maksimalno mogućeg deficita u bilansima novčanih transakcija.

Zbog postojanja razlika u strukturi kod pojedinih banaka, stopa rezervi likvidnosti teži da se formira na različitim nivoima. Neki od objektivnih faktora koji na ove razlike u .stopama rezervi likvidnosti utiču jesu:

Prvo, ukoliko jedna banka ima veći broj komitenata i ukoliko su njihovi odnosi povezaniji banka će nastojati da smanji nivo svojih rezervi likvidnosti, i obrnuto, ukoliko su medusobni odnosi komitenata u jednoj poslovnoj banci manje povezani i ukoliko je njihov broj manji, potrebe banke za rezervama likvidnosti rastu.

Drugo, ako su novčane transakcije komitenata manje po obimu, u tom slučaju i stopa rezervi likvidnosti je manja i obrnuto, ukoliko su novčane transakcije komitenata veće, veća je i stopa rezervi likvidnosti.

Treče, ukoliko velike i jake banke posluju na privredno razvijenim područjima, stopa rezervi likvidvnosti biće manja i obrnuto, ukoliko jedna banka posluje na nerazvijenom području, stopa rezervi likvidnosti svakako mora biti veća.

Četvrto banke koje posluju i regionima čiju privredu karakterišu sezonske oscilacije u poslovanju nastoje da raspolažu većim rezervama likvidnosti u odnosu na banke čije poslovanje manje ili uopšte ne karakteriše sezonski uticaj.

Stopa rezervi likvidnosti ne zavisi samo od objektivnih faktora, već i ocena težine uticaja koje banka pridaje pojedinim od tih faktora. U tom slučaju je moguće da bi bile donete različite odluke u potrebnoj stopi rezervi Hkvidnost čak i kada bi, recimo, dve banke bile pod uticajem istih faktora koji deluju i sa istim intenzitetom. Banka koja pridaje veću pažnju opreznosti u poslovanju opredeliće se za vodenje politike relativno viših stopa rezervi likvidnosti u odnosu na drugu banku sa liberalinijim poslovanjem. Naravno, kod prve banke je mnogo manja verovatnoća da će doći u poziciju nesolventnosti mnogo rede će koristiti kredite za likvidnost.

Izloženost banke riziku nelikividnosti zavisi i od toga kako je formulisala kreditnu politiku. Banka je dužan da obim svojim plasmana uskladuje tako da se pridržava odredaba o velikom i najvećem mogućem kreditu jednom zajmoprimeu i o ukupnom iznosu velikih kredita. Zakon o bankama i drugim finansijskim organizacijama definiše veliki kredit kao kredit koji je dat jednom zajmoprimeu koji je veći od 20% kapitala banke. Najvećim mogućim kreditom jednom zajmoprimeu smatra se kredit koji iznosi do 30%, kapitala banke. Ukupan iznos velikih kredita i najvećih mogućih kredita ne može biti veći od 80% kapitala banke.

Banka koja ostvaruje veće stope ročne transformacije[564] ulazi u visok rizik da postane nesolventna. Takođe, banka ne može da planira svoju likvidnost polazeći od pretpostavke da će se plasirani krediti otplaćivati o rokovima dospeća, jer su uvek moguća prolongiranja otplata od strane dužnika.

Banka ne mora da brani svoju solventnost samo držanjem rezervi likvidnosti, već se može osloniti i na privremeno korišeenje sredstava iz otplaćenih kredita za popunu rezervi Likvidnosti, ako se javljaju problemi likvidnosti. Ova altemativa je raspoloživa u onoj meri u kojoj to dopušta struktura kreditnih plasmana banke i precenjena stopa kredita koji se stvamo ofplaćuju o rokovima dospeća. U tom pogledu su najpovoljnija ona sredstva iz kreditnih plasmana koja se otplaćuju na vreme, dakle čije otplate povećavaju sredstva na žiro računu banke jer je banka računala na te sredstva i na bazi njihovog priliva stvorila nove kreditne obaveze. Pozitivnu ulogu imaju krediti koji se faktički otplaćuju na osnovu amortizacionih planova."[565] Naravno, ne može se računati na sredstva iz kreditnih plasmana koji se ne otplaćuju na vreme, kao ni na sredstva zamrznuta u okviru revolving kredita.[566]

Koliko će moći da se osloni u odbrani svoje likvidnosti na korišćenje sredstava iz otplaćenih kredita zavisiće pre svega od toga kojim komitentima je odobrila sredstva i u kom iznosu, odnosno kako je procenila kreditnu sposobnost dužnika. Ako je poslovna banka nedovoljno ili netačno kreditnu sposobnost dužnika onda ne može u odbrani svoje solventnosti **u** kalkulaciji uključiti sa sigumošću sredstava iz takvih plasmana.

Problem odredivanja potrebne likvidnosti bi uveliko bio pojednostavljen ako bi se promene kod depozita i tražnje za kreditima mogle tačno prognozirati. Uprkos

564 Odnosno, preusmerava resurse sa kraćim rokovima dospeća u plnsmane sa dužim rokovima dospeća.
565 Ćirović M., Monetarno–kreditnš sistem, str. 204.
566 Krediti koji se stalno prolongiraju.

teškoćama banke moraju da pokušaju da predvidaju nivoe depozita i kredita. Prognoze velikihbanaka su primarno razvijene kroz dva bazična metoda. Jedan način je da se analiziraju potrebe za kreditima i očekivani nivo depozita bančinih važnijih klijenata.

Drugi metod procene volumena kredita i depozita uključuje prognozu izvora i plasmana društvene akumulacije cele ekonomije. Ukupni bankarski krediti se odreduju kao veličina koja uravnotežuje izvore i plasmane akumulacije, a pojedinačna banka može da proceni svoje učešće u kreditnim transferima. Manje banke nisu u mogućnosti da koriste ovaj metod jer nemaju uvežban personal koji bi bio sposoban za tako sofisticirane prognoze. U predvidanju depozita i kredita manje banke se oslanjaju na prošlo iskustvo. Karte i tabele koje pokazuju mesečne proseke za nekoliko godina se često koriste za davanje menadžmentu indikacija o očekivanim fluktuacijama u depozitima i kreditima.

GLAVA SEDMA

NELIKVIDNOST BANKE I MERE ZA OTKLANJANJE NELIKVIDNOSTI

1. NELIKVIDNOST KAO IZRAZ NERAVNOTEŽE U BILANSU BANKE

Poslovna banka ulaskom u zonu nelikvidnosti mora preduzeti odgovarajuće mere. Kakve su to mere zavisi od toga da li je reč o trenutnoj (privremcnoj) nelikvidnosti, koja je nastala zbog odredene neuskladcnosti izmedu priliva i odliva novčanih sredstava, ili je reč o trajnijoj nelikvidnosti, koja je rezultat nesposobnosti plaćanja u dužem vremenskom periodu, odnosno kao rezultat ncsolventnosti banke.

. Privremena neravnoteža u bilansu novčanih transakcija postoji onda kada u veoma kratkim uzastopnim vremenskim intervalima dolazi do sincnjivanja deficita i suficita. Ove dnevne neravnoteže mogu nastati usled shičajnih uzroka, a tada banka preduzima hitne mere kako bi otklonila ovaj disparitet. U tom cilju banka povećava likvidna sredstva prvog stepena pretvarajući hartije od vrednosti (sekundarne rezerve likvidnosti) u gotovinu, ili u novčana sredstva na svom računu kod centralne banke u zavisnosti od toga kako se moraju izmiriti novčane obaveze.

Do ovakve vrste nelikvidnosti najčešće dolazi zbog potcenjivanja potrebnog salda gotovine, odnosno novčanih sredstava na računu banke, sa kojim banka mora svakodnevno da raspolaže radi isplata sa računa depozita po videnju.[567] Da bi se ovakva nelikvidnost prevazišča potrebno je da poslovna banka ponovo preispita uslove pod kojima će ova sredstva da plasira (koji deo sredstava može da plasira i na koji rok).

Kod sledećeg uzroka privsremene nelikvidnosti – mogućnosti ispadanja iz funkcije odredenih likvidnih sredstava, „kakav je slučaj sa sumnjivim i spornim potraživanjima po svim vrstama plasmana, banka pre svega treba da preispita uslove pod kojima vrši plasman sredstava i način obezbedenja naplate svojih potražlvaeja kao i da preispita način utvrdivanja kreditee sposobnosti, odnosno solventnosti korisnika

[567] Isplatc sa žiro i tekućih računa i sa uloga na štcdnju.

sredstava banke".[568] Takode, neophodno je da se permanentno prati plan novčanih tokova i da se u njemu vrše blagovremene izmene.

Sasvim je drukčija situacija kada poslovna banka ima trajnu tendenciju deficita u bilansu novčanih transakcija, odnosno kada je u funkcionalnoj neravnoteži. Trajna nelikvidnost banke se javlja kao svodni pokazatelj nestabilnosti i nesposobnosti njenog poslovnog sistema, usled čega se i opravdano postavlja pitanje njenog daljeg opstanka na tržištu.

Do pojave trajne nelikvidnosti najčešće dolazi kada potraživanja banke imaju prosečno rok dospeća duži u odnosu na prosečan rok dospeća obaveza, tj. dugova. Došlo je do narušavanja bilansne ravnoteže, jersu novčana sredstva i kratkoročni plasmani manji od kratkoročnih izvora sredstava, što znači da je jedan deo dugoročnih plasmana pokriven kratkoročnim izvorima sredstava, da su dugoročni plasmani veći od dugoročnih izvora sredstava. Banka je bila dužna da vodi takvu poslovnu politiku koja obezbeđuje usklađenost rokova plasmana sredstava i izvora sredstava.

Kao mera koju poslovna banka u ovoj situaciji jedino može da sprovede je da smanji kreditne plasmane kako bi ih dovela u sklad sa kreditnim potencijalom. Korišćenje rezervi likvidnosti nije trajno rešenje već privremeno, sve dok se ne izvrši redukovanje kreditnog plasmana i njegovo uskladivanje sa kreditnim potencijalom. Bez uravnoteženja osnovnih bilansnih agregata banka ne može rešiti problem strukturne nelikvidnosti.

Do ove nelikvidnosti može doći i kada ne postoji ročna neuskladenost imovine i obaveza, što se dogada u slučaju kada su trajna ulaganja koja se vrše u osnovna sredstva veća od iznosa kapitala banke tako da je deo ovih ulaganja pokriven dugoročnim obavezama kao dugoročnim izvorom sredstava. Rešenje je da banka obezbedi povećanje kapitala banke za iznos za koji su trajna ulaganja pokrivena dugoročnim obavezama.

Dakle, i pored postojanja bilansne ravnoteže može doći do pojave navedene nelikvidnosti. Da do toga ne fbi došlo postoji obaveza banke da obezbedi bilansnu ravnotežu ne samo izmedu kratkoročnih i dugoročnih sredstava i izvora sredstava, veći i bilansnu ravnotežu izmedu sredstava i izvora sredstava u okviru svake od navedenih ročnosti.

2. INDIKATORI NELIKVIDNOSTI BANAKA

Kada se govori o indikatorima nelikvidnosti poslovne banke, najveći značaj se pridaje sledećim slučajevima:

1. Ako banka nema dovoljan iznos novčanih sredstava na računu kod centralne banke za pokrivanje naloga svojih komitenata.
2. Kada banka nije u stanju da isplaćuje novčana sredstva po osnovu odobrenih kredita.
3. Banka nije u mogućnosti da otplaćuje korišćene kredite kod centralne banke, drugih banaka ili u inostranstvu u ugovorenim rokovima.

[568] Tomić M., „Bankarsko poslovanje", str. 167.

4. Kada drži niži nivo obaveznih rezervi kod centralne banke u odnosu na propisani obim.

Najteži oblici nelikvidnosti banke postojaće u slučaju simultanog nastupanja svih navedenih indikatora. To se najčešće dešava kod banaka koje blagovremeno ne uskladuju svoje bilanse i ne nastoje da suzbiju rizike iscrpljivanja likvidnog potencijala.

Postoje dva oblika likvidne neravnoteže:

1. Nelikvidnost kao privremena pojava usled superkratkoročnog nepoklapanja priliva' i odliva novčanih sredstava na računima banaka. Ukoliko u ovim kratkim intervalima banka bilježi veći odliv nego što iznos priliv novčanih sredstava, pojaviće se privremeni deficit likvidnog potencijala koji će biti u sledećem vremenskom intervalu iskompenziran suficitom novčanog bilansa. Banka je likvidna u faktičkom smislu, ali će iskazani gepovi u likvidnom potencijalu biti pokriveni superkratkoročnim pozajmicama na novčanom tržištu. Zadatak novčanog tržišta jeste da perfektno iskompenzira deficite i suficite na računima različitih banaka u datim vremenskim tačkama.
2. Znatno ozbiljnija neravnoteža likvidnosti banaka postoji kada je banka, usled brojnih razloga, izložena sistematskoj tendenciji odliva depozita. Tada se nelikvidnost ne može lečiti kratkoročnim pozajmicama, nego se banka mora orijentisati na strukturno uravnoteženje ukupnog bilansa i formulisanje svoje poslovne politike. U uslovima fundamentalne neravnoteže banke, sistem rezervi i kreditnih pozajmica je potreban, ali ne dovoljan instrumentarijum. U tom slučaju banka mora aktivirati znatno složeniji instrumentarijum obnove agregatne i strukturne ravnoteže poslovnog sistema. U sprezi sa tim stvaraju se uslovi za održavanje ravnotežne Likvidne pozicije banke.

Prema sumarnim indikatorima likvidnosti banke:

1. Veći stepen likvidnosti ima ona banka čija ukupna aktiva ima bolje ročne i tržišne performanse: kraći prosečni rok dospeća i/ili veći stepen tržišne transferibilnosti.
2. Povoljniju poziciju Likvidnosti poseduje banka sa dužim prosečnim rokom dospeća obaveza (izvora).
3. Likvidnost će biti veća ako je formirani koeficijent dugoročnih depozita prema kratkoročnim dcpozitima (ID/DV) veći.
4. Bolju poziciju likvidnosti ima banka sa optimalnom i diversifikovanom strukturom ukupnih plasmana: ročni, sektorsko–komitentski, kamatonosni, bonitetni aspckt.
5. Dobre performanse likvidnosti ima banka sa stabilnom depozitnom bazom i strukturom, kao i sa zadovoljavajućom kreditnom sposobnošću.

U najtežoj poziciji je banka koja je ušla istovremeno u zone nelikvidnosti i nesolventnosti, kada su poljuljani temelji poslovnog sistema banke. Banka može biti solventna, ali nelikvidna, što predstavlja blaži oblik neravnoteže banke, koji se rešava uskladivanjem likvidnog potencijala putem kratkoročnih operacija. Konačno, banka može biti likvidna, ali nesolventna, usled čega se mora aktivirati mehanizam ozdravljenja, preuzimanja ili likvidacije poslovnog sistema banke.

GLAVA OSMA

SANACIJA I KONSOLIDACIJA BANAKA

1. MAKROEKONOMSKE OSNOVE SANACIJE I KONSOLIDACIJE POSLOVNOG BANKARSTVA

Stabilno i efikasno poslovno bankarstvo je model kojem teže sve savremene privrede i države. Restruktuiranje bankarskog sistema ka modernom tržišnom bankarstvu, kakvo danas postoji u razvijenim finansijskim sistemima, ne samo da je program većine zemalja u svetu, već i zahtev medunarodnih finansijskih institucija. To je osnova svake reforme i sredivanja finansijskog sistema u celini. Jedan od bitnih faktora u pokretanju i oživljavanju ekonomskog razvoja u nizu zemalja bio je upravo preduzeti program sanacije i restrukturacije bankarskog sistema (posebno koji je oslobođen nagomilanih gubitaka i tzv. kontaminirane aktive u bilansima banaka).[569]

Problem banaka imaju i visoko razvijene privrede. Tako je u SAD godišnje nestajalo 150 komercijalnih banaka, dok je zatvoreno i likvidirano hiljade štednokreditnih društava.[570]

Pod pojačanom kontrolom Centralne banke nalazi se izmedu 10–20% banaka. To je posledica sve slabijeg finansijskog poslovanja i položaja komercijalnih banaka, povezano sa padom konjunkture, a što je imalo za posledicu da je veliki deo kredita uložen u nekretnine i gradevinarstvo ostao nenaplaćen. Mnogi investitori u krizi suzdržavaju se da uđu u veći kreditni rizik, čak i uz ponuđenu nižu kamatnu stopu Centralne banke – koja želi da oživi privrednu aktivnost, što je istovremeno ograničava u vodenju aktivne, efikasne i kontroli izložene monetarne politike.

Osiguravajuća društva kod kojih su osigurani depoziti banaka imaju velike teškoće da spreče propadanje banaka, mada im je interes „zajednički".

---

569 To su uglavnom privrede u kojima je provedena uspešna finansijska konsolidacija banaka, kao što su: Egipat, Kuvajt, Gana, Grčka, Turska, Norveška, Španija, zemlje L. Amerike i dr.

570 Jeremić Zoran: Sanacija i rekonstrukcija bankarskog sistema, Berza br. I, 1993, str. 10.

2. SANACIJA I RESTRUKTURISANJA BANKARSKOG SISTEMA

U sklopu mikroekonomskog oporavka Jugoslovenske privrede biće koncipirano sprovodenje sanacije banaka i prestruktuiranje velikih preduzeća. Utvrdiće se model po kome je moguće sanirati banke uz istovremeno poboljšavanje finansijske pozicije perspektivnih preduzeća. Institucija javnog duga biće usklađena sa finansijskim kapacitetom budžeta.

Sanaciji banaka i preduzeća mora prethoditi njihovo organizaciono, upravljačko i svojinsko transformisanje, u skladu sa kriterijumima i uz finansijsku tržišnu pomoć Svetske banke. S obzirom na ograničene izvore domaće akumulacije i sredstava budžeta, program sanacije preduzeća i banaka mora biti veoma selektivan i gradualistički (fazno) postavljen. Jedan od prethodnih uslova ostvarivanja podstrategije sanacije banaka i preduzeća jeste stvaranje stabilnih uslova privredivanja, dosledna primena stroge poslovne i monetarne discipline.[571]

Program rekonstrukcije monetarnog sistema i ekonomskog oporavka samo je naznačio nužnost sanacije banaka i preduzeća, ali na tom području ništa do sada nije uradeno.

„Operativni program sanacije banaka i sanacije preduzeća biće pripremljen u najkraćem mogućem roku (pod rukovodstvom Narodne banke Jugoslavije, saveznog ministarstva finansijsa i nadležnih republičkih ministarstava finansija)". Da li je napravljen ovakav program nakon više od godinu dana primene ukupnog Programa? Nije!

Obzirom na poznato stanje u poslovnom bankarstvu, bilansne odmore, opštu nelikvidnost, strukturu plasmana, istopljeni kapital u hiperinflaciju, izgubljene kapitale, velike dubioze, nenaplative plasmane i dr. ovo postaje ključna poluga druge faze provodenja Programa. Na ovom segmentu do sada ništa nije urađeno, kao i na sektoru privrednih preduzeća. Bez osposobljavanja ove osnovne poluge razvoja (banke–preduzeća) i stabilnost sistema, ni jedna stabilizaciona politika i program ne mogu dugoročnije uspeti. Ovde nema potrebe ali ni mogućnosti, da šire izložimo celokupan koncept finansijske konsolidacije i razvoj osposobljavanja poslovnih banaka i preduzeća.

Polazna osnova svakog programa restruktuiranja banaka i sanacija je utvrđivanje stvarnog stanja u bankama, posebno utvrdivanje gubitaka i dubioza koje treba pokriti ili otpisati. Mnoge banke prikrivaju stvamo stanje u bilansima, tako da se dobije stanje koje je redovno bolje od stvamog.

Utvrdivanje stvamog stanja u bankama svodi se na sledeće:

1. Identifikovanje problema banaka,
2. Utvrđivanje stvarne visine gubitaka i dubioza,
3. Odredivanje mogućeg priliva i odliva sredstava,
4. Utvrđivanje stvarne strukture sredstava,
5. Utvrdivanje stvarne strukture i kvaliteta (naplativosti) plasmana i njihove profitabilnosti i dr.

[571] Program monetarne rekonstrukcije i ekonomskog oporavka, str. 14.

Tek na osnovu sređenih podataka i utvrdivanja stvarnog stanja u bankama moguće je, uz utvrdivanje stvarnih gubitaka, odrediti i pravu i efikasnu terapiju.

Kada se govori o gubicima banaka onda se misli ne samo na njihove tekuće gubitke, iskazane u bilansima, već pre svega na potraživanja u, njihovoj aktivi koja su procenjena kao nenaplativa. Tekući gubici, koji se sikazuju u bilansima banaka, samo su vrh ledenog brega. Ono što se ne vidi jesu takozvani potencijalni gubici („potencial losses", „nonperforming loans", „bad assets"). Oni predstavljaju potraživanja banaka po osnovu datih kredita ili datih garancija, avala, nepokrivenih akreditiva... dakle, svega onoga što se nalazi u aktivi banke, a postoji procena da neće biti naplaćeno. Ovi gubici utvrđuju se klasifikovanjem aktive na osnovu više kriterijuma, od kojih je najvažniji redovnost izmhenja obaveza klijenata prema banci, odnosno dužina perioda kašnjenja u njihovom izmirivanju.

Ova procena suštinski je, medutim, vezana za procenu boniteta i buduće perspektive određenog komitenta, pa kako takva ne predstavlja egzaktnu veličinu, jer se stvari uvek mogu promeniti nabolje ili nagore. U zakonodavstvu razvijenih zemalja banke su obavezne da, na osnovu visine potencijalnih gubitaka, izdvajaju rezervu za njihovo pokriće, da bi u momentu njihovog dospeća mogler nesmetano da amortizuju stvarni gubitak („actual loss"). Da bi prikrile pravo stanje stvari banke, medutim, često prikazuju potencijalne gubitke manjim nego što jesu i na taj način izdvajaju malu rezervu, što im omogućuje da se prikazuju kao solidne i da isplaćuju dividende deoničarima. Šta više, one na taj način plaćaju i veći porez i tome dodatno pogoršavaju svoju solventnost. Stoga se u visokorazvijenim zemljama u poslednje vreme ovom problemu pridaje veliki značaj, budući da je jačanje kapitalne snage jedan od osnovnih ciljeva reformi i američkih i evropskih banaka. Da bi se svi ti problemi mogli kvalitetno odraditi, potrebno je detaljno ući u oblast koja se naziva analiza rizika, upoznati rezultate rada „bazelskog komiteta", zatim direktive Evropske ekonomske zajednice i čitav niz drugih radova.

Oslabljen bankarsld sistem ne može dobro da obavlja svoju funkciju. Prvaposledica jeste pogrešna alokacija sredstava. Kako u svojoj aktivi imaju veliki broj loših dužnika, banke sve veći deo potencijala upotrebljavaju za servisiranje svojih dospelih dugova, revolvirajući postojeće kredite (evergreaning), tako da oni faktički nikad ne dospevaju, čime se imobiliše aktiva banaka. Naročito je to slučaj sa velikim dužnicima, jer banka mora da odloži naplatu potraživanja zbog toga što bi to značilo stečaj firme, a time često i stečaj same banke. Na taj način, veštački se održavaju nerentabilnas preduzeća, a bez kreditne podrške ostaju ona koja su dobra. Tako se dobij a potpuno pogrešna alokacija sredstava, koja se može preseći jedino sanacijom i restrukfuiranjem banaka i preduzeća.

Visoke kamatne stope jerdan su od najboljih indikatora da se finansijski sistem nalazi u teškoćama. Elastičnost težnje za kreditima je mala, jer su preduzeća prinuđena da uzimaju kredite, bez obzira što su kamatne stope iznad prinosa na uložena sredstva. Na taj način preuzeće se „spasava" od likvidacije. U vreme otplate kredita, gubitak se seli u bilans banke i pokriva novom emisijom ili prikupljenim depozitimana inflatomoj osnovi. „Labava" monetarna politika i flnansijska nedisciplina omogućavaju takvo ponašanje. Uredivanje finansijskog sistema, stoga, i nije moguće bez prethodnog „čišćenja" bilansa banaka i sveobuhvatne situacije, jer bi u protivnom veliki broj banaka i preduzeća otišao u stečaj. To je jedan od osnovnih razloga neophodnosti sprovođenja ovog procesa, kao neophodnog uslova svake reforme. Princip „wait and see" (čekaj i vidi) nikada ne daje dobre rezultate, ali se obično primenjuje ukoliko nema ponude kapitala od strane svetskih finansijskih institucija, koje bi obezbedile i finansijsku podršku sprovodenja programa.

3. VLASNIČKA I UPRAVLJAČKA STRUKTURA U BANKAMA I SANACIJA BANAKA

Osnovni cilj programa sanacije svake banke (ili ukupnog bankarskog sistema) jeste stvaranje stabilne, likvidne, solventne i profitabilne banke, sa jasnom tržišnom orijentacijom.

U procesu sanacije bitno je da dode do izmene vlasničke strukture, posebno u našem bankarstvu, gde se umesto kvazi deoničara (društvenih preduzeća) treba da jave stvarni nosioci kapitala – ulagači: štediše, strani kapital i odredene institucije (transformisana preduzeća i država).

Vlasnici banke su ustvari štediše i drugi deponenti koji se nisu odrekli vlasništva nad svojim kapitalom u banci, već su ga samo privremeno poverili na čuvanje i oplodnju preko realne kamate. Vlasnička transformacija treba da teče paralelno u bankama i preduzećima koja su osnovni dužnici bankama.

Preuzimanjem banke u proces sanacije preduzimaju se odgovarajuće mere u pravcu:

1. Jačanja solventnosti banke,
2. Povećanje profltabilnosti poslovanja,
3. Nova organizacija rada,
4. Racionalizacija poslovanja,
5. Zamena menadžmenta banke (što je jedan od ključnih faktora uspeha ukupnog procesa sanacije),
6. Preuzimanje banke od strane neke druge poslovne banke. Da pogledamo ove faktore procesa sanacije banaka:

1. Solventnost banaka je osnovna kategorija tržišnog i efikasnog bankarstva. Banke koje imaju bonitet imaju i dobru likvidnost i profitabilnost. Stoga se kod banaka u sanaciji prvo pristupa poboljšanju njene kapitalske snage, zatim rekonstruisanju plasmana i promeni komitentske strukture, uz jačanje depozitnog potencijala, razvoj novih poslova, usmeravanje prihoda u rezerve i dr. Osnovni cilj je stvaranje takvih performansi u banci koje bi je približile onima koje važe za banke u razvijenim privredama.

2. Povećanje profitabilnosti banaka je u osnovi indikator njene poslovne politike i ukupne efikasnosti. To je sintetički izraz ukupne politike sredstava i plasmana banaka. Uspostavljanje profitabilnosti u najkraćem znači presecanje rasta gubitaka preko prestanka kreditiranja loših dužnika, naplatu potraživanja, preuzimanje loše aktive i odobravanje profita povoljnih kredita, uz jačanje depozita. To se sve provodi dok se ne osigura dozvoljeno učešće kvalitetnih izvora sredstava koja postaju osnova za formiranje zdrave kamatonosne aktive. Prihodi od ove aktive moraju biti dovoljni da osiguraju pokriće potencijalnih gubitaka po dinamici njihovog dospeća.[572] Banka kod koje to nije slučaj ne može se smatrati kao trajno sanirana. Ona može i da bude likvidna u odredenom periodu, može iskazati i dobit u bilansima uspeha, ali **će** u određenom momentu, kada dospeju obaveze, a izostanu prihodi, jer su potraživanja nenaplativa, ponovo **doći** u stanje nelikvidnosti. U normalnom finansijskom sistemu trajnija nelikvidnost banaka znači i

[572] Pokriće potencijalnih gubitaka po dinamici njihovog dospećaje sastavni deo nove poslovne politike banaka. Banke kod kojih to nije slučaj nisu trajno sanirane.

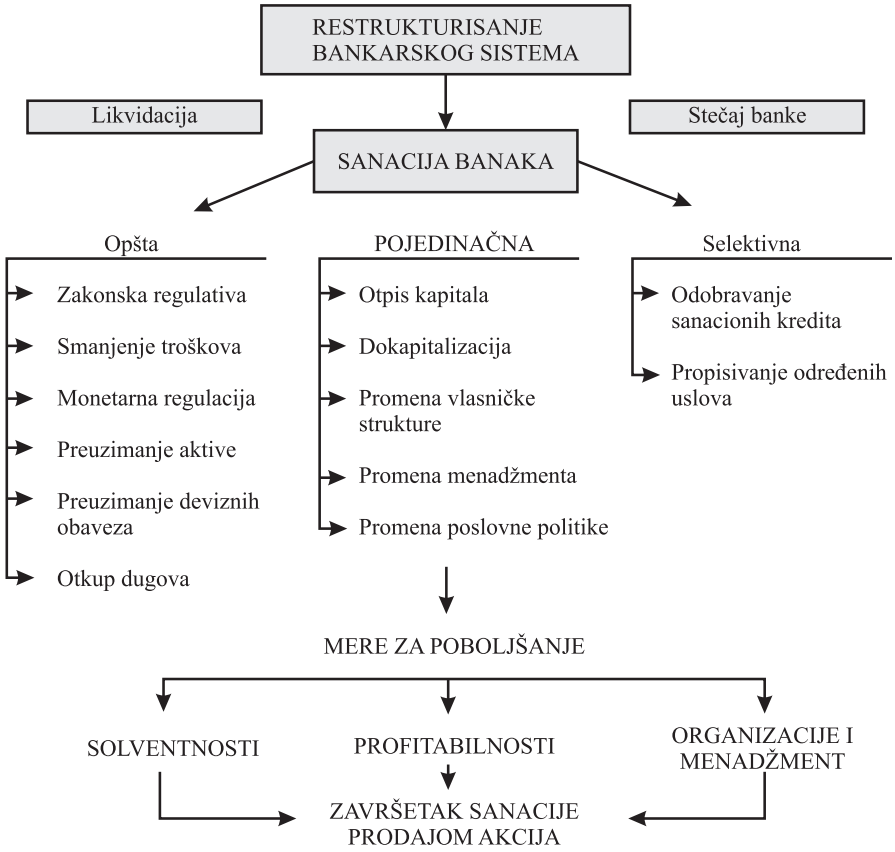
njihovu nesolventnost. Ovaj se problem kod nas „rešavao” preko tolerisanja velike finansijske nediscipline, odnosno preko ekspanzivne monetarne politike koja je sve to „pokrivala”.

3. Nova organizacija rada i racionalizacija poslovanja sastavni je deo nove funkcije banke i nienog preusmeravanja prema profitabilnim investicijama. Upravljanje troškovima, njihovo snižavanje, selekcija u smanjenju troškova, posebno u smanjenju broja zaposlenih, prilagodavanje mreže poslovnih jedinica i sl. sastavni su deo svakog procesa sanacije. Odredivanje novog odnosa izmedu trajnog kapitala i osnovnih sredstava i kratkoročnih depozita je sastavni deo ovog procesa.

4. Čišćenje aktive i pasive od neprofitabilnih ulaganja, od sumnjivih potraživanja, slabih plasmana, nenaplativih potraživanja (aktiva) i izmena strukture izvora sredstava (pasiva) sastavni je deo svakog procesa sanacije i konsolidacije banaka i bankarskog sistema. Posebno se moraju sagledati dinarski i devizni podbilansi banaka i njihova stvama ocena preko svođenja na realnu vrednost (u uslovima inflacije to se radi preko preračunavanja u neku od čvrstih valuta).

5. U situaciji destrukcije celokupnog finansijskog sistema svi negativni finansijski tokovi imaju neposredan odraz na bankarske bilanse. Stoga je proces sanacije i transformacije banaka obavezno paralelan sa procesomt konsolidacije i transformacije preduzeća i javnog sektora.

Šema restruktuiranja i sanacija bankarskog sistema uglavnom ima sledeći oblik:



Sve su to faze i potezi u poslovnoj politici banaka koji moraju biti sinhronizovani, bez čega se ni proces restrukturacije bankarskog sistema ne može uspešno provesti.

Svaka pojedinačna banka, obzirom na svoje specifičnosti (koje se razlikuju od banke do banke) priprema i preduzima odgovarajuće, sebi podešene, mere rekonstrukcije ili sanacije. Opšti modeli, osim odredenih poteza i instrumenata, teško su ovde primenljivi.

GLAVA DEVETA

TRANSFORMACIJA SAVREMENOG BANKARSTVA

1. OSNOVE TRANSFORMACIJE BANKARSKOG SISTEMA

Transformacija bankarskog sistema u procesu stvaranja efikasnog i sigurnog bankarstva mora biti usmerena u sledećem pravcu:

1. Popravljanje kapitalske snage banaka,
2. Poboljšanje efikasnosti bankarskih institucija,
3. Najveća pažnja likvidnosti banaka, strukturi plasmana i strukturi izvora sredstava,
4. Ukidanje stroge podele na investkione i komercijalne banke,
5. Jačanje mera za poboSjšanje solventnosfi banaka,
6. Čišćenje aktive i pasive banaka od neprofitonosnih oblika,
7. Sužavanje prava po osnovu osiguranja depozita banaka,
8. Pojačana kontrola centralne banke nad sistemom komercijalnih banaka,
9. Sredivanje ukupnog bankarskog sistema u koje su se nagomilali i koncentrisali gubici i dubiozne iz svih ostalih sektora privrede.[573]

Monetarna politika u određenim privredama koje imaju slab bankarski sistem, a koje ne žele da priznaju pravo (slabo) stanje u svom bankarstvu, zbog visokog skrivenog ili otvorenog budžetskog deficita koji se pokriva emisijom novca, velikih gubitaka u privredi i bankama i dr.[574] Uglavnom je ekspanzivna, čime se pokrivaju navedene slabosti i veštački održavaju nesolidne banke. Visoka inflacija, koja sve to neminovno prati, topi dugove prezaduženih preduzeća, olakšava položaj banaka i na taj način vrši njihovo „saniranje". Ali, time istovremeno nastaje i proces topljenja depozitne osnove banaka, što

[573] Mnoge banke u svojim bilansima prikrivaju *gubitke,* posebno preko revolviranja već dospelih i teško naplativih kredita, pri čemu se kamate *kapitalizuju,* a ne plaćaju, bilansne pozicije se prikrivaju, osnivaju se preduzeća na koja se prebacuju dubioze i gubici i sl. Dubioze često premašuju visinu kapitala banke i njene rezerve. Banka je time stvarno nesolventna.

[574] Da se podsetimo, gubici u normalnom poslovanju banaka u prvom polugodištu 1994. iznosili su ne 145 miliona dinara (DEM), već preko 940 miliona, dok su gubici u privredi iznosili ne 7 milijardi, kako je zvanično dato, već dvostruko više. Gubici u bankama i privredi gotovo su se izjednačili sa visinom društvenog proizvoda.

treba imati u vidu kada se posmatraju efekti inflacije na bilansne odnose banaka. Zbog toga je od izuzetne važnosti straktura i visina dinarske i devizne aktive i pasive banaka (na koje inflacija potpuno različito utiče).

Ponašanje banaka i njihovih dužnika je veoma važno, ali je ono uslovljeno, pre svega, karakterom finansijskog sistema. Tamo gde postoje čvrsta finansijska disciplina, odnosno takozvano čvrsto budžetsko ograničenje (hard budget constrains), stvami gubici su, po pravilu, manji od onih u sistemima gde se toleriše finansijska nedisciplina. U ovom drugom slučaju država najčešće godinama veštački održava velike firme i odredene banke odlažući rešavanje problema, tako da ukupni troškovi takve neproduktivne infuzije uvek prevazilaze troškove restruktuiranja na tržišnim osnovama.

Iz tih razloga jedan od uslova za sprovođenje reforme, na kojem veoma insistiraju medunarodne finansijske institucije, jeste sprovodenje restriktivne monetarne politike, kojom bi se preseklo monetizovanje gubitaka, odobrila inflacija i pokazalo pravo stanje banaka i preduzeća, što bi omogućilo da problemi počnu da se suštinski rešavaju, a ne da se veštačkim održavanjem postojećih odnosa unedogled prikrivaju i produbljuju.

Loš menađžraent banaka je jedan od osnovnih uzroka njihovih finansijsklh problema. Svi tipovi lošeg menadžmenta, koji se sreću u svetskom bankarstvu, zastupljeni su i „obogaćeni inovacijama" kod nas. Problem se, međutim, gotovo uvek može svesti na razne vrste pritisaka, tehnički neadekvatna kreditna analiza i analiza raznih vrsta rizika, nepostojanje dobre interne kontrole, loše povezivanje aktive i pasive, odnosno „cash flow" analiza i mnogi drugi propusti vezani su za takozvani tehnički loš menadžment. Karakteristično je i netačno prikazivanje finansijskih rezultata, bilo da se radi o sakrivanju gubitaka ili prihoda za oporezivanje, pogotovo ako ne postoji dobar računovodstveni sistem i dobra revizija.[575]

Mada su izgubile „sklonost" ka finansijskim klasičnim katastrofama (masovnim bankrotstvima), naše banke se u najvećem delu (po broju i potencijalu) nalaze na ivici globalnog kolapsa.

Nije to posledica bankarske megalomanije, već brojnih kontroverzi i opšte klime u kojoj posluju banke, ali i njihovog, najvećim delom, nebankarskog ponašanja odredenog izuzetno slabim bankarskim menadžmentom i finansijskim marketingom.

Dok „bankarska industrija" u svetu 1990–tih godina pokazuje značajan napredak, ona kod nas pokazuje gotovo predsamrtno slabljenje svih oblika poslova. Sumomu sliku stvamog stanja našeg poslovnog bankarstva videli smo ranije u ovom radu. A upravo one moraju biti „hramovi" finansijske i razvojno–stabilizacione trezvenosti i stabilnosti (sigurnosti) privrednog i finansijskog sistema, posebno u jednoj privredi u razvoju kakva je naša (sa dominantnim značajem kredita banaka i bankarskog sistema).

Banke moraju same da udu u određene procese preko smanjivanja broja zaposlenih, velikom povećanju produktivnosti i eflkasnosti poslovanja, povećanjem provizija I makraada u ostalom poslovanju (ako ne i kamatnih stopa), uz brzo razvijanje novih proizvoda i usluga banaka. Rastući deo profita banaka razvijenih privreda rezultat je trgovine hartijama od vrednosti i operacijama na otvorenom (sekundarnom) tržištu, ali i deviznim poslovima. Snažno opada profit na fradicionalne poslove – uzimanja i davanja novca na zajam uz kamatu.[576]

---

575 Kontrola i regulisanje ponašanja banaka u skladu sa zakonom o bankama još nisu na zadovoljavajućem niovu (serija najnovijih bankarskih skandala štedionica, pljačkanja gradana, permanentna nelikvidnost brojnih banaka, nemogućnost raspolaganja novcem od strane vlasnika novca u bankama, insolventnost banaka i dr. samo su odredene manifestacije insolventnosti naj većeg broja banaka.

576 Novi mehanizmi finansijskog posredništva – kao što su penzioni fondovi, zajednički fondovi, osiguravajuća društva, fondovi sdocijalnog staranja, nisu razvijeni, što traži i duže vreme. Pri tome godišnje nestaje na stotine

Nove tehnologije i poslovi koje banke prihvataju pokrivaju stare bankarske strukture.

Banke su u razvijenim privredama izložene snažooj konkurenciji industrije hartija od vrednosti i drugih finansijskih institucija, koje nisu banke, ali nude proizvode i usluge potpuno slične bankarskim.

Banke su primorane da traže nove izvore prihoda, jer je bankarstvo postalo samo jedna vrsta finansijske usluge i to ona koja po mnogim kriterijumima i merilima naglo gubi pozicije u finansijskom sistemu u korist sve većeg broja različitih konkurenata.

Na strani izvora sredstava veliki broj vlasnika novca i štednje podigli su svoje depozite iz banaka i uložili ih u investicione fondove.

Sigurnost bankarskih depozita (i kamata) popuštaju pod profitima koji se ostvaruju na finansijskim tržištima.

Zajmotražioci, koji su se nekada direktno obraćali bankama za kredit, sada to sve manje rade, jer se direktno uključuju na finansijska tržišta emitujući komercijalne papire. Promene u informativnoj tehnologiji dovele su do velikih promena i u finansijskoj tehnologiji kroz proces sekjuritizacije (pretvaranje delova pasive u finansijske instrumente koji se zatim mogu prodavati na finansijskom tržišru). Sekjuritizacija time postaje i znatno veća promena od finansijske tehnologije, jer se stvara altemativni sistem bankama, po svojim efektima i profitima daleko efikasniji.[577]

Bez obaveze da drže odredeni koeficijent kapitala u odnosu na aktivu, nebankarske finansijske institucije postaju snažna konkurencija na strani aktive banaka. Banke, s druge strane, moraju da drže određeni rizični kapital (8%), što im smanjuje rizik od neizvršavanja obaveza, ali i profit od dugoročnih plasmana. Ovde sve više prestajepotreba za finansijskim posrednikom (bankom). Izbacivanje posrednika (dezintermedijacija) postaje široki proces. Banke nisu sposobne kao njihovi konkurenti da brzo i elastično reaguju na ove krupne promene.

Naši bankari hoće „tržišne banke", što je i normalno, ali će se ubrzo suočiti sa ovim procesima, čimi se razvije finansijsko tržište kod nas i različiti finansijski instrumenti (naravno, paralelno sa ekonomskim razvojem i per capita dohotkom, odnosno stvamo tržišnom stabilnošću naše ekonomije). U razvijenim privredama već je stvoren „paralelan bankarski sistem" zasnovan na money market mutual funđs–u, koji koristi sve prednosti banaka, ali i slobodnije ponašanje na tržištima novca, kapitala i politici kamata.

Banke kao merkantilističke relikvije (Stanton) imale su monopol na prikupljanje sredstava, dok su odredivanja kamata na depozite banaka (OECD posle rata naovamo), često kartelskim fiksiranjem kamatnih stopa, otklonile ili bile popuno zaštićene od konkurencije. Dobro je da bankari zagovaraju totalnu reformu finansijskog sistema, jer će njegovom reformom stvamo oživeti finansijsko tržište, a monopolski položaj banaka na njemu postati prošlost. Tada će se stvarno morati pojaviti kao tržišne banke,

---

američkih banaka i to ne samo male banke. U 1991. godini čak četiri od prvih deset banaka bile su predmet merdžera (spajanja).

577 U bankama SAD nalazi se oko 2,7 triliona dolara kao depoziti stanovništva, dok je u fondovima to naraslo na preko 2 triliona (fondovi direktno plasiraju novac štediša na tržište kapitala u akcije i obveznice).
Banke uvek moraju biti spremne da odredeni broj dužnika neće biti u stanju da otplaćuje dugove, zbog čega se traži da za svaki odobreni zajam treba da se izdvoji i odredena sigurnosna rezerva (rezervni kapital). Da bi se izbegla bankarska panika mnoge vlade traže implicitno garantovanje štednje u banakama. Sve su to dodatni troškovi banaka. Hartije od vrednosti nisu opterećene ovim rezervama. Hartije od vrednosti su likvidne i njihova se vrednost može utvrditi na tržištu. Paralelno s tim razvila su se sekundarna tržišta na kojima se kupuju i prodaju dugovi, kao i otplate hipoteka, kupo–prodaja nekretnina, potraživanja po kreditnim karticama, ali i sve druge vrste dugova, uz državne i druge obveznice, akcije, zapise i sl.C

sa stvarnom konkurentnom bankom u privredi sa novim vrstama usluga, njihovom kvalitetu, sredstvima, kreditima i dr.

Malo je bankara koji će, baveći se ovom temom „reforme bankarstva", konačno steći slavu. Obzirom na stanje našeg bankarstva, pre će se pojaviti kao njegovi grobari, a manje kao njegovi reformatori. Ovde će se sigumo javiti sukobi interesa starih i novih banaka, velikih i malih banaka i drugih finansijskih posrednika, banaka i osiguratelja, ali i otpora sve većoj potrebi jačanja propisa i regulativne funkcije (kontrole) Centralne banke.

Banke su kod nas već krenule u ponudi novih usluga koje nudi konkurencija, uz druge „nebankarske" klasične poslove (sopstvena preduzeća, zadruge, inostrana zastupanja, javne usluge, sponzorstva državnih zajmova, komunalne usluge i dr). Medutim, u nepripremljenom finansijsikom ambijentu i izostanku čvrste regulative ovih poslova sigurnost i solidnost tih banaka permanentno je ugrožena.[578]

Ograničenja i monopolsko pravo dato bankama na depozitno–kreditne poslove izolovala su ih od tržišta i konkurencije, ali će razvojem finansijskog tržišta i nebankarskih institucija doći do dalje erozije položaja banaka na tržištu. Tek tada se može očekivati stvama konkurencija i povećanje efikasnosti banaka, uz veću samostalno i prihvatanje potpunog rizika banaka. Mnogi smatraju da je za tržišno orijentisan bankarski sistem nužna i transformacija vlasničke strukture u bankama, pri čemu u uslovima monopola javne svojine u proizvodnom, prometnom i finansijskom sektoru nema osnova za tržišno orijentisano bankarstvo. Potrebna je „dovoljna kritična masa" privatne svojine u ova tri sektora da bi se razvio tržišni ambijent za poslovanje banaka. U našim uslovima već se razvila konkurencija vlasništva preko privatnih i „društvenih" banaka. Promena vlasničke strukture banaka vezana je za izmene strukture sredstava u društvenim bankama koje su dominantne (i do 96% kreditnog potencijala), što je direktno vezano za izmenu strukture vlasništva u realnom sektoru privrede (i stanovništva). Da li će ove banke, obzirom na vrlo nizak stepen rekreiranja potencijala, biti u stanju da se dovoljno efikasno uključe na finansijska tržišta i pofpuno izmene kvalitet i profitabilnost svoga poslovanja? Napred izvršena istraživanja ukazuju na činjenicu da će to biti dug, težak i vrlo spor proces,[579] paralelan sa razvojem institucija i instrumenata finansijskog tržišta, ali i osposobljavanjem javnog i privrednog sektora.

Ovaj proces će se odvijati u tri pravca:

1. Jačanjem depozita i štednje stanovništva kod banaka jača privatno (lično, kao nova, viša faza privatizacije) vlasništvo, čemu treba podesiti menadžment banaka;
2. Promenu vlasničke strukture preko akcionarstva, preko emisije dodatnih količina akcijskog kapitala, dokapitalizacijom;
3. Učešće stranih banaka i kapitala u domaćem finansijskom sektoru, stvaranjem stranih mešovitih banaka (sa stvarno uloženim inostranim kapitalom). Koncept otvaranja* filijala stranih banaka kod nas, smatramo, u ovoj fazi je neprihvatljiv

[578] Neopravdana koncentracija ekonomske moći u nekim bankama, blokada mnogih razvojnih procesa i odluka vlada, nesprovodenje monctarne politike, stvaranje neformalnog bankarskog lobija (interesantno povezanog, kartelskog karaktera) kao da nije dovoljan indikator i opomena Centralnoj banci da odlučno i samostalno upravlja i rukovodi reformom i kontrolom banaka.

[579] Društvene (stare) banke nisu dovoljno vitalne i uz očito vrlo spor proces njihove transformacije teško mogu da izdrže konkurenciju novih banaka neopterećenih starim političkim i drugim pogrešnim plasmanima, ali i deviznom štednjom. Postoji niz takvih banaka čija je vitalnost i solventnost slaba, da im *nikakvi dopinzi novog novca i kapitaia ne mogu izmeniti finansijsku situaciju.* Takve treba da budu eliminisane iz sistema, bilo putem preuzimanja, integracije, ali i stečaja, odnosno likvidacije.

(uz dobre efekte u pogledu poslovnosti, konkurencije, inovacije, likvidnosti, sigurnosti i dr., negativni efekti bi bili znatno veći).

2. BANKARSTVO U SVETU U PROCESU TRANSFORMACIJE

Ogroman iznos nenaplaćenih potraživanja i brdo dugova, blokiranje i sterilna upotreba ogromnog dela društvenog kapitala, zahtevaju urgentnu reformu bankarskog sistema (u svim privredama u franziciji). Mnoge banke su prema međunarodnim standardima potpuno insolventne.

Uobičajene mere u finansijskom rekonstruisanju (transformaciji) banaka obično se vezuju za sledeće procese:

1. Poništavanje dugova (pri čemu država preuzima na sebe loše plasmane banaka). Ovo bi značilo ogromno redistributivne transfere u brojna neperspektivna preduzeća –dužnike, a s druge strane amnestiju banaka za pogrešnu i promašenu depozitno–kredirnu politiku.
2. Transfer duga, pri čemu dužnička obaveza ostaje u preduzeću – dužniku, kao i preuzimanje dugova od strane odgovarajuće državne institucije, uz emisiju odgovarajućih hartija od vrednosti, za preuzeti dug.
3. Otplata dugova bankama, pri čemu se dugovi mogu otplaćivati i kroz proces bankrotstava preduzeća.

Nesposobnost preduzeća da vraćaju dugove bankama ugrožava solventnost banaka, zbog čega finansijsko restrukturisanje banaka uključuje i operacije zamene dugova za akcije (debt–equity swaps) između banaka i najzaduženijih preduzeća. U ovaj postupak se mogu uključiti samo perspektivna preduizeća i javna preduzeća. Sva seona mogu podeliti na tri grupe: 1) Zadužena, ali perspektivna, koja su kandidati za restrukturaciju i privatizaciju, 2) Neperspektivna preduzeća, koja su kandidati za zatvaranje, 3) Preduzeća u infrastrukturi i prirodnim monopolima, pri čemu treba da postoji jasna državna regulativa da bi se ova preduzeća transformisala u komercijalna preduzeća uslužnih delatnosti.

Ove mere trebalo bi da smanje teret dugova preduzeća u bankarskoj aktivi, pri čemu je dalji proces restrukturisanja funkcionalno vezan za novi menadžment u baekama i preduzećima, ali vezan za spoj kapitala novog upravljačkog sloja (sa punom odgovornošću) i kapitala kojim upravljaju u bankama i preduzećima. Ovaj proces nije ni na vidiku! Brzina reforme banaka će zavisiti direktno od raspoloživog broja bankarskih menadžment eksperata, uz potpuno drugačiju ulogu Centralne banke i države (snažna i operativna regulativa ovih procesa).

Opcija koja dominira u prestrukturisanju bankarskog sistema je: 1) Simultano restrukturisanje banaka i preduzeća, 2) Čišćenje bankarskih bilansa uz rekapitalizaciju banaka preko uništavanja državnih obveznica koje se finansiraju iz budžeta, 3) Privatizacija banaka preko novog akcijskog kapitala i rasta depozita privrede, 4) Restrukturisanja i

rekapitalizacija banaka (uz uključivanje zamene duga za ulog ili hartiju od vrednosti), 5) Privatizacija banaka uz isključivanje poznatog moral–hazarda kod društvenih banaka, 6) Svodenje postojećih državnih banaka na jezgro (i paralelan kolosek) uz formiranje oovih, svežih finansijskih institucija.

1) BANKARSKE PARADIGME I PROCESI TRANSFORMACIJE

Da li je potrebno i dalje davati dijagnozu stanja i stvarnog preživljavanja koja je sada dominantno na bankarskoj sceni Jugoslavije?

Da pogledamo kuda to ide i kakvi se procesi transformacije odvijaju u razvijenim privredama.

Procesi transfonnacije poslovnog bankarstva u razvijenim privredama po pravilu se vezuje za transformaciju komercijalnog i investicionog bankarstva SAD, V. Britanije, Nemačke i Japana. Postojanje dva različita tipa banaka (npr. SAD) obično se vezuje ili za fmansiranje preduzeća ili za tržišne finansijske instrumente (obveznice i akcije). Na oba modela utiču strukture finansiranja koje zavise od fiskalnih odnosa prema dividendi, kamati i profitu. Kada je u pitanju meditirano preduzeće, koje može da upadne u finansijske teškoce, za modernu banku, koja je prošla kroz transformacioni proces (paradigmu), najvažnije je to da se dotična banka ponaša ne samo kao poverilac nego i kao vlasnik i finansijski menadžer. Umesto da poveća kamatu da bi se banka osigurala od rizika, preduzetnička banka treba da smanji kamatu u cilju revitalizacije firme. Zbog toga američka i japanska preduzeća imaju sklonost prema bankarskom kreditu. Tada se, u pravilu, koristi tzv. leveridž efekat, pri čemu finansijski leveridž predstavlja metod za merenje rizika koji je uslovljen neizvesnošću budućeg neto dobitka kao prinosa na sopstvena poslovna sredstva. To je opredeljeno prisustvom fiksnih rashoda finansiranja (kamate) koji se ne mogu prilagoditi kratkoročnim fluktuacijama poslovnog dohotka. Banke u Jugoslaviji će bankrotirati, a ovu lekciju neće naučiti, iako je proces transformacije poslovnog bankarstva u tržišnim privredama već gotovo potpuno doveden do kraja.

Transformacioni procesi tržišnog poslovnog bankarstva baziraju se na civilizacijskom konstantama, kao što su mešovito vlasništvo, profitna motivisanostbanke, koncentracija banaka i permanentni upliv države na njihov rad sa stanovišta osnivanja novih banaka, njihove organizacije i strukture. U tom kontekstu, transformacija poslovnfih banaka je učvrstila poziciju privatnih banaka i inovaciju bankarskih poslova (kreditne karte, obavljanje računovodstvenih i infonnacionih poslova za svoje komitente, faktoring i lizing poslovi, depo poslovi itd), koji su profitonosno uslovljeni na dugi rok. Bankarstvo se danas tretira kao „bankarska industrija" koja „produkuje" i oploduje kapital.

Koncentracija banaka je proces snažno prisutan u modernom svetskom bankarstvu. Njegove osnovne sekularne tendencije su sledeće: 1) Koncentracija, 2) Univerzalizacija, 3) Ekspanzija bankarske aktivnosti i 4) Evolucija državnog intervencionizma. U suštini, to se svodi na inovaciju, deregulaciju, marketizaciju, dezintermedijaciju i konglomeraciju u savremenom bankarstvu. Taj proces po pravilu prati proces diversifikacije poslovnih jedinica i organizacionih delova banaka koja omogućava diversifikaciju finansijskih usluga u funkciji razvoja banke i stabilizacije privrednih tokova nacionalne ekonomije. Radi se u osnovi o tržišno osmišljenom konceptu koncentracije kapitala u cilju

„zagarantovanog" rasta banaka, tržišnog prodora na nova bankarska tržišta, jačanja bankarske konkurencije, imidža i goodwila banaka, što sve rezultira rastom bankarskih profita, rastom kapitala banaka i sigurnosti (stabilnosti) bankarskog sistema u celini.

Koliko su ovi procesi pristuni u našem poslovnom bankarstvu? Da li je i jedan od navedenih elemenata transformacije prisutan? Očito je, prateći rad i položaj naših banaka, da su navedeni tržišni procesi u bankarskoj sferi još daleko, da su banke inertne i gotovo klasične depozitno–kreditne institucije, nažalost sa sve slabijom depozitnom osnovom, pretvarajući se u čisto redistributivne instirucije Centralne banke.

2) SAVREMENO BANKARSTVO U PROCESU TRANSFORMACIJE

Najnovija faza u razvoju bankarstva (1900–ih) karakteristična je po procesu restrukturacije i velikih finansijskih inovacija. Dolazi do velikog zaokreta u bankarskom poslovanju, te promene su uslovljene sledećim faktorima:

1. Političkim odnosima i procesima u svetu,
2. Ekonomsko–finansijskim razlozima,
3. Inovacijama finansijskih instrumenata,
4. Motivima pravne i poslovne sigurnosti depozitno–kreditnih poslova,
5. Promenama u ponašanju bankarskih komitenata.
    a. Politički odnosi koji utiču na restrukturaciju banka odnose se u novijoj fazi na uspostavljanje monetarne unije u okviru EEZ, stvaranje jedinstvene valute (ECU), uz izjednačavanje dela instrumenata i uslova banaka. Internacionalizacija bankarskog poslovanja vezana je za istovremeni proces unifikacije poslovne filozofije banaka.
    Drugi, politički proces, vezan je za političke procese u Istočnoj Evropi koje prate i procesi restrukturacije banaka i njihove transformacije poslovanja ka tržišnim kretanjima. Banke sa gotovo distributivnih funkcija u procesu poslovanja privreda i banaka postepeno prelaze na tržišne mehanizme u poslovnoj politici.
    b. Ekonomski razlozi koji dovode do restrukturiranja banaka, odnose se na sve otvoreniji proces fuzije i kupovine banaka, posebno u Evropi i SAD, što je praćeno eksplozivnim širenjem potencijala banaka, izmeni strukture sredstava u njihovom kreditnom potencijalu, te pripreme banaka za sve veću konkurenciju na finansijskim tržištima sa „ostalim finansijskim (nebankarskim) institucijama". Konkurentska borba banaka postaje sve oštrija – kako na području prikupljanja depozita, tako i sistemom kreditiranja, ali i položajem i ponašanjem na finansijskom tržišru.[580]
    c. Pravni motivi odnose se na potrebu sve veće sigumosti poslovanja banaka, uz potrebu utvrdivanja stope kapitala banke u odnosu na aktivu banke, potrebnu strukturu sredstava, pravno regulisanje odnosa na medunarodnom planu i sl. U većini zemalja umesto podele banaka na

[580] Savremene banke se sve više „okreću" i uključuju u odredenu proizvodnju, sve su dominantniji uSesnici na tržištu novca i tržištu kapitala, berzanskim poslovima, uvozu i izvozu robe i tehnologija, finansiranju države, krupnim projektima i dr.

komercijalne i investicione sve više se prihvata tip univerzalne banke. To je praćeno i procesom diversifikacije poslova kojima se banka bave, većom elastičnošću sredstava kojima raspolažu, ali i većom elastičnošću kreditne politike banke.

d. Ponašanje komitenata banaka se vrlo brzo menja. Stepen obrazovanja stanovništva brzo raste, a paralelno s tim i njegova informisanost o funkcionisanju tržišta novca i hartija od vrednosti (berzansko poslovanje, kompjuterizacija, informaciona revolucija i dr.).
Stanovništvo sve manje koristi klasične bankarske depozite (oročena sredstva), uz minimalni rizik, a sve više se orijentiše na rizičnije investicije u hartije od vrednosti penzionih fondova, investicionih fondova, zajedničkih novčanih fondova, fondova **socijalnog osiguranja** i sl. U aktivi banaka dolazi do sve **većeg učešća hartija** od vrednosti (sekjuritizacija, „securisation), što predstavlja u izvesnom smislu zaštitu od rizika u plasmanu sredstava.

e. Dramatične i snažne promene u bankarstvu sveta dovode do velikih promena i u inovacijama finansijskih instrumenata, uz novi koncept bankarskog poslovanja. „Klasične banke postaju sve više finansijski servisi sveukupnih finansijskih usluga". Preduzeća (korporacije iz sfere proi2vodnje) postaju finansijske institucije koje pružaju finansijske i kreditne usluge, koje su se do sada smatrale isključivo bankarskim poslovima (robne kuće i njihovo finansijsko poslovanje s kupcima, udruženi proizvodni sistemi, udmženi investitori i dr.).

Dugogodišnji trend u bankarstvu, vezan za procese globalizacije, deregulacije i intemacionalizacije, sada se „dopunjava" restrakhiracijom banaka. Proces koncentracije u bankarstvu i stvaranje krupnih banaka (giganata) sve više se sada preusmerava na sigurnostposlovanja banaka, preventivnu kontrolu poslovanja banaka, pravila ponašanja idr.

Restrukturacija banaka i reforma bankarskog sistema u razvijenim privredama uglavnom se odvija u sledećim pravcima:

1. Jaeanje kapitalne snage banaka,
2. Omogućavanje otvaranja banaka u dmgim privredama u svetu,
3. Prestanak razlikovanja banaka na komercijalne i investicione banke, pri čemu je većina razvijenih privreda prihvatila tip univerzalne banke,
4. Omogućava se proizvodno4comercij alnim firmama da formiraju svoju banku,
5. Da bi se izbegla finansijska kriza i moguće masovno bankrotstvo banaka „rizična kreditna politika" se sve više stavlja pod kontrolu, posebno kod osiguranja depozita, dok se „moralna kriza" u poslovanju tretira u novom svetlu saznanja da „velike banke ne propadaju".
6. Vlade razvijenih država nastoje da osiguraju odgovarajućim instrumentima regulisanja da se uspostavi „izbalansirana finansijska sigumosna mreža" banaka, posebno u procesu stalnog restraktuisanja banaka,
7. Sve veće osiguranje depozita banaka,
8. Nova uloga centralne banke i njen veći uticaj na poslovne banke kao „kreditora u poslednjoj instanci",

9. Posredne garancije da velike finansijske institucije i poslovne banke ne mogu ići u stečaj i likvidaciju (zbog mogućih velikih potresa u bankarskom sistemu i mogućeg kraha finansijskog sistema),
10. Finansijski nadzor nad radom banaka,
11. Uspostavljanje veće finansijske discipline,
12. Veća kapitalna osnova banaka I kapitalizacija sredstava banaka.

Uz navedene nove elemente u razvoju banaka i bankarskog poslovanja sve otvoreniji je i proces „fuzije i kupovine" banaka na međunarodnom planu, što je posledica spajanja interesa krupnog finansijskog kapitala u sve oštrijoj međusobnoj konkurenciji.

3. SAVREMENE BANKE I MODERNA DRŽAVA

Funkcija savremenih banaka, sve raznovrsniji poslovi koje obavljaju, svrstavaju ih u krug organizacija od posebnog društvenog interesa. Funkcije kreiranja novca poslovi sa depozitima, davanje kredita, zadovoljavanje privrednih tokova kratkoročnim i dugoročnim sredstvima, poslovanje deviznim sredstvima i poslovi platnog prometa sa inostranstvom, nameću obavezu bankama da svoju poslovnu politiku uskladuju i podređuju osnovnim uslovima makroekonomske politike.

Sa tog stanovišta i poznata načela bankarskog poslovanja – likvidnost, sigurnost, rentabilnost i poverijivost, dobijaju posebno na značaju.

Osnovna karakteristika savremenog bankarstva je sve brži istovremeni proces:

1. Koncentracije u bankarstvu,
2. Đisperzije poslova banaka,
3. Internacionalizacija banaka,
4. Jačanje uticaja države u nadzoru i usmeravanju aktivnosti banaka,
5. Monopolizacija novčanih tržišta i tržišta kapitala preko bankarskog sistema.

Istovremeno se u bankarstvu javljaju i sledeće krupne promene:

1. Nacionalizacija centralnih banaka,
2. Podržavljenje najkrupnijih poslovnih i komercijalnih banaka,
3. Stvaranje krupnih finansijskih institucija i fondova (investicioni fondovi, starateljski fondovi, penzioni fondovi i dr.),
4. Stvaranje specijalizovanih državnih institucija za kontrolu rada banaka,
5. Proširenje uticaja države (direktno ili preko centralne banke) na poslovnu politiku banaka (politiku kredita i politiku sredstava, regulisanje likvidnosti, regulisanje strukture plasmana selektivnom kreditnom politikom, uticaj na visinu i strukturu kamatnih stopa, ograničavanje roka kredita banaka, oporezivanje kamata i dobiti i dr.),
6. Kontrola nad poslovima sa hartijama od vrednosti i osnovnim uslovima na tržištu novca i tržištu kapitala.[581]

[581] Dr S. Komazec: Bankarski Menadžment, Postdiplomske srudije, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.

Savremena država u sklopu ukupnog ekonomskog državnog intervencionizma, uz brojne sektore na koje deluje, vrlo snažno je prisutna i na području bankarstva. Centralne banke su uglavnom nacionalizovane, dok su druge pod strogom kontrolom. Država se već odavno direktno meša u poslove kojima se banke mogu baviti, direktno se upliće u politiku aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka, odreduje selektivne prioritetske namene u sistemu kreditiranja, odreduje (preko centralne banke) osnovne ciljeve monetarno–kreditne politike, obavezuje banke da kupuju državne hartije od vrednosti, favorizuje pojedine bankarske poslove podstičući ih i merama fiskalne politike i dr. Sve to ukazuje na činjenicu da se ni u razvijenim tržišnim privredama bankarskom sistemu ne dozvoljava da potpuno autonomno deluje. Istina, motiv profita kod banaka je i dalje dominantan, ali se sve više uvažavaju i opšti privredni tokovi i mere (ciljevi) opšte rzavojne politike. Evolucija bankarstva, kao područja od opšteg i posebnog interesa, dakle ne napušta do sada dominantan motiv profita. To se posebno odnosi na bankarstvo u razvijenim privredama koje je ostalo dominantno privatnog karaktera. Prisustvo kapitalističke države u modernom bankarstvu uglavnom ima za cilj sprečavanje stihije i masovnog stečaja banaka, održavanje poverenja deponenata u poslovnu politiku i bonitet banke, zadržavanje kontrole nad osnovnim privrednim i monetarnim tokovima, sprečavanje pojava monopolskog ponašanja, ko a procesa koncentracije i centralizacije kapitala i dr.[582]

Dominacija bankarskog kapitala u savremenim privredama, stalni procesi koncentracije i centralizacije, srastanje interesa finansijskog i industrijskog kapitala, te stvaranje finansijske oligarhije, praćeno je istovremenim procesom stvaranja krupnih internacionalnih banaka, procesom stvaranja multinacionalnih društava, uz istovremeni proces diverzifikacije poslova kojima se moderne banke sve više bave u redovnom poslovanju.

[582] Dr Slobodan Komazec, dr J. Kovač, dr Ž. Ristić: Bankarstvo i savremena ekonomija, ABC „Glas", Beograd 1994, str. 30.

GLAVA DESETA

KONKURENCIJA I KONCENTRACIJA U BANKARSTVU

1. KONKURENCIJA U BANKARSTVU

Konkurencija u svakoj tržišnoj privredi ima pozitivne efekte u „pročišćavanju tržišta" od nesposobnih ili manje sposobnih, odnosno nesolventnih banaka i drugih finansijskih institucija na tržištu. Konkurencija čini finansijsko tržište efikasnijim. Ona, istina, pretpostavlja i postojanje sredenih i stabilnih nacionalnih finansijskih sistema, uz zadovoljavajuće poverenje javnosti u finansijske institucije, instrumente i državnu regulativu.

Proces konkurencije u bankarstvu otvoren je deregulacijom i liberalizacijom u finansijskoj sferi. Cenovna konkurencija je najčešći oblik konkurencije u bankarstvu. To se odnosi na tržišno formiranje kamatnih stopa, strukturu kamatnih stopa, kamatnu maržu, proviziju, kvalitet usluga komitentima i dr.

Konkurencija u bankarstvu se razvija kroz nužni proces diferenciranja banaka preko osnovnih indikatora, posebno vezanih za likvidnost, efikasnih i profitabilnih banaka. U procesima vlasničke transformacije, osposobljavanja i revitalizacije bilansa banaka, promene strukfure sredstava i plasmana mora doći do fizičkog preuzimanja neefikasnih banaka od strane efikasnih, uz procese pročišćavanja aktive i pasive, izmenu bankarskog menadžmenta i poslovne politike novih banaka.

Deregulacija u bankarstvu i u finansijskom sektoru redovno vodi deregulaciji u kamatnom sistemu, kao što i proces deregulacije na tržištu roba i usluga vodi slobodnom (tržišnom) formiranju cena proizvoda i usluga.

Cenovna konkurencija u bankarstvu, koja traži veće razlike u kamatnim stopama banaka, posebno sa sektorom stanovništva, vodi opštem dizanju kamatnih stopa. Time cenovna konkurentnost postaje vrlo skupa operacija, koja često dovodi do ugrožavanja efikasnosti i ekonomičnosti banaka.

Ipak, nekontrolisana konkurencija izmedu banaka na finansijskom tržištu mogla bi da dovede do ekscesno visokih kamatnih marži, vrlo visokih kamatnih stopa i visokih profita banaka, što bi moglo da ugrozi privrednu aktivnost, investicije i sklonost preduzeća i stanovništva za pozajmljivanje kapitala kod banaka. Povećani rizici u bankarstvu upravo traže veću profitabilnost banaka i veće kapitalske koeficijente, što bi trka u visinu kamata (posebno u prikupljanju sredstava) i širenje lepeze kamatnih stopa, sigurno ugrozilo. Stoga monetarne vlasti obično prepuštaju potpunoj konkurenciji samo

usluge koje banke čine u finansijskoj sferi. Često banke u opštoj trci za depozitima i komitentima nekonfrolisano dižu kamatnu stopu (a druge skrivene dodatke na kamatnu stopu) privlačeći na taj način novi kapital. Takva trka kamata među bankama vodi ih sigumo u pad profitabilnosti, gubitak profita, sve slabiju likvidnost i kreditnu sposobnost, što pre ili kasnije završava kao nesolventnost banaka.

To često vodi opštem slomu (bankrotstvu) niza takvih banaka. Centralna banka i monetarna vlast iz tih razloga, ali i iz razloga da se spreče kartelski sporazumi, ograničava gornju visinu aktivne i pasivne kamatne stope poslovnih banaka, te njihovo ponašanje preusmerava unutar tako odredene granice kamatnih stopa. Pri tome se konkurencija usmerava na poboljšanje usluga banaka, novi odnos prema komitentima, bolji menadžment, efikasno upravljanje ukupnim sredstvima banke, kvalitetnoj selekciji plasmana i dr.

Deregulacija u bankarstvu, koja je prisutna u nizu bankarskih sistema sveta, povećava konkurentnu borbu među bankama, ali i opštu konkurentnost na finansijskim tržištima u finansijskom sistemu. To je dovelo do nove konkurencije na tri sektora:

1. Konkurencija izmedu klasičnih banaka i nebankarskih finansijskih institucija. Ove institucije sve više preuzimaju klasične bankarske poslove, uz sve veće njihovo učešće na finansijskom tržištu.
2. Banke se u konkurentskoj borbi sve više orijentišu na nove poslove, kako na finansijskom, tako i na realnom tržištu. Javljaju se konglomerati banaka i preduzeća, dok je granica izmedu banaka, osiguravajućih društava, penzionih fondova i ostalih finansijskih institucija postala sve manja.
3. Konkurencija u bankarstvu se izražava i kroz stalni proces diferencijacije banaka, kako u pogledu uspešnosti i profitabilnosti, tako i stečenog rejtinga medu bankama. Banke koje nisu u stanju da izdrže zdravu konkurenciju (a često i nelojalnu) ubrzo postaju neprofitabilne i nesolventne, te padaju pod stečaj ili bivaju preuzete od drugih banaka. Preuzimanjem tržišno manje sposobnih i nekonkurentnih banaka, uz preuzimanje kontrole nad njima, vrši se promena bankarskog menadžmenta, uz stvaranje nove poslovne filozofije, te nove strategije razvoja i konsolidacije banke.

Proces konkurencije u bankarstvu često dovodi i do dve krajnosti:

1. Destruktivna konkurencija, koja se provodi u cilju većeg učešća na finansijskom tržištu,
2. Nedovoljna konkurencija, koja vodi većim troškovima finansijskih usluga od optimalnih, ili konkurencijom uspostavljenih.

Svi navedeni procesi istovremeno vode i stvaranju univerzalnih banaka koje uključuju sve vrste poslova (finansijski supermarket), što im omogućava elastičniju politiku kamata, profita i plasmana u oštroj konkurentskoj borbi na sve selektivnijem finanslijskom tržištu.

2. KONCENTRACIJA KAPITALA I EFIKASNOST BANAKA

Koncentacija finansijskog kapitala u bankarskom sistemu je prirodni proces. Tendencija koncentracije kapitala u procesu kada „kapital stvara kapital", praćena je i koncentracijom banaka. To se odvija kroz proces povezivanja, spajanja, preuzimanja banaka i opšteg jačanja bankarskih institucija. Koncentracija kapitala i stvaranje velikih (krupnih) banaka javlja se kao pokretačka snaga u finansijskim inovacijama i tehnološkom progresu, finansiranju krupnih podataka i dr. Velike banke, nastale u tim procesima, znatno su popravile svoje ukupne poslovne performanse, a standarde usluga podigle na znatno viši konkurentni nivo. Koncentracija u bankarstvu, dakle, praćena je i sve oštrijom konkurencijom i borbom na finansijskim tržištima sa drugim nebankarskim finansijskim institucijama, posebno za nove klijente, sredstva, odnose sa državom i centralnom bankom. To je istovremeno borba za stvaranje što povoljnijeg imidža u bankarskom i finansijskom sistemu.

Konkurencija izmedu banaka, često i izrazito nelojalna, posebno preko kamatne politike, uslova deponovanja sredstava, rokova kredita, uslova povezivanja sa drugim bankama i finansijskim institucijama, još nije u stanju da otkloni velike probleme oko neefikasnosti finansijskog sektora.

Konkurencija i koncentracija u bankarstvu i poslovanju banaka u svim privredama u razvoju odvijale su se u nekoliko pravaca:

1. Bolja organizacija i upravljanje tržištima,
2. Nagli porast inovacija u savremenim bankama,
3. Brzi razvoj tehnološke infrastrukture i informatike u bankarstvu,
4. Pojava praćenja velikih projekata od strane niza banaka, koje pojedinačne banke ne bi mogle finansijski pratiti,
5. Povezivanje proizvodača i finansijera,
6. Razvojna povezanost sfere novca, kapitala i proizvodne sfere,
7. Harmonizacija regulative u bankarstvu i ujednačavanje njihovog poslovanja, instrumenata i poslova, i dr.

Koncentracija kapitala koja dobija ogromne razmere, vezana za proizvodnju i tržište kapitala, omogućava veću mobilnost i efikasnost finansijskog kapitala (banaka). To vodi povećanju profita privrede i banaka, uz znatno veću elastičnost (osetljivost) preduzeća i tržišta na kamate, dividende i druge oblike finansijskih instrumenata i tokova.

GLAVA JEDANAESTA

ZAKON O NARODNOJ BANCI SRBIJE[583]

Ovim zakonom uređuju se položaj, organizacija, ovlašćenja i funkcije Narodne banke Srbije, kao i odnos Narodne banke Srbije prema organima Republike Srbije, međunarodnim organizacijama i institucijama.

Za obaveze Narodne banke Srbije jemči Republika Srbija.

Narodna banka Srbije je centralna banka Republike Srbije koja obavlja funkcije utvrđene ovim i drugim zakonima.

Narodna banka Srbije je samostalna i nezavisna u obavljanju funkcija utvrđenih ovim i drugim zakonom i za svoj rad odgovorna je Narodnoj skupštini Republike Srbije (u daljem tekstu: Narodna skupština).

Osnovni cilj Narodne banke Srbije jeste postizanje i održavanje stabilnosti cena.

Narodna banka Srbije, pored osnovnog cilja, ima za cilj i očuvanje finansijske stabilnosti.

Narodna banka Srbije, ne do.vodeći u pitanje ostvarivanje svog osnovnog cilja, podržaće sprovođenje ekonomske politike Vlade Republike Srbije (u daljem tekstu: Vlada), poslujući u skladu s načelima tržišne privrede.

Narodna banka Srbije obavlja sledeće funkcije:

1. utvrđuje i sprovodi monetarnu politiku;
2. samostalno vodi politiku kursa dinara i, uz saglasnost Vlade, utvrđuje režim kursa dinara;
3. čuva i upravlja deviznim rezervama;
4. izdaje novčanice i kovani novac;
5. uređuje, kontroliše i unapređuje nesmetano funkcionisanje platnog prometa u zemlji i sa inostranstvom;
6. izdaje i oduzima dozvole za rad, vrši kontrolu boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija i donosi propise iz te oblasti;

6a) izdaje i oduzima dozvole, odnosno ovlašćenja za obavljanje delatnosti osiguranja, vrši kontrolu, odnosno nadzor nad obavljanjem te delatnosti i obavlja drute poslove, u skladu sa zakonom kojim se uređuje osiguranje;

7. obavlja zakonom utvrđene poslove za Republiku Srbiju
8. obavlja drute poslove utvrđene ovim i drugim zakonom u skladu s principima poslovanja centralnih banaka.

583 „Службени гласник РС”, бр. 72 од 18. јула 2003. године и бр. 55 од 21. маја 2004. године

Narodna banka Srbije je pravno lice.

Narodna banka Srbije ne upisuje se u registar pravnih lica. Sedište Narodne banke Srbije je u Beogradu.

Narodna banka Srbije ima statut, koji potvrđuje Narodna skupština.

Narodna banka Srbije može obrazovati filijale. Unutrašnja organizacija, delokrug, prava i dužnosti filijala utvrđuju se Statutom Narodne banke Srbije.

U sastavu Narodne banke Srbije, sa obavezama i odgovornostima utvrđenim ovim zakonom i Statutom Narodne banke Srbije, posluje specijalizovana organizacija pod nazivom: Narodna banka Srbije –Zavod za izradu novčanica i kovanog novca – Topčider, koja izrađuje novčanice i kovani novac.

Narodna banka Srbije može biti članica međunarodnih finansijskih organizacija i institucija i može sarađivati sa nacionalnim finansijskim i kreditnim institucijama radi izvršavanja svog osnovnog cilja i svojih funkcija.

Narodna banka Srbije može zastupati Republiku Srbiju u međunarodnim finansijskim organizacijama i institucijama i drugim oblicima međunarodne saradnje, uz saglasnost Vlade.

Organi Narodne banke Srbije su:

1. Monetarni odbor Narodne banke Srbije (u daljem tekstu: Monetarni odbor);
2. Guverner Narodne banke Srbije;
3. Savet Narodne banke Srbije (u daljem tekstu: Savet).

Monetarni odbor čine guverner i viceguverneri Narodne banke Srbije.

Monetarni odbor utvrđuje monetarnu politiku, a posebno utvrđuje:

1. uslove i način izdavanja kratkoročnih hartija od vrednosti;
2. uslove i način pod kojima Narodna banka Srbije sprovodi operacije na otvorenom tržištu i obavlja diskontne poslove;
3. politiku odobravanja kratkoročnih kredita;
4. politiku kursa dinara i, uz saglasnost Vlade, režim kursa dinara;
5. način upravljanja deviznim rezervama;
6. eskontnu stopu i druge kamatne stope Narodne banke Srbije;
7. osnovice za obračunavanje obavezne rezerve, stope obavezne rezerve, kao i način, uslove i rokove izdvajanja i korišćenja sredstava obavezne rezerve banaka kod Narodne banke Srbije;
8. mere za održavanje likvidnosti banaka i drugih finansijskih organizacija.

Guvernera bira Narodna skupština na predlog odbora Narodne skupštine nadležnog za finansije, na pet godina, s pravom ponovnog izbora.

Za guvernera može biti birano lice koje ispunjava opšte uslove za rad u državnim organima, ima visoku stručnu spremu, odgovarajuće radno iskustvo u oblastima ekonomije, finansija i bankarstva i koje se istaklo kao stručnjak ili naučni radnik u tim oblastima.

Guverner kome je prestao mandat nastavlja da obavlja poslove do izbora novog guvernera.

Guverner je nadležan i odgovoran za ostvarivanje ciljeva Narodne banke Srbije, a posebno za:

1. sprovođenje odluka Monetarnog odbora i Saveta;
2. organizaciju i poslovanje Narodne banke Srbije;

3. pripremanje akata iz nadležnosti Narodne banke Srbije;
4. donošenje akata iz nadležnosti Narodne banke Srbije koji zakonom nisu stavljeni u nadležnost Monetarnog odbora ili Saveta;
5. obavljanje drugih poslova utvrđenih ovim i drugim zakonom, ako nisu u suprotnosti sa osnovnim ciljem.

Guverner je dužan da članovima Saveta dostavi izveštaj o sprovođenju monetarne politike, izdavanju i oduzimanju dozvola za rad i kontroli boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija, donošenju propisa iz nadležnosti Narodne banke Srbije i drugim poslovima iz svoje nadležnosti, najkasnije u roku od sedam dana pre sednice Saveta.

Narodna banka Srbije ima tri do pet viceguvernera. Viceguvernere bira Savet na predlog guvernera, na pet godina, s pravom ponovnog izbora.

Guverner, na početku svog mandata, imenuje viceguvernera koji zamenjuje guvernera ako je sprečen da vrši svoju funkciju.

Guverner, radi obavljanja poslova iz nadležnosti Narodne banke Srbije, donosi propise i opšte akte, kao i pojedinačne akte, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Savet ima predsednika i četiri člana koje bira Narodna skupština, na pet godina, s pravom ponovnog izbora.

Narodna skupština bira predsednika i članove Saveta na predlog odbora Narodne skupštine nadležnog za finansije.

Savet, na predlog guvernera:

1. usvaja finansijski plan Narodne banke Srbije;
2. usvaja godišnji račun Narodne banke Srbije;
3. utvrđuje jedinstvenu tarifu po kojoj Narodna banke Srbije naplaćuje naknadu za izvršene usluge;
4. utvrđuje visinu zarada guvernera i viceguvernera Narodne banke Srbije;
5. utvrđuje listu radnih mesta sa posebnim ovlašćenjima i kriterijume određivanja visine zarada zaposlenih sa posebnim ovlašćenjima Narodne banke Srbije;
6. vrši izbor ovlašćenog revizora.

Savet po potrebi, a najmanje jednom godišnje, Narodnoj skupštini podnosi izveštaj o svom radu.

Članovi Saveta nisu zaposleni u Narodnoj banci Srbije.

Članovima Saveta Narodna banka Srbije isplaćuje naknadu.

Guverner, viceguverneri, članovi Saveta i zaposleni sa posebnim ovlašćenjima:

1. ne mogu biti poslanici u Narodnoj skupštini, članovi Vlade, funkcioneri političkih organizacija, odnosno članovi organa jedinica lokalne samouprave, sindikalnih organizacija, članovi upravnih ili nadzornih odbora, odnosno spoljni saradnici banaka, drugih / finansijskih organizacija i revizorskih organizacija ili drugih pravnih lica, koja kontroliše ili s kojima u obavljanju svojih funkcija Narodna banka Srbije sarađuje;
2. ne mogu imati akcije, osnivačke uloge ni dužničke hartije od vrednosti banaka, drugih finansijskih organizacija i revizorskih organizacija ili drugih pravnih lica, koja kontroliše ili s kojima u obavljanju svojih funkcija Narodna banka Srbije saraćuje.

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 Narodne banke Srbije;
7. utvrđivanjem mera za održavanje likvidnosti banaka i drutih 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;
11. obavljanjem drugih poslova utvrđenih ovim i drugim zakonom, ako nisu u suprotnosti sa osnovnim ciljem iz člana 3. ovog zakona.

Narodna banka Srbije može izdavati kratkoročne hartije od vrednosti koje glase na domaću ili stranu valutu, na osnovu odluke kojom se utvrđuju obim emisije, rokovi dospeća i drugi uslovi za izdavanje hartija od vrednosti, kao i način plasmana i isplate tih hartija.

Narodna banka Srbije operacije na otvorenom tržištu sprovodi kupovinom i prodajom hartija od vrednosti.

Narodna banka Srbije uređuje vrstu i kvalitet hartija od vrednosti, kao i uslove i način pod kojima kupuje i prodaje te hartije.

Narodna banka Srbije može kupovati od banaka hartije od vrednosti.

Narodna banka Srbije može kupljene hartije od vrednosti prodavati i pre isteka roka njihovog dospeća.

Narodna banka Srbije uređuje vrstu i kvalitet hartija od vrednosti, kao i uslove i način pod kojima kupuje i prodaje te hartije.

Narodna banka Srbije može bankama odobravati kredite s rokom dospeća do godinu dana, na osnovu zaloge portfelja hartija od vrednosti.

Narodna banka Srbije uređuje vrstu i kvalitet hartija od vrednosti na osnovu kojih odobrava kredite iz stava 1. ovog člana, kao i uslove i način odobravanja tih kredita.

Narodna banka Srbije može odobravati Republici Srbiji kredite radi finansiranja privremene nelikvidnosti budžeta, nastale usled neuravnoteženih kretanja u prihodima i rashodima tokom izvršenja budžeta.

Krediti mogu se odobravati u okvirima utvrđene monetarne politike, a najviše u iznosu do 5% prosečnih budžetskih prihoda u poslednje tri godine, pri čemu ukupan iznos duga Republike Srbije nastalog po tom osnovu ne može biti veći od trostrukog iznosa propisanog minimalnog osnovnog kapitala i sredstava posebnih rezervi Narodne banke Srbije.

Kredite Republika Srbija dužna je da vrati Narodnoj banci Srbije do kraja tekuće budžetske godine.

Narodna banka Srbije utvrđuje visinu obavezne rezerve banaka propisivanjem stope obavezne rezerve, vrste depozita i drugih sredstava na koja se ta stopa primenjuje.

Narodna banka Srbije može visinu obavezne rezerve iz stava 1. ovog člana utvrditi i za druge finansijske organizacije.

Narodna banka Srbije može utvrditi i diferencirane stope obavezne rezerve, zavisno od vrste i ročnosti depozita i drugih sredstava.

Narodna banka Srbije utvrđuje eskontnu stopu Narodne banke Srbije.

Narodna banka Srbije utvrđuje kamatne stope na plasmane i druga potraživanja Narodne banke Srbije, kao i kamatne stope na sredstva na koja Narodna banka Srbije plaća kamatu i propisuje način obračuna, naplate i plaćanja kamate.

Izuzetno, Narodna banka Srbije posebnim ugovorom sa Republikom Srbijom utvrđuje visinu kamatnih stopa na sredstva Republike Srbije na koja Narodna banka Srbije plaća kamatu.

Pod drugim potraživanjima podrazumevaju se i sredstva izdvojena kod Narodne banke Srbije koja su manja od propisanih.

Kamatne stope na plasmane i druga potraživanja Narodne banke Srbije ne mogu biti niže od eskontne stope.

Narodna banka Srbije, radi održavanja likvidnosti banaka, može propisati:

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

Narodna banka Srbije može utvrditi minimalne uslove kreditne sposobnosti banaka, u poslovanju sa Narodnom bankom Srbije.

Narodna banka Srbije samostalno vodi politiku kursa dinara. Narodna banka Srbije, uz saglasnost Vlade, utvrđuje režim kursa dinara.

Narodna banka Srbije kupuje i prodaje devize i efektivni strani novac na deviznom tržištu u cilju usmeravanja kretanja kursa dinara i održavanja nivoa deviznih rezervi.

Narodna banka Srbije može kupovati i prodavati devize i efektivni strani novac na deviznom tržištu i radi održavanja likvidnosti plaćanja prema inostranstvu.

Narodna banka Srbije propisuje:

1. uslove i način intervencije Narodne banke Srbije na deviznom tržištu;
2. uslove i način obavljanja platnog prometa sa inostranstvom;
3. način vođenja devizne štedne knjižice i deviznog računa;
4. vrstu deviza i efektivnog stranog novca koje kupuje i prodaje na deviznom tržištu.

Narodna banka Srbije može, u skladu sa utvrđenom monetarnom politikom, bankama propisati obavezu da drže određeni iznos u devizama na računu kod Narodne banke Srbije ili kod stranih banaka.

Narodna banka Srbije može od domaćih i stranih banaka primati depozite u devizama.

Narodna banka Srbije može se, radi premošćavanja tekućih neravnomernosti u prilivu i odlivu deviza, zaduživati u inostranstvu u svoje ime i za svoj račun, sa rokom otplate do godinu dana.

Izuzetno, Narodna banka Srbije može se kod Međunarodnog monetarnog fonda zaduživati sa rokom otplate dužim od godinu dana.

Narodna banka Srbije može se zaduživati u inostranstvu u svoje ime, a za račun Republike Srbije, sa rokom otplate dužim od godinu dana, na osnovu posebnog zakona.

Devizne rezerve Narodne banke Srbije čine:

1. potraživanja Narodne banke Srbije na računima u inostranstvu;
2. hartije od vrednosti koje glase na strane novčane jedinice kojima raspolaže Narodna banka Srbije;
3. specijalna prava vučenja i rezervna pozicija kod Međunarodnog monetarnog fonda;
4. zlato i drugi plemeniti metali;
5. efektivni strani novac.

Narodna banka Srbije odlučuje o načinu formiranja, upravljanja, korišćenja i raspolaganja deviznim rezervama iz člana 49. ovog zakona na način koji je najbolje prilagođen monetarnoj i deviznoj politici i kojim se doprinosi nesmetanom ispunjenju obaveza Republike Srbije prema inostranstvu.

Narodna banka Srbije kupuje i prodaje devize u inostranstvu radi obezbeđenja odgovarajuće valutne strukture deviznih rezervi.

Zlatom, u smislu ovog zakona, smatraju se zlatne poluge i kovano zlato.

Narodna banka Srbije može da izvozi i iznosi u inostranstvo i da uvozi i unosi iz inostranstva zlato u neprerađenom i kovanom obliku.

Novčana jedinica Republike Srbije jeste dinar, koji se deli na 100 para.

Narodna banka Srbije ima isključivo pravo izdavanja novčanica i kovanog novca u Republici Srbiji.

Sve novčane obaveze iz poslova zaključenih u Republici Srbiji između preduzeća, drugih domaćih pravnih lica i građana, izražavaju se u dinarima i izvršavaju sredstvima plaćanja koja glase na dinare, ako zakonom nije drukčije određeno.

Narodna banka Srbije izdaje novčanice i kovani novac, utvrđuje apoene i osnovna obeležja novčanica i kovanog novca.

Natpisi i tekstovi na novčanicama i kovanom novcu ispisuju se ćiriličnim i latiničnim pismom.

Narodna banka Srbije donosi odluke o puštanju u opticaj i povlačenju iz opticaja novčanica i kovanog novca.

Guverner utvrđuje način i uslove povlačenja pohabanih novčanica i zamene oštećenih novčanica i kovanog novca, čije troškove snosi Narodna banka Srbije.

Narodna banka Srbije, uz prethodno pribavljenu saglasnost Vlade, donosi odluku o izdavanju novčanica za vanredne potrebe zemlje nastale usled neposredne ratne opasnosti, u slučaju ratnog ili vanrednog stanja.

Falsifikati papirnih novčanica i falsifikovani ili oštećeni (probušeni) kovani novac nisu zakonsko sredstvo plaćanja.

Novčanice i kovani novac iz stava 1. ovog člana predaju se Narodnoj banci Srbije bez naknade.

Narodna banka Srbije uređuje i unapređuje platni promet u zemlji, kontroliše obavljanje platnog prometa u bankama i obavlja druge poslove platnog prometa u zemlji, u skladu sa zakonom.

Narodna banka Srbije vodi sistem konsolidovanog računa trezora, za dinarska i devizna sredstva, kao i druge račune utvrđene zakonom.

Narodna banka Srbije snabdeva banke i druge finansijske organizacije novčanicama i kovanim novcem.

Banke i druge finansijske organizacije snose troškove nabavke novčanica i kovanog novca.

Narodna banka Srbije može, na osnovu ugovora ili zakona, obavljati za Republiku Srbiju poslove u vezi s hartijama od vrednosti, zaduživanjem i druge poslove.

Za obavljanje poslova Narodna banka Srbije ne naplaćuje naknadu Republici Srbiji.

Izuzetno ugovorom o obavljanju poslova može se ugovoriti plaćanje naknade.

Narodna banka Srbije izdaje i oduzima dozvole za rad, vrši kontrolu boniteta i zakonitosti poslovaNja banaka i drugih finansijskih organizacija i preduzima druge mere u skladu sa zakonom kojim se uređuje poslovanje banaka i drugih finansijskih organizacija.

Pri vršenju kontrole Narodna banka Srbije ima pravo uvida u poslovne knjige i drugu dokumentaciju banaka i drugih finansijskih organizacija, kao i pravnih lica koja su s bankom, odnosno drugom finansijskom organizacijom koja je predmet kontrole povezana imovinskim, upravljačkim ili poslovnim odnosima.

Narodna banka Srbije sarađuje sa stranim institucijama nadležnim za kontrolu poslovanja banaka i domaćim organima i institucijama nadležnim za nadzor u oblasti finansijskog poslovanja, u cilju unapređenja kontrolne funkcije Narodne banke Srbije.

Narodna banka Srbije može banci, na njen zahtev, dati ovlašćenje za obavljanje poslova platnog prometa i kreditnih poslova sa inostranstvom ako utvrdi da ta banka ispunjava uslove za obavljanje tih poslova koje propisuje Narodna banka Srbije.

Narodna banka Srbije vodi registar banaka ovlašćenih za obavljanje poslova sa inostranstvom, registar predstavništava i drugih oblika finansijske delatnosti domaćih banaka i drugih finansijskih organizacija u inostranstvu i registar predstavništava i drugih oblika finansijskih delatnosti stranih banaka i drugih finansijskih organizacija u zemlji.

Narodna banka Srbije može da propiše obavezu za banke i druge finansijske organizacije da evidentiraju, prikupljaju, obrađuju i dostavljaju određene podatke.

Narodna banka Srbije, radi efikasnog izvršavanja ciljeva i funkcija, razvija automatizovane informacione sisteme i propisuje način i uslove uključivanja banaka i drutih finansijskih organizacija u te sisteme.

Narodna banka Srbije sastavlja bilanse i izveštaje na osnovu podataka dobijenih od banaka i drugih finansijskih organizacija, sopstvenih baza podataka i automatizovanih informacionih sistema, u skladu sa zakonom.

Narodna banka Srbije dostavlja program monetarne politike za narednu godinu Narodnoj skupštini, radi informisanja, najkasnije do 15. decembra tekuće godine.

Narodna banka Srbije podnosi Narodnoj skupštini, najkasnije do 30. juna naredne godine, izveštaj o poslovanju i rezultatima rada i izveštaj o monetarnoj politici, uz obrazloženje svih faktora koji su uticali na sprovođenje monetarne politike.

Narodna banka Srbije podnosi Narodnoj skupštini godišnji izveštaj o stanju u bankarskom i ukupnom finansijskom sistemu zemlje, najkasnije do 30. septembra naredne godine.

Guverner prisustvuje sednicama Vlade na kojima se razmatraju pitanja u vezi sa ostvarivanjem ciljeva i funkcija Narodne banke Srbije.

Ministarstvo nadležno za poslove finansija dostavlja Narodnoj banci Srbije, radi davanja mišljenja, nacrte zakona i drugih propisa vezanih za ciljeve i funkcije Narodne banke Srbije.

Ministarstvo nadležno za poslove finansija dostavlja Narodnoj banci Srbije, radi davanja mišljenja, Nacrt memoranduma o budžetu, ekonomskoj i fiskalnoj politici i nacrt zakona kojim se uređuje budžet u skladu sa rokovima propisanim zakonom kojim se uređuje budžetski sistem.

Imovinu Republike Srbije koju koristi Narodna banka Srbije čine dinarski i devizni kratkoročni i dugoročni plasmani, devizna sredstva, hartije od vrednosti, ostala aktiva i imovinska prava u posedu Narodne banke Srbije, pokretne i nepokretne stvari i novčana sredstva na žiro–računu Narodne banke Srbije.

Guverner donosi akte o pribavljanju, upravljanju, korišćenju i raspolaganju imovinom, osim o otuđenju nepokretnih stvari.

Narodna banka Srbije ostvaruje prihode:

1. od kamate i drugih prihoda na sredstva deponovana u inostranstvu;
2. od kamate na kredite i na plasmane iz primarne emisije;
3. od naknada za vršenje usluga;
4. kupovinom i prodajom hartija od vrednosti;
5. od pozitivnih kursnih razlika;
6. ostale prihode koje ostvaruje svojim poslovanjem i poslovanjem specijalizovane organizacije u svom sastavu.

Iz prihoda koje Narodna banka Srbije ostvari, podmiruju se:

1. kamate i drugi troškovi po inostranim kreditima;
2. kamate na sredstva koja se drže kod Narodne banke Srbije;
3. kamate i drugi troškovi po hartijama od vrednosti;
4. troškovi izrade novčanica i kovanog novca;
5. materijalni i nematerijalni troškovi i troškovi amortizacije;
6. negativne kursne razlike;
7. zarade zaposlenih u Narodnoj banci Srbije;
8. ostali troškovi koje Narodna banka Srbije ima u svom poslovanju i u poslovanju specijalizovane organizacije u svom sastavu.

Kapital Narodne banke Srbije sastoji se od osnovnog kapitala i posebnih rezervi.

Minimalni osnovni kapital Narodne banke Srbije iznosi 10.000.000.000,00 dinara i formira se iz viška prihoda nad rashodima Narodne banke Srbije.

Posebne rezerve formiraju se iz viška prihoda nad rashodima u visini do 30% ostvarenog viška prihoda nad rashodima Narodne banke Srbije, a najviše u iznosu do vrednosti osnovnog kapitala Narodne banke Srbije.

Preostali iznos viška prihoda nad rashodima, umanjen za iznos nerealizovanih prihoda, a posle izdvajanja za posebne rezerve, čini prihod budžeta Republike Srbije.

Višak rashoda nad prihodima pokriva se iz posebnih rezervi, a ako ta sredstva nisu dovoljna, iz budžeta Republike Srbije ili izdavanjem hartija od vrednosti koje za tu svrhu izdaje Republika Srbija i prenosi Narodnoj banci Srbije.

Plaćanje po osnovu prenosa hartija od vrednosti iztgava 5. –ovog čžgna Narodna banka Srbije vrši iz viška prihoda nad rashodima koje ostvari u narednom periodu.

Sredstva za posebne rezerve predviđaju se finansijskim planom, a konačno utvrđuju godišnjim računom Narodne banke Srbije. O upotrebi sredstava posebnih rezervi odlučuje guverner.

Godišnji račun Narodne banke Srbije sačinjava se u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija i međunarodnim računovodstvenim standardima.

Savet godišnji račun Narodne banke Srbije, s izveštajem ovlašćenog revizora, dostavlja Narodnoj skupštini do 30. juna naredne godine.

Narodna banka Srbije dostavlja finansijski plan za narednu godinu Narodnoj skupštini najkasnije do 31. decembra tekuće godine.

Revizija godišnjeg računa vrši se na način utvrđen zakonom kojim se uređuje revizija godišnjeg računa i međunarodnim računovodstvenim standardima.

Organizacija i rad Narodne banke Srbije bliže se uređuju Statutom, a naročito:

1. unutrašnja organizacija i rad Narodne banke Srbije;
2. delokrug organizacionih jedinica u Narodnoj banci Srbije i njihovi međusobni odnosi;
3. prava, obaveze i odgovornosti zaposlenih u Narodnoj banci Srbije u obavljanju poslova i zadataka.

Na prava i obaveze iz radnog odnosa zaposlenih u Narodnoj banci Srbije primenjuje se zakon kojim se uređuju položaj i prava zaposlenih u državnim organima, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Prijem u radni odnos u Narodnoj banci Srbije i izbor zaposlenih sa posebnim ovlašćenjima vrši guverner.

Zaposleni sa posebnim ovlašćenjima iz stava 1. ovog člana podležu ponovnom izboru svake pete godine.

Zaposleni i članovi Saveta ne mogu se u obavljanju poslova rukovoditi svojim političkim opredeljenjima.

Zaposleni Narodne banke Srbije i članovi Saveta dužni su da čuvaju državnu, vojnu, službenu i poslovnu tajnu bez obzira na način na koji su je saznali.

GLAVA DVANAESTA

ZAKON O BANKAMA[584]

Ovim zakonom uređuju se osnivanje, poslovanje i organizacija banaka, način upravljanja bankama, kao i kontrola i prestanak rada banaka.

Banka je akcionarsko društvo sa sedištem u Republici Srbiji, koje ima dozvolu za rad Narodne banke Srbije i obavlja depozitne i kreditne poslove, a može obavljati i druge poslove u skladu sa zakonom.

Strana banka je pravno lice sa sedištem van Republike Srbije koje je, u skladu sa propisima države porekla, osnovano i u registar nadležnog organa te države upisano kao banka, koje poseduje dozvolu za rad regulatornog tela te države i koje obavlja depozitne i kreditne poslove.

Filijala je organizacioni deo banke, bez statusa pravnog lica, koji obavlja poslove koje može obavljati banka u skladu sa ovim zakonom.

Predstavništvo je organizacioni deo banke u inostranstvu ili strane banke u Republici Srbiji, bez statusa pravnog lica, koji ne obavlja poslove koje može obavljati banka, već poslove istraživanja tržišta, i koji predstavlja banku, odnosno stranu banku čiji je deo.

Regulatorno telo je nacionalno telo države koje je propisima te države ovlašćeno da daje i oduzima dozvole za rad licima u finansijskom sektoru ili vrši kontrolu ovih lica, odnosno nadzor nad tim licima.

Država porekla je država u kojoj su strana banka ili drugo lice u finansijskom sektoru osnovani i u kojoj su dobili dozvolu za rad.

Depozit ima značenje utvrđeno u zakonu kojim se uređuje osiguranje depozita.

Kredit ima značenje utvrđeno u zakonu kojim se uređuju obligacioni odnosi.

Lice u finansijskom sektoru je banka, društvo za osiguranje, pokrovitelj emisije hartija od vrednosti, društvo za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima, brokersko–dilersko društvo, privredno društvo koje obavlja poslove finansijskog lizinga, kao i drugo pravno lice koje se pretežno bavi finansijskom delatnošću u zemlji ili inostranstvu.

Indirektno vlasništvo označava mogućnost lica koje nema direktno vlasništvo u pravnom licu da efektivno ostvari vlasnička prava u tom licu koristeći vlasništvo koje drugo lice direktno ima u tom pravnom licu.

Učešće označava kvalifikovano, znatno i kontrolno učešće.

Kvalifikovano učešće postoji kada jedno lice ima:

---

584 Службени гласник РС", број 107 од 2. децембра 2005. године.

1. direktno ili indirektno pravo ili mogućnost da ostvari najmanje 5% glasačkih prava u pravnom licu, odnosno direktno ili indirektno vlasništvo nad najmanje 5% kapitala tog pravnog lica, ili
2. mogućnost efektivnog vršenja uticaja na upravljanje pravnim licem ili na poslovnu politiku tog lica.

Znatno učešće postoji kada jedno lice ima:

1. direktno ili indirektno pravo ili mogućnost da ostvari najmanje 20% glasačkih prava u pravnom licu, odnosno direktno ili indirektno vlasništvo nad najmanje 20% kapitala tog pravnog lica, ili
2. mogućnost efektivnog vršenja znatnog uticaja na upravljanje pravnim licem ili na poslovnu politiku tog lica.

Kontrolno učešće postoji kada jedno lice ima:

1. direktno ili indirektno pravo ili mogućnost da ostvari najmanje 50% glasačkih prava u pravnom licu, odnosno direktno ili indirektno vlasništvo nad najmanje 50% kapitala tog pravnog lica, ili
2. mogućnost izbora najmanje polovine članova upravnog odbora ili drutog organa rukovođenja i upravljanja tog pravnog lica, ili
3. mogućnost efektivnog vršenja dominantnog uticaja na upravljanje pravnim licem ili na poslovnu politiku tog lica.

Matično društvo pravnog lica je društvo koje u tom licu ima kontrolno učešće.

Zavisno društvo pravnog lica je društvo u kome to lice ima kontrolno učešće.

Pridruženo društvo pravnog lica je društvo u kome to lice ima znatno učešće.

Podređeno društvo pravnog lica je zavisno ili pridruženo društvo tog lica.

Grupa društava je grupa koju čine najviše matično društvo pravnog lica, njegova podređena društva i pridružena društva zavisnih društava pravnog lica.

Najviše matično društvo grupe društava je pravno lice u kome nijedno drugo pravno lice nema kontrolno učešće.

Bankarska grupa je grupa društava koju čine isključivo lica u finansijskom sektoru i u kojoj najmanje jedna banka ima svojstvo najvišeg matičnog društva ili svojstvo zavisnog društva.

Bankarski holding je najviše matično društvo u bankarskoj grupi koje nije banka. Ako se najviše matično društvo ne može pouzdano utvrditi, utvrđuje ga Narodna banka Srbije.

Povezana lica su lica koja ispunjavaju najmanje jedan od sledećih uslova:

1. da su dva ili više pravnih ili fizičkih lica povezana tako da jedno od njih ima učešće u drugom pravnom licu;
2. da su dva ili više pravnih ili fizičkih lica među kojima ne postoji odnos iz tačke 1) ovog stava povezana tako da postoji mogućnost da se usled pogoršanja ili poboljšanja finansijskog položaja jednog lica pogorša ili poboljša finansijski položaj drugog ili drugih lica a Narodna banka Srbije proceni da postoji i mogućnost prenosa gubitka, dobiti ili kreditne sposobnosti;
3. da su pravno i fizičko lice povezani tako da je fizičko lice punomoćnik pravnog lica;

4. da su dva ili više pravnih i fizičkih lica povezana tako da je fizičko lice član upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja drugog ili drugih pravnih lica;
5. da su dva ili više pravnih i fizičkih lica povezana tako da su članovi porodice fizičkog lica članovi upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja drugog ili drugih pravnih lica;
6. da su članovi porodice fizičkih lica koja su članovi upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja ili lica s posebnim ovlašćenjima i odgovornostima jednog pravnog lica istovremeno članovi upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja ili lica s posebnim ovlašćenjima i odgovornostima drugog ili drugih pravnih lica.

Lica povezana s bankom su:

1. članovi bankarske grupe u kojoj je banka;
2. članovi upravnog i izvršnog odbora banke, članovi organa upravljanja i rukovođenja člana bankarske grupe u kojoj je banka, zaposleni u banci, kao i članovi porodice ovih lica;
3. lica sa učešćem u banci i u licima koja su članovi bankarske grupe u kojoj je banka, kao i članovi porodice ovih lica;
4. pravna lica u kojima lica iz tač. 2) i 3) ovog stava imaju kontrolno učešće.

Članovi porodice imaju značenje utvrđeno u zakonu kojim se uređuju privredna društva.

Potkapitalizovana banka je banka čiji je pokazatelj adekvatnosti kapitala niži od propisanog, odnosno čiji je kapital niži od propisanog, ali koja nije znatno potkapitalizovana banka.

Znatno potkapitalizovana banka je banka čiji je pokazatelj adekvatnosti kapitala za trećinu ili više niži od propisanog, odnosno čiji je kapital za trećinu ili više niži od propisanog, ali koja nije kritično potkapitalizovana banka.

Kritično potkapitalizovana banka je banka čiji je pokazatelj adekvatnosti kapitala za polovinu ili više niži od propisanog, odnosno čiji je kapital za polovinu ili više niži od propisanog.

Banka može, u skladu sa zakonom, obavljati sledeće poslove:

1. depozitne poslove (primanje i polaganje depozita);
2. kreditne poslove (davanje i uzimanje kredita);
3. devizne, devizno–valutne i menjačke poslove;
4. poslove platnog prometa;
5. izdavanje platnih kartica;
6. poslove s hartijama od vrednosti (izdavanje hartija od vrednosti, poslovi kastodi banke i dr.);
7. brokersko–dilerske poslove;
8. izdavanje garancija, avala i drugih oblika jemstva (garancijski posao);
9. kupovinu, prodaju i naplatu potraživanja (faktoring, forfeting i dr.);
10. poslove zastupanja u osiguranju;
11. poslove za koje je ovlašćena zakonom;
12. druge poslove čija je priroda srodna ili povezana s poslovima iz tač. 1) do 11) ovog stava a u skladu sa osnivačkim aktom i statutom banke.

Niko osim banke ne može se baviti primanjem depozita. Niko osim banke ne može se baviti davanjem kredita i izdavanjem platnih kartica, osim ako je za to ovlašćen zakonom.

OSNIVANJE BANKE

Banka se osniva kao akcionarsko društvo.

Banku mogu osnovati domaća i strana pravna i fizička lica (osnivači banke).

Osnivači banke obezbeđuju sredstva za osnivački kapital banke.

Sredstva iz stava 1. ovog člana mogu biti u novčanom i nenovčanom obliku (stvari i prava koji su u funkciji poslovanja banke).

Novčani deo osnivačkog kapitala banke ne može biti manji od 10.000.000 evra u dinarskoj protiwrednosti, prema zvaničnom srednjem kursu na dan uplate.

Osnivači banke ne mogu povlačiti sredstva uložena u osnivački kapital banke.

Na procenu uloga u stvarima i pravima koji su u funkciji poslovanja banke primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva koje se odnose na akcionarsko društvo.

Osnivački akt banke sadrži:

1. poslovno ime i sedište pravnog lica osnivača banke, odnosno ime i prebivalište fizičkog lica osnivača banke;
2. poslovno ime i sedište banke;
3. iznos ukupnog osnivačkog kapitala banke u novčanom i nenovčanom obliku, kao i udeo svakog osnivača u tom kapitalu;
4. rok do kog su osnivači banke dužni da uplate novčana sredstva, odnosno da nenovčana sredstva prenesu u osnivački kapital banke;
5. prava, obaveze i odgovornosti osnivača banke;
6. broj akcija banke i njihovu nominalnu vrednost kod prvog izdavanja, vrste i klase akcija koje je banka ovlašćena da izda, kao i prava iz akcija svake klase;
7. poslove koje banka obavlja;
8. način pokrića gubitka banke;
9. način rešavanja sporova među osnivačima banke;
10. prava osnivača banke u slučaju statusnih promena banke;
11. ukupni ili procenjeni iznos troškova u vezi sa osnivanjem banke;
12. drute elemente, odnosno podatke.

Banka ima statut. Statut banke sadrži:

1. organizaciju i način poslovanja banke;
2. pitanja o kojima odlučuje skupština banke;
3. pitanja o kojima odlučuju druti organi banke, sastav i postupak odlučivanja ovih organa, kao i mandat članova tih organa;
4. mere i odgovornost organa banke za obezbeđenje likvidnosti i solventnosti banke;
5. prava, obaveze i odgovornost članova upravnog i izvršnog odbora banke i drugih lica s posebnim ovlašćenjima i odgovornostima utvrđenih statutom banke;

6. ovlašćenje za potpisivanje i zastupanje banke;
7. način vršenja unutrašnje kontrole i unutrašnje revizije banke;
8. podatke i isprave koji se smatraju poslovnom tajnom banke i način postupanja s tim podacima i ispravama;
9. druge elemente, odnosno podatke.

Narodna banka Srbije može propisati da statut banke sadrži i druge obavezne elemente, odnosno podatke.

Dozvolu za rad banke Narodna banka Srbije daje posle davanja preliminarnog odobrenja i podnošenja zahteva za davanje ove dozvole.

Uz zahtev osnivači banke dostavljaju:

1. dokaz o uplati novčanog dela osnivačkog kapitala, kao i dokaz o prenosu nenovčanih sredstava u osnivački kapital banke i izjavu o poreklu tih sredstava;
2. dokaze o tome da su obezbedili: odgovarajući poslovni prostor i nabavili i pripremili opremu za nesmetano poslovanje banke, da taj prostor ispunjava zakonom utvrđene uslove što se tiče tehničke opremljenosti, zaštite na radu i zaštite i unapređenja životne sredine, kao i da taj prostor i ta oprema omogućavaju pristup svim relevantnim podacima i informacijama potrebnim za vršenje kontrolne funkcije Narodne banke Srbije;
3. dokaz o tome da su angažovali spoljnog revizora banke sa liste;
4. podatke o organizacionoj strukturi i kadrovskoj osposobljenosti banke.

Ako Narodna banka Srbije odbaci ili odbije zahtev iz stava 1. ovog člana, lice koje je podnelo taj zahtev ne može podneti zahtev za preliminarno odobrenje u roku od godinu dana od dana odbacivanja ili odbijanja zahteva iz tog stava.

Osnivačka skupština banke održava se posle prijema rešenja Narodne banke Srbije o davanju dozvole za rad banke, i to najkasnije u roku od 30 dana od dana njegovog prijema.

Osnivačku skupštinu čine osnivači banke.

Osnivači banke pravo glasa na osnivačkoj skupštini ostvaruju srazmerno visini svog uloga.

Na osnivačkoj skupštini se, i to dvotrećinskom većinom glasova osnivača banke, donosi statut banke, biraju predsednik i članovi upravnog i izvršnog odbora banke, usvajaju program aktivnosti banke za period od tri godine i poslovna politika banke i donosi odluka o prvom izdavanju akcija.

Osnivači banke dužni su da akte usvojene na osnivačkoj skupštini dostave na saglasnost Narodnoj banci Srbije u roku od pet dana od dana njihovog usvajanja.

Osnivači banke dužni su da prijavu za upis banke u registar privrednih subjekata podnesu u roku od 30 dana od dana dobijanja saglasnosti.

Uz prijavu iz podnosi se rešenje Narodne banke Srbije o davanju dozvole za rad banke i saglasnost iz tog stava.

Banka stiče svojstvo pravnog lica momentom upisa u registar privrednih subjekata.

POSLOVANJE BANKE

Kapital banke

Banka je dužna da održava propisani iznos kapitala radi stabilnog i sigurnog poslovanja, odnosno radi ispunjenja obaveza prema poveriocima.

Kapital banke sastoji se od osnovnog i dopunskog kapitala, kao i drugih oblika kapitala koje propiše Narodna banka Srbije.

Banka je dužna da u svom poslovanju obezbedi da kapital banke uvek bude u visini koja nije manja od dinarske protiwrednosti 10.000.000 evra prema zvaničnom srednjem kursu.

Banka je dužna da, radi stabilnog i sigurnog poslovanja, odnosno radi ispunjenja obaveza prema poveriocima, pokazatelj adekvatnosti kapitala održava na propisanom nivou.

Pokazatelj adekvatnosti kapitala predstavlja odnos između kapitala i rizične aktive banke.

Narodna banka Srbije može banci odrediti i pokazatelj adekvatnosti kapitala veći od propisanog ako se na osnovu vrste i stepena rizika i poslovnih aktivnosti banke utvrdi da je to potrebno radi stabilnog i sigurnog poslovanja banke, odnosno radi ispunjenja njenih obaveza prema poveriocima.

Rizična aktiva banke je zbir knjigovodstvenih vrednosti pozicija bilansne aktive i vanbilansnih stavki pomnoženih ponderima kreditnog i tržišnog rizika i drugih rizika.

Banka ne može raspodelu dobiti vršiti isplatom dividendi svojim akcionarima ili isplatom učešća u dobiti, odnosno drugih davanja iz dobiti banke članovima organa upravljanja i zaposlenima u banci ako:

1. svoju likvidnost ne održava u skladu s propisima Narodne banke Srbije;
2. zbog te raspodele ne bi mogla da održava svoju likvidnost u skladu s propisima Narodne banke Srbije;
3. nije otklonila slabosti i nedostatke koje joj je naložila Narodna banka Srbije u vezi s nepravilnim iskazivanjem poslovnih promena i drugih događaja, a koji mogu uticati na bilans uspeha banke;
4. nije postupila u skladu s nalozima za otklanjanje nepravilnosti;

Narodna banka Srbije to odredi svojom korektivnom merom.

Ako ukupan iznos isplata prelazi 10% kapitala banke ili bilans uspeha banke iskazuje gubitak u tekućem ili prethodnom tromesečju, odnosno za poslovnu godinu do tog datuma, banka raspodelu ovih isplata može vršiti samo uz prethodno odobrenje Narodne banke Srbije.

Banka ne može sticati sopstvene akcije, osim ako su ih akcionari banke ponudili u sekundarnoj prodaji a prodajom tih akcija drugim licima nanela bi se znatna šteta akcionarima banke.

Sticanje akcija vrši se iz sredstava koja potiču iz dobiti banke.

Uz obrazloženi zahtev za davanje saglasnosti, banka je dužna da Narodnoj banci Srbije dostavi i podatke o uslovima pod kojima se stiču sopstvene akcije.

Pravni posao sticanja sopstvenih akcija bez saglasnosti Narodne banke Srbije ništav je.

Banka je dužna da sopstvene akcije otuđi u roku od jedne godine od dana njihovog sticanja, a ako to ne učini, dužna je da ih povuče i poništi na teret svog akcionarskog kapitala.

Upravljanje rizicima

Banka identifikuje, meri i procenjuje rizike kojima je izložena u svom poslovanju i upravlja tim rizicima.

Banka je dužna da obrazuje posebnu organizacionu jedinicu u čijem je delokrugu upravljanje rizicima.

Upravljanje rizicima usklađuje se s veličinom i organizacionom strukturom banke, obimom njene aktivnosti i vrstama poslova koje banka obavlja.

Banka svojim aktima propisuje procedure za identifikovanje, merenje i procenu rizika, kao i upravljanje rizicima, u skladu s propisima, standardima i pravilima struke.

Aktima obuhvataju se sve vrste rizika kojima je banka izložena u svom poslovanju, a naročito:

1. rizik likvidnosti;
2. kreditni rizik;
3. kamatni i devizni rizik i ostali tržišni rizici;
4. rizici izloženosti banke prema jednom licu ili grupi povezanih lica;
5. rizici ulaganja banke u druga pravna lica i u osnovna sredstva;
6. rizici koji se odnose na zemlju porekla lica prema kome je banka izložena;
7. operativni rizik, uključujući i pravni rizik, kao i rizik neodgovarajućeg upravljanja informacionim i drugim tehnologijama značajnim za poslovanje banke.

Rizik likvidnosti je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled nesposobnosti te banke da ispunjava svoje dospele obaveze.

Banka svojom imovinom i obavezama upravlja na način koji joj omogućava da u svakom trenutku ispuni svoje dospele obaveze (likvidnost) i da trajno ispunjava sve svoje obaveze (solventnost).

Radi efikasnog upravljanja rizikom likvidnosti, nadležni organ banke usvaja i sprovodi politiku upravljanja likvidnošću, koja obuhvata planiranje priliva i odliva novčanih sredstava, praćenje likvidnosti i donošenje odgovarajućih mera za sprečavanje ili otklanjanje uzroka nelikvidnosti.

Kreditni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled neizvršavanja obaveza dužnika prema banci.

Banka je dužna da kreditni rizik identifikuje, meri i procenjuje prema kreditnoj sposobnosti dužnika i njegovoj urednosti u izvršavanju obaveza prema banci, kao i prema kvalitetu instrumenata obezbeđenja potraživanja banke.

Radi adekvatnog i efikasnog upravljanja kreditnim rizikom, banka je dužna da, u skladu s propisima Narodne banke Srbije i svojim aktima, obračunava i izdvaja rezerve za procenjene gubitke koji mogu nastati po osnovu bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke.

Kamatni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promena kamatnih stopa.

Devizni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promene deviznog kursa.

Banka je dužna da obim i strukturu svoje imovine i obaveza uskladi na način koji omogućuje efikasno upravljanje tržišnim rizicima.

Banka je dužna da svojim unutrašnjim aktima propiše posebne politike i procedure za identifikovanje tržišnih rizika i upravljanje ovim rizicima, kao i za redovno izveštavanje organa banke o vrstama i nivou tih rizika.

Izloženost banke prema jednom licu je ukupan iznos potraživanja i vanbilansnih stavki koji se odnose na to lice ili grupu povezanih lica (krediti, ulaganja u dužničke hartije od vrednosti, vlasnički ulozi i učešća, izdate garancije i avali i sl.).

Velika izloženost banke prema jednom licu ili grupi povezanih lica je izloženost koja iznosi najmanje 10% kapitala banke.

Izloženost banke prema jednom licu ili grupi povezanih lica ne sme preći 25% kapitala banke.

Izloženost banke prema licu povezanom s bankom ne sme preći 5% kapitala banke.

Ukupna izloženost banke prema licima povezanim s bankom ne sme preći 20% kapitala banke.

Narodna banka Srbije propisuje zbir svih velikih izloženosti banke, koji ne može biti manji od 400% niti veći od 800% kapitala banke.

Ulaganje banke u jedno lice koje nije lice u finansijskom sektoru ne sme preći 10% kapitala banke.

Ukupna ulaganja banke u lica koja nisu lica u finansijskom sektoru i u osnovna sredstva banke ne smeju preći 60% kapitala banke.

Ulaganjima nije obuhvaćeno sticanje akcija radi njihove dalje prodaje u roku od šest meseci od dana sticanja tih akcija.

Operativni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled propusta u radu zaposlenih, neodgovarajućih unutrašnjih procedura i procesa, neadekvatnog upravljanja informacionim i drugim sistemima, kao i usled nepredvidivih eksternih događaja.

Narodna banka Srbije propisuje kriterijume za identifikovanje, merenje i procenu rizika, kao i za upravljanje rizicima, uključujući i:

1. način izračunavanja pojedinačnih pokazatelja poslovanja banke u vezi sa upravljanjem rizicima i ograničenja koja se odnose na te rizike;
2. način, formu i rokove izveštavanja banke o pokazateljima.

Banka u svom poslovanju ne može licu povezanom s bankom odobriti uslove koji su povoljniji od uslova odobrenih drugim licima koja nisu povezana s tom bankom.

Klijent banke, u smislu ovog zakona, je bilo koje lice koje koristi ili je koristilo usluge banke ili lice koje se obratilo banci radi korišćenja usluga i koje je banka kao takvo identifikovala.

Klijent banke ima pravo pristupa svim podacima koji mu prema ovom zakonu moraju biti dostupni, a banka je dužna da mu na zahtev obezbedi ovaj pristup.

Banka slobodno odlučuje o izboru klijenta.

Banka je dužna da opšte uslove poslovanja, kao i njihove izmene i dopune, istakne u svojim poslovnim prostorijama na vidnom mestu, i to najkasnije 15 dana pre njihove primene.

Primena opštih uslova poslovanja obezbeđuje se pismenim ugovorom zaključenim između banke i klijenta.

Klijent može od banke da traži odgovarajuća objašnjenja i instrukcije koji se odnose na primenu opštih uslova poslovanja.

Banka je dužna da vodi poslovne knjige i računovodstvenu evidenciju i da godišnje finansijske izveštaje, koji istinito i objektivno odražavaju njeno poslovanje i finansijsko stanje, priprema sa sadržajem i u obliku koji su utvrđeni zakonom kojim se uređuju računovodstvo i revizija, ovim zakonom i propisima Narodne banke Srbije.

Banka je dužna da, radi procene finansijskog stanja banke i njenih podređenih društava na pojedinačnoj i konsolidovanoj osnovi, pripremi i Narodnoj banci Srbije podnese izveštaje koji se odnose na upravljanje bankom, kao i na poslovanje organizacionih struktura, planirane poslovne aktivnosti, likvidnost, solventnost i profitabilnost banke i njenih podređenih društava.

Radi obavljanja godišnje revizije svojih finansijskih izveštaja, banka, bankarska grupa i bankarski holding godišnje angažuju spoljnog revizora (preduzeće za reviziju).

O imenovanju spoljnog revizora banka ili bankarski holding obaveštavaju Narodnu banku Srbije u roku od 15 dana od dana tog imenovanja.

Banka ne može imenovati spoljnog revizora čiji je prihod od revizije te banke u prethodnoj godini veći od polovine njegovih ukupnih prihoda.

Spoljni revizor može kod banke obavljati najviše tri uzastopne revizije godišnjih finansijskih izveštaja.

Spoljni revizor ne može u istoj godini obavljati i reviziju finansijskih izveštaja banke i pružati joj konsultantske usluge, niti reviziju može vršiti za poslovnu godinu u kojoj joj je pružao te usluge.

Lice koje rukovodi revizijom banke i potpisuje izveštaj spoljnog revizora mora imati najviše profesionalno zvanje u oblasti revizije, prema zakonu kojim se uređuje revizija, tri godine iskustva u obavljanju poslova revizije banaka i mora biti nezavisno od banke.

Lice ne smatra se nezavisnim od banke ako je ono ili preduzeće za reviziju u kome je to lice angažovano, ili rukovodilac tog preduzeća – u tekućoj godini i u dve prethodne poslovne godine, kao i za vreme obavljanja revizije:

1. bilo lice povezano s bankom ili bilo kojim članom bankarske grupe;
2. bilo poslovni partner banke ili bilo kog člana bankarske grupe;
3. bilo lice koje ima direktno ili indirektno vlasništvo u banci ili članu bankarske grupe;
4. bilo likvidacioni ili stečajni upravnik člana bankarske grupe;
5. bilo ugovorna strana u ugovornom odnosu s licem koje bi moglo negativno uticati na njegovu nepristrasnost i nezavisnost.

Godišnja revizija finansijskih izveštaja bankarskih grupa mora se sprovoditi na konsolidovanoj osnovi.

Svako podređeno društvo banke ili bankarskog holdinga obavezno je da obezbedi spoljnu reviziju svojih pojedinačnih godišnjih finansijskih izveštaja.

Reviziju vrši spoljni revizor, koga imenuje najviše matično društvo bankarske grupe.

Spoljni revizor sačinjava izveštaj i daje mišljenje o tome da li su godišnji finansijski izveštaji banke sačinjeni u skladu sa međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja, odnosno međunarodnim računovodstvenim standardima, zakonom kojim se uređuju računovodstvo i revizija i propisima Narodne banke Srbije i da li istinito i objektivno prikazuju finansijski pololžaj banke, rezultate poslovanja i novčane tokove za tu godinu po svim materijalno značajnim pitanjima.

Banka koja je osnovana spajanjem dužna je da Narodnoj banci Srbije dostavi mišljenje spoljnog revizora o istinitosti i objektivnosti svog početnog bilansa stanja na dan spajanja u roku od 60 dana od dana upisa te banke u registar privrednih subjekata.

Banka kojoj se pripaja druga banka dužna je da angažuje spoljnog revizora radi obavljanja revizije svojih finansijskih izveštaja sa stanjem na dan pripajanja.

Banke mogu, radi unapređivanja sopstvenog poslovanja i usklađivanja svoje delatnosti, osnivati udruženja.

Udruženje banaka ima svojstvo pravnog lica.

Udruženje banaka upisuje se u registar, u skladu sa zakonom.

Ugovorom o osnivanju udruženja banaka utvrđuju se naziv, delatnost i sedište udruženja, zastupanje udruženja i odgovornost u pravnom prometu, prestanak rada udruženja i način upravljanja udruženjem, kao i druga pitanja značajna za osnivanje udruženja banaka.

Udruženje banaka dostavlja Narodnoj banci Srbije ugovor iz stava 4. ovog člana, kao i druge akte udruženja i sporazume koje udruženje zaključuje s bankama.

Banka dostavlja Narodnoj banci Srbije sporazume koje zaključi s drugim bankama radi unapređivanja sopstvenog poslovanja i usklađivanja svoje delatnosti.

Banka ne može zaključiti sporazum s drugom bankom ili sa udruženjem banaka koji bi mogao da povredi konkurenciju.

ODLUKA O UPRAVLJANJU RIZICIMA[585]

Ovom odlukom utvrđuju se kriterijumi za identifikovanje, merenje i procenu rizika kojima je banka izložena u svom poslovanju, kao i za upravljanje tim rizicima, uključujući i način izračunavanja pojedinačnih pokazatelja poslovanja banke u vezi sa upravljanjem rizicima i ograničenjima koja se odnose na te rizike.

Banka je dužna da identifikuje, meri i procenjuje rizike kojima je izložena u svom poslovanju i da upravlja tim rizicima u skladu sa Zakonom o bankama, drugim propisima i svojim aktima.

Rizici kojima je banka naročito izložena u svom poslovanju su sledeći:

1. rizik likvidnosti,
2. kreditni rizik,
3. tržišni rizici (kamatni i devizni rizik),
4. rizici izloženosti banke,
5. rizici ulaganja banke,

[585] „Službeni glasnik RS“, broj 57 od 30. juna 2006. godine

6. rizici koji se odnose na zemlju porekla lica prema kome je banka izložena,
7. operativni rizik.

Rizik likvidnosti je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled nesposobnosti banke da ispunjava svoje dospele obaveze.

Nivo likvidnosti banke iskazuje se pokazateljem likvidnosti, koji predstavlja odnos zbira likvidnih potraživanja prvog reda i likvidnih potraživanja drugog reda, s jedne strane, i zbira obaveza po viđenju bez ugovorenog roka dospeća i obaveza sa ugovorenim rokom dospeća u narednih mesec dana od dana vršenja obračuna pokazatelja likvidnosti, s druge strane.

Banka je dužna da nivo likvidnosti održava tako da pokazatelj likvidnosti:

- iznosi najmanje 1,0 – kada je obračunat kao prosek pokazatelja likvidnosti za sve radne dane u mesecu;
- ne bude manji od 0,9 duže od tri uzastopna radna dana;
- iznosi najmanje 0,8 – kada je obračunat za jedan radni dan.

Kritično nizak nivo likvidnosti, u smislu ove odluke, predstavlja nivo likvidnosti čiji je pokazatelj niži od pokazatelja iz stava 3. ove tačke.

Ako banka utvrdi kritično nizak nivo likvidnosti, dužna je da o tome obavesti Narodnu banku Srbije – najkasnije narednog radnog dana. Ovo obaveštenje sadrži podatke o iznosu likvidnih sredstava koja nedostaju, o razlozima nelikvidnosti i o planiranim aktivnostima za otklanjanje uzroka nelikvidnosti.

Likvidna potraživanja banke prvog reda, u smislu ove odluke, čine gotovina i potraživanja banke kod kojih je ugovoreno da dospevaju u narednih mesec dana od dana vršenja obračuna pokazatelja likvidnosti, i to:

- gotovina u blagajni, sredstva na žiro računu, zlato i drugi plemeniti metali;
- sredstva na računima kod banaka koje su, prema poslednjem rangiranju koje su izvršili 51:apaaga&Roog'b ili RnsćLVSA, rangirane s najmanje WV ili koje je izvršio Mooauv – s najmanje VaaZ;
- depoziti kod Narodne banke Srbije;
- čekovi i druga novčana potraživanja u postupku realizacije;
- neopozive kreditne linije odobrene banci;
- akcije i obveznice kotirane na berzi.

Ostala potraživanja banke koja dospevaju u narednih mesec dana od dana vršenja obračuna pokazatelja likvidnosti predstavljaju, u smislu ove odluke, likvidna potraživanja banke drugog reda.

Obaveze banke po viđenju i bez ugovorenog roka dospeća, u smislu ove odluke, čine deo njenih obaveza, i to:

- 40% depozita po viđenju banaka,
- 20% depozita po viđenju ostalih deponenata,
- 10% štednih uloga,
- 5% garancija i drugih vrsta jemstava,
- 20 % neiskorišćenih odobrenih neopozivih kreditnih linija.

Ostale obaveze banke koje dospevaju u narednih mesec dana od dana vršenja obračuna pokazatelja likvidnosti predstavljaju, u smislu ove odluke, obaveze banke sa ugovorenim rokom dospeća.

Likvidna potraživanja banke obračunavaju se po tržišnoj vrednosti, a ako tu vrednost nije moguće utvrditi – po knjigovodstvenoj vrednosti.

Dinarska protiwrednost likvidnih potraživanja i obaveza banke koji glase na stranu valutu utvrđuje se po zvaničnom srednjem kursu dinara na dan obračuna.

Ako potraživanje ili obaveza banke iz tač. 5. i 6. ove odluke dospevaju u anuitetima, u obračun pokazatelja likvidnosti uključuju se anuiteti tog potraživanja ili obaveze koji dospevaju u roku od mesec dana od dana vršenja obračuna.

Za potrebe izračunavanja pokazatelja likvidnosti, depoziti banke po viđenju i depoziti s dnevnom avizom smatraju se depozitima oročenim na jedan dan.

U obračun pokazatelja likvidnosti banke ne uključuju se njena potraživanja koja se kpasifikuju u kategorije V, G i D u skladu sa odlukom kojom se uređuje klasifikacija bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke.

Banka je dužna da uspostavi takav informacioni sistem koji će obezbediti podatke za blagovremeno i kontinuirano upravljanje rizikom likvidnosti, a naročito za:

1. planiranje priliva i odliva novčanih sredstava;
2. utvrđivanje i praćenje pokazatelja likvidnosti na dnevnoj osnovi;
3. merenje i praćenje likvidnosti banke na dnevnoj osnovi;
4. merenje i praćenje likvidnosti za svaku valutu značajnu za ukupnu likvidnost banke;
5. praćenje usklađenosti poslovanja sa uspostavljenim limitima banke za upravljanje rizikom likvidnosti;
6. analizu kretanja i procenu stabilnosti depozita;
7. izradu izveštaja za potrebe organa banke.

Banka je dužna da utvrdi procedure kojima se obezbeđuje postupanje u okolnostima, odnosno situacijama koji mogu dovesti do kritično niskog nivoa njene likvidnosti.

Procedurama iz stava 1. ove tačke potrebno je naročito utvrditi šta se smatra okolnostima, odnosno situacijama iz tog stava, zatim utvrditi nadležnosti i odgovornosti u banci za primenu ovih procedura, mogućnosti za promene strukture i izvora sredstava, planirane vidove komunikacije s regulatornim telima, najznačajnijim klijentima banke i javnošću, kao i način pribavljanja likvidnih sredstava koja nedostaju.

Kreditni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled neizvršavanja obaveza dužnika prema banci.

Banka je dužna da kreditni rizik identifikuje, meri i procenjuje na osnovu kreditne sposobnosti dužnika, na osnovu njegove urednosti u izvršavanju obaveza prema banci i na osnovu kvaliteta instrumenata obezbeđivanja potraživanja banke, a u skladu sa odlukama kojima se uređuje klasifikacija bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke, odnosno adekvatnost njenog kapitala.

Tržišni rizici, u smislu ove odluke, obuhvataju kamatni i devizni rizik.

Kamatni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promene kamatnih stopa.

Banka priprema izveštaje za merenje kamatnog rizika za sve pozicije aktive, pasive i vanbilansnih stavki, kao i za ostale naknade ili rashode koji su izloženi ovom riziku.

Banka je dužna da kamatni rizik meri najmanje jednom tromesečno, odnosno dužna je da ga meri i u kraćim intervalima ako utvrdi da postoje znatnije promene kamatnih stopa, odnosno obima ili vrste njene aktive, pasive ili vanbilansnih stavki.

Banka utvrđuje uticaj promene kamatnih stopa na prihod banke, raspon kamatnih stopa, trošak sredstava izražen kamatnom stopom i neto kamatnu maržu banke.

Banka je dužna da svojom aktima uredi kamatnu politiku (utvrđivanje visine kamatnih stopa i sl.).

Devizni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promene deviznog kursa.

Pokazatelj deviznog rizika je odnos između ukupne otvorene devizne pozicije banke i kapitala banke, obračunat u skladu sa odlukom kojom se uređuje adekvatnost kapitala banke.

Banka je dužna da odnose između aktive i pasive održava tako da njena ukupna otvorena devizna pozicija na kraju svakog radnog dana ne bude veća od 30% njenog kapitala.

Banka čije je pokazatelj deviznog rizika u toku dva uzastopna radna dana veći od procenta iz stava 3. ove tačke – dužna je da o tome obavesti Narodnu banku Srbije narednog radnog dana.

Rizici izloženosti banke, u smislu ove odluke, obuhvataju rizike izloženosti banke prema jednom licu ili prema grupi povezanih lica, kao i rizike izloženosti banke prema licu povezanom s bankom.

Ukupna izloženost banke prema jednom licu ili prema grupi povezanih lica predstavlja zbir svih bilansnih potraživanja i vanbilansnih stavki koji se odnose na to lice ili grupu povezanih lica, osim:

- sredstava po viđenju i sredstava oročenih do sedam dana na računima kod banaka koje su, prema poslednjem rangiranju koje su izvršili 5t.apaaga&Roog'z ili Rksć/NJSA rangirane s najmanje WV ili koje je izvršio Mooau'z — s najmanje VaaZ, umanjenih za deo koji služi za obezbeđenje izmirenja preuzetih obaveza;
- potraživanja od Narodne banke Srbije ili Republike Srbije i potraživanja obezbeđenih njihovim bezuslovnim garancijama plativim na prvi poziv;
- potraživanja od vlada i centralnih banaka zemalja članica Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj i potraživanja obezbeđenih njihovim bezuslovnim garancijama plativim na prvi poziv;
- potraživanja obezbeđenih hartijama od vrednosti Narodne banke Srbije ili Republike Srbije;
- pokrivenih akreditiva za koje je pokriće obezbeđeno na posebnom računu kratkoročnih depozita na ime pokrića po akreditivima do visine pokrivenosti;
- potraživanja obezbeđenih gotovinskim depozitom kod banke, u visini depozita, pod uslovom da je ugovoreno da depozit služi kao obezbeđenje za ta potraživanja, da rok dospeća depozita odgovara roku dospeća potraživanja i da jedino banka može raspolagati tim depozitom — u visini dospelog nenaplaćenog potraživanja;
- potraživanja obezbeđenih bezuslovnim garancijama plativim na prvi poziv banaka koje su, prema poslednjem rangiranju koje su izvršili – s

najmanje VaaZ, ali ne i bezuslovnim garancijama koje je izdala banka koja je većinski akcionar banke, odnosno banka iz iste bankarske grupe, izuzev ako postoji prethodna pismena saglasnost Narodne banke Srbije koju ona daje ako banka dostavi spisak važećih garancija i odluku kojom se upravni odbor banke obavezuje da će banka aktivirati pomenute garancije i ako iznos važećih garancija ne prelazi četvorostruki iznos kapitala banke u momentu izdavanja garancija;

- Velika izloženost banke prema jednom licu ili prema grupi povezanih lica je izloženost koja iznosi najmanje 10% kapitala banke.

Zbir svih velikih izloženosti banke ne može biti veći od 400% kapitala banke.

Zbir svih velikih izloženosti banke, u smislu ove odluke, uključuje i izloženost banke prema licima povezanim s bankom.

Izloženost banke prema jednom licu ili prema grupi povezanih lica ne sme preći 25% kapitala banke.

Izloženost banke prema licu povezanom s bankom ne sme preći 5% kapitala banke.

Ukupna izloženost banke prema licima povezanim s bankom ne sme preći 20% kapitala banke.

Rizici ulaganja banke, u smislu ove odluke, obuhvataju rizike njenih ulaganja u druga pravna lica i u osnovna sredstva.

Ulaganje banke u jedno lice koje nije lice u finansijskom sektoru ne sme preći 10% njenog kapitala, pri čemu se pod ovim ulaganjem podrazumeva ulaganje kojim banka stiče udeo ili stiče akcije lica koje nije lice u finansijskom sektoru.

Ukupna ulaganja banke u lica koja nisu lica u finansijskom sektoru i u osnovna sredstva banke ne smeju preći 60% kapitala banke.

Ulaganja iz stava 3. ove tačke ne odnose se na sticanje akcija radi njihove dalje prodaje u roku od šest meseci od dana sticanja tih akcija.

Pod rizicima koji se odnose na zemlju porekla lica prema kome je banka izložena (u daljem tekstu: rizik zemlje) podrazumevaju se negativni efekti koji bi mogli nastati na finansijski rezultat i kapital banke zbog nemogućnosti banke da naplati potraživanja od ovog lica iz razloga koji su posledica političkih, ekonomskih ili socijalnih prilika u zemlji porekla tog lica.

Rizik zemlje obuhvata:

- političko–ekonomski rizik, pod kojim se podrazumeva verovatnoća ostvarivanja gubitka zbog nemogućnosti naplate potraživanja banke zbog ograničenja utvrđenih aktima državnih i drugih organa zemlje porekla dužnika, kao i opštih i sistemskih prilika u toj zemlji;
- rizik transfera, pod kojim se podrazumeva verovatnoća ostvarivanja gubitka zbog nemogućnosti naplate potraživanja iskazanih u valuti koja nije zvanična valuta zemlje porekla dužnika, i to zbog ograničenja plaćanja obaveza prema poveriocima iz drugih zemalja u određenoj valuti, utvrđenih aktima državnih i drugih organa zemlje dužnika.

Banka mora uspostaviti adekvatan sistem za upravljanje rizikom zemlje, koji obuhvata politike i procedure kojima se uređuje:

- identifikacija postojećeg rizika zemlje;

- merenje rizika zemlje utvrđivanjem procedura i metoda za tačnu i blagovremenu procenu tog rizika;
- praćenje rizika zemlje analiziranjem stanja u toj zemlji;
- kontrolisanje rizika zemlje njegovim održavanjem na nivou prihvatljivom za rizični profil banke;
- utvrđivanje ovlašćenja i odgovornosti u procesu preuzimanja i upravljanja rizikom zemlje;
- sistem za redovno informisanje nadležnih organa banke o upravljanju rizikom zemlje;
- periodično preispitivanje funkcionisanja i unapređenja sistema upravljanja rizikom zemlje.

Banka limite izloženosti riziku zemlje utvrđuje pojedinačno po zemljama porekla dužnika, po koncentraciji izloženosti ovom riziku na regionalnoj osnovi, a, po potrebi, utvrđuje ih i prema pojedinim geografskim regionima.

Operativni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled propusta u radu zaposlenih, neodgovarajućih unutrašnjih procedura i procesa, neadekvatnog upravljanja informacionim i drugim sistemima u banci, kao i usled nepredvidivih eksternih događaja.

Banka je dužna da identifikuje postojeće izvore operativnog rizika, kao i potencijalne izvore tog rizika koji mogu nastati uvođenjem novih poslovnih proizvoda, sistema ili aktivnosti.

Pod identifikacijom izvora rizika u smislu stava 1. ove tačke podrazumevaju se:

1. interne greške i zloupotrebe, i to:
   - neovlašćeno postupanje zaposlenih,
   - zloupotreba službenog položaja;
2. eksterno kršenje propisa, i to:
   - nezakonito postupanje lica koja nisu zaposlena u banci,
   - propusti u sistemu obezbeđenja;
3. propusti u sistemu zapošljavanja i zaštite na radu, i to:
   - odnosi između zaposlenih u banci,
   - sigurnost na radu,
   - diskriminacija na radnom mestu;
4. problemi u funkcionisanju sistema odnosa s klijentima, u plasmanu proizvoda i u poslovnim procedurama – ako su neadekvat ni, i to:
   - standardizacija proizvoda, zaštita podataka i poslovne tajne,
   - poslovne procedure,
   - poslovni tokovi (tokovi odlučivanja i tokovi informacija),
   - izbor klijenata i izloženost prema njima,
   - savetodavna funkcija;
5. štete na imovini banke usled prirodnih katastrofa i drugih događaja;
6. poremećaji u organizaciji banke i greške u funkcionisanju uspostavljenih sistema;
7. sprovođenje poslovnih procedura i odluka, i to:
   - obavljanje i provera finansijskih transakcija,

- nadzor i izveštavanje,
- prijem klijenata i dokumentacije,
- upravljanje potraživanjima i obavezama prema klijentima,
- odnos s drutim poslovnim partnerima,
- odnos s dobavljačima.

Izvore operativnih rizika navedene u stavu 2. ove tačke banka je dužna da prati po poslovima utvrđenim u skladu sa organizacijom i delatnošću banke, a pre svega po sledećim poslovima:

- poslovi s privredom,
- poslovi s licima u finansijskom sektoru u smislu Zakona o bankama,
- poslovi sa stanovništvom,
- komercijalni poslovi,
- poslovi platnog prometa,
- agencijski poslovi,
- poslovi upravljanja imovinom,
- brokersko–dilerski poslovi.

Banka je dužna da formira bazu podataka o svim nastalim gubicima po osnovu operativnog rizika i utvrdi metodologiju za interno evidentiranje tih gubitaka – po kategorijama utvrđenim prema izvorima gubitaka.

Banka je obavezna da Narodnu banku Srbije obavesti o gubicima nastalim kao posledica operativnog rizika, kao i o onima koji mogu tako nastati, a koji prelaze 1% kapitala banke, kao i o merama koje preduzima radi adekvatnog upravljanja povećanim operativnim rizikom — najkasnije u roku od pet radnih dana od dana nastanka gubitka.

Upravni odbor banke dužan je da po potrebi, a najmanje jednom godišnje, razmotri već utvrđene procedure za identifikovanje, merenje i procenu rizika, kao i za upravljanje rizicima – za svaku vrstu rizika koju je banka identifikovala i preuzela.

Izvršni odbor banke je dužan da, najmanje jednom u toku poslovnog tromesečja, analizira efikasnost u primeni utvrđenih procedura za upravljanje identifikovanim rizicima kojima je banka izložena i o tome podnese izveštaj upravnom odboru banke.

Odbor za praćenje poslovanja banke (odbor za reviziju) dužan je da najmanje jednom mesečno izvesti upravni odbor banke o svojim aktivnostima i o utvrđenim nepravilnostima, kao i da predloži način na koji će se te nepravilnosti otkloniti, odnosno na koji će se unaprediti politike i procedure za upravljanje rizicima i sprovođenje sistema unutrašnjih kontrola.

Odbor za upravljanje aktivom i pasivom banke prati i najmanje jednom u toku meseca analizira izloženost banke rizicima koji proizlaze iz strukture njenih bilansnih obaveza i potraživanja, kao i vanbilansnih stavki, i predlaže mere za upravljanje kamatnim rizikom i rizikom likvidnosti, a obavlja i druge poslove utvrđene aktima banke.

Banka je dužna da uspostavi takav informacioni sistem koji će obezbediti podatke za blagovremeno i kontinuirano upravljanje rizicima u njenom poslovanju, usklađenost s limitima opreznog bankarskog poslovanja propisanim Zakonom o bankama i ovom odlukom, kao i odstupanja u odnosu na politike i procedure koje je utvrdio upravni odbor banke.

Sistem za upravljanje rizicima koji je banka primenila u svom poslovanju treba da bude predmet kontinuirane unutrašnje kontrole i unutrašnje revizije.

GLAVA TRINAESTA

POSLOVNO BANKARSTVO I PLATNI PROMET

1. UNUTRAŠNJI PLATNI PROMET I BANKE

Platni promet obuhvata sva plaćanja koja se vrše izmedu pravnih i fizičkih lica. Sa gledišta mesta gde se nalaze lica koja u njemu učestvuju platni promet može biti unutrašnji i medunarodni. Pod unutrašnjim platnim prometom svake zemlje podrazumevaju se sva gotovinska i bezgotovinska plaćanja izvršena između pravnih lica, odnosno pravnih i fizičkih lica novcem te zemlje.[586]

Osnovna funkcionisanja platnog prometa je dobra organizacija, uz istovremeno poštovanje principa efikasnosti i ekonomičnosti. Zadovoljavanjem ovih principa platni promet pruža velike prednosti, kako učesnicima u sistemu društvene reprodukcije, tako i privredi zemlje u celini. Ovako organizovan platni promet omogućava normalan proces reprodukcije, povećanje privredne aktivnosti, doprinosi stvaranju optimalnog broja obrta novčanih sredstava, povećava likvidnost privrede i doprinosi smanjenju obima korišćenja kredita. To su osnovne prednosti koje organizacija platnog prometa pruža u svakoj zemlji, bez obzira na to što u svakoj zemlji ona ima svoje specifičnosti ne samo u načinu organizacije, broju nosilaca platnog prometa i njihovoj medusobnoj povezanosti, u instrumentima, načinu i oblicima plaćanja, nego i u privrednoj važnosti koja se pridaje platnom prometu zemlje. Platni promet se organizuje i razvija u skladu sa razvojem društveno–ekonomskih odnosa svake zemlje. Razvoj platnog prometa prati stalno evoluiranje i usavršavanje organizacije, načina, oblika i instrumenata plaćanja.

S obzirom na učesnike medusobnih plaćanja, možemo govoriti o platnom prometu u širem i užem smislu. Sva novčana primanja i izdavanja, tj. plaćanje celokupnog stanovništva zemlje smatraju **se** domaćim platnim prometom u širem smislu. To su plaćanja ostvarena izmedu fizičkih lica (gradana) medusobno, plaćanja gradana pravnim licima, plaćanja pravnih lica građanima i uzajamna plaćanja pravnih lica. Sva ova plaćanja odlikuju se neposrednošću u načinu plaćanja obaveza, odnosno naplate potraživanja i zato se učesnici koriste svim savremenim vrstama novca: gotovinom,

[586] Platni promet u monetarno–finansijskom, kontrolnom i informacionom sistemu studija, itd. Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1995, str. 1–176 (Rukov. projekta dr S. Komazec).

depozitnim novcem **i** prenosivim hartijama od vrednosti. S druge strane, samo određeni deo ukupnih plaćanja unutar jedne zemlje, i to onaj u kojem učestvuju pravna lica, ostvarujući uzajamna plaćanja posredstvom posebnih ustanova, čini unutrašnji platni promet u užem smislu.

Pod pojmom unutrašnjeg platnog prometa u našoj zemlji podrazumeva se platni promet koji se obavlja između pravnih lica posredstvom Službe za platni promet. Tu spada i deo platnog prometa sa stanovništvom kada se radi o uplatama građana pravnim licima ili o isplatama pravnih lica gradanima.

Osnovni princip na kom se zasniva naš unutrašnji platni promet je princip jedinstvenosti. Ovaj princip polazi od jedinstvenosti ekonomskog i privrednog sistema zemlji, čemu odgovara samo jedinstvena organizacija unutrašnjeg platnog prometa. Princip jedinstvenosti unutrašnjeg platnogprometa ne odnosi se samo na jedinstvenu organizaciju i na jedinstvenog nosioca izvršenja platnog prometa, već on obuhvata i sve postupke i faze izvršenja platnog prometa, kao i osnove držanja novčanih sredstava pravnih lica i raspolaganja ovim sredstvima. Platni promet zasnovan na jedinstvenim principima može pratiti društvenoj zajednici obilje podataka potrebnih za praćenje mera ekonomske politike. Istovremeno, samo tako je moguće dovesti u isti položaj sve učesnike u sistem plaćanja i dosledno sprovoditi propise i mere na području cele zemlje.

Kao osnovni nosilac i organizator unutrašnjeg platnog prometa u našoj zemlji javljaju se Služba za platni promet sa mrežom svojih organizacionih jedinica. Zakonom o platnom prometu[587] regulisana je organizacija platnog prometa, prava i obaveze učesnika kao i nosilaca platnog prometa.

Zadaci našeg unutrašnjeg platnog prometa mogu se posmatrati u užem i u širem smislu. U užem smislu platni promet treba da osigura efikasno i ekonomično prenošenje novčanih sredstava izmedu učesnika u plaćanju, odnosno, treba da osigura efikasno, tačno i ekonomično sprovodenje plaćanja. Unutrašnji platni promet, u svom širem značenju, treba da omogući sprovođenje društvene kontrole, društvene evidencije, finansijske statistike i informisanje o kretanju novčanih tokova. Ovako koncipirani unutrašnji platni promet kod nas predstavlja vrlo složen i odgovoran privredni i društveni institut.[588]

Zadaci platnog prometa prema pravnim licima proizilazi iz obaveze tačnog, efikasnog i ekonomičnog sprovodenja procesa plaćanja, odnosno prenosa sredstava sa računa platioca na račun primaoca. Služba platnog prometa kao organizator našeg unutrašnjeg platnog prometa, u sklopu izvršenja ovog zadatka, treba da iznalazi oblike i načine plaćanja koji će omogućavati brže kretanje novčanih sredstava i izmirivanje obaveza, odnosno naplate potraživanja pravnih lica.

Savremeno organizovan platni promet pruža učesnicima u plaćanju mogućnost korišćenja savremenih i prikladno kreiranih instrumenata plaćanja kao i mogućnost izbora i korišćenja oblika i načina plaćanja. Da bi platni promet bio tačan, efikasan i ekonomičan, mora postojati uzajamna uskladenost između organizacije procesa plaćanja, instrumenata, oblika i načina plaćanja. Učesnici u procesu plaćanja moraju ispunjavati odredene zahteve ‘organizacije platnog prometa u pogledu: dosledne primene zakonskih propisa kojima se regulišu sistem i oblici plaćanja kao i doslednog sprovođenja odredenih propisa koji se oslanjaju na momenat izvršenja plaćanja; pravilnog izbora oblika, načina i instrumenata plaćanja; pravilnim ispostavljanjem naloga platnog prometa; pravovremenog podnošenja naloga platnog prometa i sl.

---

587 Zakon o platnom prometu, Službeni list SRJ br. 53/1992. god.

588 Miljka Hadži–Petrović, Unutrašnji platni promet u Jugoslaviji, Informator, Zagreb, 1980. god.

Posredstvom unutrašnjeg platnog prometa kod nas se omogućava sprovodenje društvene kontrole, društvene evidencije, finansijske statistike i informacije o kretanju novčanih tokova. Kontrolom podnetih naloga za plaćanje osigurava se praćenje svakodnevne likvidnosti žiro i drugih računa pravnih lica, namensko korišćenje sredstava na određenim računima i onemogućava trošenje sredstava izvan okvira raspoloživih sredstava na računima.

Na osnovu podataka o izvršenim plaćanjima vodi se evidencija o stanju i kretanju sredstava na pojedinim računima pravnih lica, evidencije o osnovama po kojima se formiraju i troše sredstva sa tih računa, evidencija o izvršenim gotovinskim plaćanjima sa računa pravnih lica, odnosno prate se odnosi plaćanja pravnih lica sa stanovništvom i osnova po kojima se ta plaćanja vrše. Podaci o izvršenim plaćanjima, grupisani prema delatnosti nosilaca sredstava i prema osnovama izvršenog plaćanja, služe kao temelj za formiranje statistike. Na osnovu tih podataka i uočenih pojava i promena pri ostvarivanju procesa plaćanja prati se sprovodenje mera ekonomske i kreditno–monetarne politike.

Kad govorimo o efikasnosti sprovodenja procesa plaćanja treba ukazati na neke specifičnosti i našeg unutrašnjeg platnog prometa sa stanovišta ko ga organizuje i sprovodi. Naš platni promet je organizovan i sprovodi se preko posebne institucije – Službe za platni promet, za razliku od drugih zemalja kod kojih platni promet organizuju i sprovode banke. Služba za platni promet kao neutralni organizator platnog prometa bez interesa da kao depozitar ili učesnik u plaćanju zadržava sredstva, što nije redak slučaj kod pojedinih banaka u zemljama u kojima one sprovode platni promet, dužna je sprovoditi platni promet na efikasan način zadovoljavajući interese učesnika u plaćanju i društvene zajednice.

2. POSLOVI PLATNOG PROMETA

Platni promet u Saveznoj Republici Jugoslaviji (u daljem tekstu: platni promet), sa stanovišta ovog projekta, čine sva gotovinska i bezgotovinska plaćanja u dinarima preko računa izmedu učesnika u platnom prometu.

Poslovi platnog prometa su: otvaranje i vođenje računa kod nosilaca platnog prometa, prenos novčanih sredstava s jednog na drugi račun, obračun obaveza i potraživanja preko računa, naplata, uplata i isplata sa računa, praćenje i utvrdivanje likvidnosti učesnika i nosioca platnog prometa, informisanje po osnovu izvršenog platnog prometa i drugi poslovi platnog prometa.

Platni promet se obavlja upotrebom jedinstvenog plana računa i jedinstvenih instrumenata platnog prometa koje propisuje Narodna banka Jugoslavije.

3. NAČELA SAVREMENOG PLATNOG PROMETA

Obavljanje platnog prometa zasniva se na sledećim načima:

1. Izvršavanju novčanih obaveza plaćanjem preko računa kod nosilaca platnog prometa kao prioritetnom obliku plaćanja;
2. Obezbedivanju interesa i potreba učesnika u platnom prometu pod jednakim uslovima;
3. Prilagodavanju radnog vremena potrebama učesnika u platnom prometu;
4. Racionalno organizovanoj mreži organizacionih jedinica nosilaca platnog prometa;
5. Brzinom, sigurnom, ekonomičnom i racionalnom prenosu sredstava između učesnika u platnom prometu;
6. Jedinstvenoj računsko–komunikacionoj mreži za prenos i obradu podataka u platnom prometu;
7. Jedinstvenoj i racionalnoj tehnologiji obavljanja platnog prometa zasnovanoj na korišćenju standardnih baza podataka za opšte namene;
8. Primeni međunarodnih i domaćih finansijskih standarda u izvršavanju platnog prometa;
9. Obezbedivanju statističkih podataka o obimu i efikasnosti izvršenog platnog prometa na standardizovan način.

4. OSNOVNI OBLICIPLATNOG PROMETA

U osnovne oblike platnog prometa ubrajaju se klirinški i žiro promet, koji se primenjuju pojedinačno ili kombinovano, s tim da se jedan oblik primenjuje kao osnovni, a drugi deo kao dopunjavajući. Medutim, osim kliringa i žiro prometa, kao osnovnih i glavnih oblika platnog prometa, sreću se i drugi oblici platnog izmirivanja dugovnih obaveza, kao što su: kompenzacija, asignacija, cesija, preuzimanje duga, koji se još nazivaju i posebni oblici bezgotovinskog plaćanja.

1) KLIRINŠKI PROMET

Klirinški promet zasniva se na svakodnevnom izmirivanju novčanih obaveza prebijanjem potraživanja i dugovanja banaka i drugih finansijskih organizacija posredstvom posebne ustanove za obračun ili centralne banke.

Da bi kliring mogao u jednoj zemlji da se obavlja kao oblik platnog prometa, potrebno je da se u sistemu plaćanja koriste instrumenti kao što su menice, čekovi i slično.

Kliring je nastao u srednjem veku, a svoje poreklo vodi iz obračuna u vezi sa plaćanjem menicama. Oblik savremenog kliringa potiče iz Engleske, s kraja XVLiI veka a usavršili su ga bankarski inkasanti čija dužnost je bila da svakodnevno obilaze banke u određeno vreme, u cilju realizacije naplate u vezi sa raznim instrumentima plaćanja. Ovi inkasanti došli su na ideju da bi, umesto svakodnevno da obilaze veliki broj banaka i drugih finansijskih organizacija, bilo najzgodnije da se medusobno svakodnevno sastaju na odredenom mestu i u isto vreme, i da tu izmenjuju dugovanja i potraživanja i isplate samo razlike. Iz ovako primitivnih klirinških centara, došlo je do stvaranja posebnih ustanova čiji je osnovni zadatak bio da obavljaju obračun izmedu banaka.

Rad klirinških centara sastoji se u tome što se svakog dana, jednom ili više puta, u zakazano vreme sastaju predstavnici banaka i finansijskih organizacija. Na ovim sastancima dolazi do likvidacije salda svih dugovanja i potraživanja. Za iznos salda koji nije mogao da se likvidira dolazi do medusobne predaje hartije od vrednosti po kojima su banke, odnosno finansijske organizacije toga dana u obavezi da za račun svojih komitenata ili sopstveni račun, izvrše isplatu dugovnog iznosa.

2) ŽIRO PROMET

Žiro promet je takav oblik platnog prometa kod koga se plaćaju u vezi sa dugovnim obavezama likvidiraju jednostavno knjigovodstvenim preknjižavanjem novčanog iznosa sa računa dužnika (nalogodavca) u korist poverioca (korisnika) u knjigama banke ili odredene finansijske organizacije.[589]

Plaćanje koje se ostvaruje korišćenjem žiro računa ostvaruje se na taj način što dužnik svojim virmanskim nalogom banci ili nekoj drugoj finansijskoj organizaciji daje ovlašćenje da se sa njegovom računa izvrši odobravanje u korist računa povpriocima kod te, ili odgovarajuće druge banke ili finansijske organizacije. Banka, odnosno odgovarajuća finansijska organizacija u obavljenoj knjigovodstvenoj operaciji zaduživanja nalogodavca i odobravanja korisniku, obaveštava pismenim putem – izvodom o izmenama na odgovarajućim računima.

Ukoliko nalog za plaćanje dolazi do poverioca (korisnika) zahtevom za isplatu menice ili čeka, odobrenje računu poverioca prethodi obično zaduženje dužnika.

Promet na žiro–računima može biti direktan ukoliko se vrši između dva žiro–računa kod iste banke ili posredni ukoliko se obavlja izmedu dva žiro–računa koi se vode kod različitih banaka u istom ili različitim mestima u zemlji. Sa gledišta organizacije kod koje se vodi, žiro–račun ima uvek pasivan karakter a njima se daje mogućnost plaćanja samo u okvirima raspoloživog potraživanja. U sistemu žiro prometa, obavezno je da svaki subjekt koji učestvuje u njemu obavezno mora uvek da raspolaže onolikim iznosom sredstava koliko iznose njegove obaveze.

S obzirom na to da žiro promet ima potrebu da stalno angažuje novčana sredstva u iznosu ukupnih obaveza koje dospevaju svakoga dana, on manje doprinosi ubrzavanju cirkulacije novčanih sredstava u odnosu na sistem plaćanja putem kliringa kod njega inače dolazi do veće upotrebe raznih hartija od vrednosti.

[589] Trifunović dr Predrag: *Banke, organizacija i poslovanje,* Politika, Službeni *list,* Beograd.

5. OSTALI OBLICI PLATNOG PROMETA

U ostale oblike izmirivanja obaveza ubrajamo kompenzaciju, asignaciju, cesiju i preuzimanje duga. Ovi oblici ne predstavljaju prave oblike plaćanja i nemaju za cilj stvaranje nove kupovne snage, već samo raščišćavanje postojeće obaveze dugovanja i potraživanja.

1) KOMPENZACIJA

Kompenzacijajeprestanakuzajamnihjednorodnihobavezaputem prebijanjajedne drugom. Ona se može sprovesti kada jedna organizacija ima obaveze prema drugoj organizaciji uz istovremeno potraživanje od te druge organizacije. Ako su obaveze i potraživanja izmedu tih organizacija jednake, one se medusobno gase, a ako nisu prebijanje se vrši za iznos manje obaveze koja se u celini gasi, dok se iznos veće obaveze smanjuje za prebijeni deo i ostaje kao obaveza samo za razliku izmedu prebijenog iznosa. Razlika iznad prebijenog–kompenziranog iznosa veće obaveze ostaje kao obaveza koja se izmiruje redovnim postupkom plaćanja. Kompenzacija se može sprovesti samo ako su ispunjeni određeni uslovi:

- da su dve organizacije – osobe jedne prema drugoj u odnosu dužnika i poverioca, kao i da postoji volja obeju strana da svoje obaveze–potraživanja međusobno ugase putem prebijanja;
- da su potraživanja jednorodna, npr. novčano potraživanje;
- da su obaveze–potraživanja dospele.

U zavisnosti od broja učesnika u izmirenju dužnličko poverilačkog odnosa, razlikujemo dve vrste kompenzacija: bilateralne i multilateralne. Bilateralna kompenzacija je prestanak dve uzajamno jednorodne obaveze putem prebijanja jedne drugom. Multilateralna kompenzacija je prestanak više uzajamno jednorodnih dospelih obaveza njihovim međusobnim prebijanjem. Ovde postoji više učesnika čije su obaveze jednorodne i dospele.

Pored ove dve vrste kompenzacija (bilateralne i multilateralne) postoje i sledeće vrste: zakonska, dobrovoljna, potpuna, nepotpuna.

Plaćanje medusobnih obaveza putem prebijanja podrazumeva da jedna pravna osoba ima istovremeno i potraživanje i obavezu (dugovanje) prema drugoj pravnoj osobi, u kom se slučaju radi o takozvanoj bilateralnoj kompenzaciji, odnosno da jedna pravna osoba duguje drugoj pravnoj osobi, da druga pravna osoba duguje trećoj pravnoj osobi, a da treća pravna osoba duguje prvoj pravnoj osobi, u kom se slučaju radi o takozvanoj multilateralnoj kompenzaciji, u kojoj može biti takoreći neograničen broj učesnika, odnosno u kojoj sudeluju najmanje tri pravne osobe a može ih biti daleko više.

2) CESIJA POTRAŽIVANJA

Cesija je ustupanje potraživanja, odnosno prenošenje potraživanja ranijeg poverioca (cedent) od njegovog dužnika (cesus) na novog poverioca (cesionar).

U cesiji učestvuju tri organizacije–osobe:

- poverilac koji ustupa svoje potraživanje,
- novi poverilac na koga se prenosi (cedira) potraživanje,
- dužnika po potraživanju, koji se prenosicedira, koji i dalje zadržava ulogu dužnika po istoj osnovi, samo što obavezu mora izmiriti, umesto prvobitnom poveriocu, novom poveriocu.

Cesija nastaje na osnovu ugovora ili sudske odluke, a u nekim slučajevima i iz određenih zakona.

Najčešći oblik u kome se cesija pojavljuje je ugovorna i ona nastaje na osnovu ugovora koji se zaključuje između starog poverioca i novog.

Svaka cesija postoji u slučaju kada cesionar na osnovu pristanka cesusa naplati svoje potraživanje koje je on imao u odnosu na cedenta.

Zakonska cesija je takva cesija kod koje tražbina prelazi na drugog subjekta a pri tome se ne izdaje pismeni sporazum o prenošenju. Primer: slučaj kada jamac plati dug za glavnog dužnika.

Prema tome za podmirenje obaveza ustupanjem potraživanja – cesijom uslov je da postoji dužničko–poverilački odnos izmedu najmanje dve pravne osobe, a da sudeluju najmanje tri pravne osobe i to: poverilac koji prenosi – cedira svoje potraživanje, novi poverilac na kogaje preneto – cedirano potraživanje i dužnik koji samo menja poverioca u smislu da obavezu koju ima prema prvobitnom poveriocu (cedentu) podmiruje novom poveriocu (cesionaru).

3) PREUZIMANJE DUGA

Ovde učestvuju tri osobe:

- dužnik koji prenosi dugovanje na novog dužnika,
- novi dužnik koji preuzima dug prethodnog dužnika,
- poverilac po preuzetom dugu koji dalje zadržava ulogu poveriocu po određenom potraživanju, s tim što obavezu prema njemu treba umesto prethodnog dužnika izvršiti novi dužnik, koji je preuzeo obavezu izmirenja duga.

Suština preuzimanja duga jeste promena dužnika, dakle suprotno od cesije potraživanja.

Prema tome i kod preuzimanja duga uslov je da postoje tri subjekta i to: dužnik koji prenosi dugovanje odnosno obavezu na novog dužnika; novi dužnik koji preuzima dug od prethodnog dužnika i poverilac koji je i prvobitno bio poverilac, dakle neizmenjeni poverilac kome potraživanje treba isplatiti novi dužnik.

4) ASIGNACIJA

Asignacija je upućivanje novog dužnika (asignata) da izmiri obavezu dosadašnjeg dužnika (asignanta) prema njegovom poveriocu.

Tu postoji odnos triju organizacija–osoba radi izmirenja dvaju obaveza. Da bi se asignaija mogla provesti, odnos izmedu tih organizacija treba biti takav, da se prva organizacija javlja u ulozi dužnika i poverioca, druga da bud samo dužnik, a treća samo poverilac.

- prva da izda nalog drugoj organizaciji da za njen račun izmiri obavezu prema trećoj organizaciji,
- druga da prihvati izmirenje obaveze prema trećoj organizaciji za račun prve organizacije,
- treća da prihvati izmirenje potraživanja od prve organizacije na ovaj način.

Da bi se asignacija mogla izvršiti potrebno je da budu ispunjena još dva uslova: da su obaveze jednorodne i da su dospele za plaćanje.

Dakle bitna razlika izmedu asignacije i preuzimanja duga jeste u tome što prvobitni dužnik – asignant i dalje ostaje u obavezi prema poveriocu – asignatoru i to sve do ispunjenja obaveze, a kod preuzimanja duga prestaje obaveza prvobitnog dužnika prema poveriocu i nastaje novi odnos između poverioca i preuzimaoca duga.

U asignaciji mogu učestvovati tri ili više pravnih osoba, a asignacijom se može podmiriti obaveza, odnosno naplatiti potraživanje do visine najmanjeg iznosa obaveze, odnosno potraživanja. U asignaciji jedna pravna osoba ima samo potraživanje, znači samo poverilac, a jedna pravna osoba ima samo obavezu, znači samo je dužnik, a svi ostali subjekti imaju međusobni dužničko–poverilački odnos, tj. imaju medusobne obaveze i potraživanja.

6. INSTRUMENTI PLAĆANJA U UNUTRAŠNJEM PLATNOM PROMETU

1) ZNAČAJ I VRSTE INSTRUMENATA PLAĆANJA U UNUTRAŠNJEM PLATNOM PROMETU

Pod pojmom instrumenata unutrašnjeg platnog prometa podrazumevaju se obrasci koji se upotrebljavaju pri sprovođenju određene novčane transakcije, odnosno, omogućuju da se izvrši prenos sredstava, uplata, isplata ili podizanje gotovine sa računa.

Širi pojam instrumenata platnog prometa uključuje i one obrasce koji za datu novčanu promenu koriste prethodne instrumente, ti obrasci su poznati pod zajedničkim imenom: „ostali instrumenti – obrasci platnog prometa”.

Instrumenti–obrasci platnog prometa koji se sada nalaze u upotrebi primenjuju se za sva plaćanja u unutrašnjem platnom prometu koja se moraju vršiti primenom jednoobraznih instrumenata – obrazaca platnog prometa i koji se prema funkciji dele na:

(1) Gotovinske naloge, koji se koriste pri uplati novca u korist računa korisnika, ili podizanja gotovine, odnosno isplati sa računa korisnika. Tu spadaju:

(a) nalozi za uplatu:

- poštanska uputnica
- opšta uplatnica
- posebna uplatnica

(b) nalog za isplatu

- ček
- uputnica
- uputnica za doznake iz inostranstva
- nalog za gotovinsku ispiatu
- gotovinski nalog po isplatnoj knjižici

(2) Bezgotovinske naloge – virmanske naloge, koji se koriste pri prenosu sredstava sa računa dužnika na račun poverioca:

- opšti nalog za prenos
- poseban nalog za prenos
- nalog za obračun
- nalog za naplatu
- poseban nalog za plaćanje obaveza
- obračunski ček

(3) Interne naloge službe, kod kojih je inicijator promene na računima korisnika službe na osnovu zakonskih ovlašćenja ili koje služba izdaje na osnovu naloga korisniku u cilju bržeg prenosa sredstava:

- interni nalog za prenos
- teleprinterski nalog

(4) Naloge za obračun sa poštama, koji se koriste za obračun kod pošta, na temelju izvršenih određenih uplata, isplata gotovine što su ih pošte u toku dana izvršile za račun poštanskih štedionica i banaka:

- prijava uplata poštanskih uputnica
- prijava uplata po štednim ulozima
- isplata poštanskih uputnica
- isplata medunarodnih poštanskih uputnica
- isplata po štednim ulozima
- nalog za obračun isplaćenih čekova po tekućem računu gradana

(5) **Ostali instrumenti** – obrasci platnih prometa, koji omogućavaju raspolaganje sredstvima korisnika koji se vode na računu Službe za platni promet:

- cirkularno kreditno pismo
- interni nalog za knjiženje
- računska knjižica
- akreditiv
- isplatna knjižica.[590]

Plaćanje preko računa vrši se: obračunom, bezgotovinski s računa i gotovim novcem.

[590] Hadži–Petrović" Miljka: Unutrašnji platni promet u Jugoslaviji, Informator, Zagreb, 1980, str. 85–133.

2) PLAĆANJE GOTOVIM NOVCEM

Dinar kao zakonsko sredstvo plaćanja na području Srbije, u obliku novčanica i kovanog novca (van upotrebe za sada), izdaje u svojstvu emisione banke, a prema zakonskim odredbama Narodne banke. Ovo znači da su svi subjekti domaćeg dinarskog platnog prometa dužni primati spomenute novčanice u cilju naplate svojih potraživanja i s njime definitivno plaćati svoje novčane obaveze.

Puštanje u opticaj i povlačenje iz opticaja novčanica i kovanog novca NBS obavlja posredstvom organizacionih jedinica Služba za platni promet, jer prema zakonskim odredbama Služba organizuje i ostvaruje domaći dinarski platni promet. Pojavni oblici izradenih novčanica i kovanog novca su: blagajnička rezerva, blagajnička gotovina, gotovina na putu i gotovina kod pošta.

Pravno lice dužno je da novac primrjen u gotovu, po bilo kom osnovu, uplati kod nosioca platnog prometa kod koga ima otvoren poslovni račun istog dana, a najdocnije narednog radnog dana.

Poslovna jedinica pravnog lica koja vrši naplatu u gotovom novcu, a u čijem sedištu nema organizacione jedinice nosioca platnog prometa kod koga ima otvoren poslovni račun, primljeni novac može uplatiti u roku kod najbliže jedinice preduzeća PTT saobraćaja.

Izuzetno ako je mesto poslovne jedinice pravnog lica udaljeno najmanje 15 kilometara od sedišta Službe, banke i druge finansijske organizacije i jedinice preduzeća PTT saobraćaja, novac primljen u toj poslovnoj jedinici može se uplaćivati u određenim periodima, koji ne mogu biti duži od tri dana.

Pravno lice može za plaćanje u gotovom novcu podizati sa računa i držati u svojoj blagajni gotov novac do visine blagajničkog maksimuma.

Visina blagajničkog maksimuma utvrduje se u skladu s kriterijumima koje propisuje Narodna banka Jugoslavije.[591]

3) INSTRUMENTI GOTOVINSKOG PLAĆANJA

Instrumentima gotovinskih plaćanja regulišu se plaćanja kod kojih se gotovo novac javlja ili na početku ili na kraju postupka plaćanja i to onda kad platilac ili korisnik ne raspolažu tekućim ili žiro–računom, odnosno kada takvim računima ne raspolažu oba subjekta.

Poštanska uputnica se koristi u slučajevima uplate gotovog novca kada ni platilac ni primalac ne raspolažu tekućim, odnosno žiro–računom i takvo plaćanje može da bude obično i telegrafsko. Uplata i isplata gotovog novca obavlja se preko pošte.

Opšta uplatnica se primenjuje u svim slučajevima kada platilac ne raspolaže tekućim, odnosno žiro–ačunom, a korisnik odnosno primalac raspolaže tekućim, odnosno žiro računom. Uplatu preko opšte uplatnice vrše građani i pravna lica kada je potrebnim subjektima, bankama, državnim organima i ustanovama i fondovima. Opštu uplatnicu koriste takođe i transaktori kada vrše uplate gotovine dnevnog pazara i viška gotovine iznad blagajničkog maksimuma, u korist svog žiro računa. Uplate po opštoj uplatnici mogu se izvršiti u banci, pošti ili filijali Službe. Opšta uplatnica se sastoji iz tri dela: (1) Priznanice, (2) Izveštaja o uplati, (3) Izveštaja za arhivu.

[591] Zakon o platnom prometu, Ibid.

Posebna uplatnica ili uplatnica sa posebnom namenom služi za uplatu gotovog novca kada su u pitanju plaćanja određenih obaveza: uplata kazni po rešenjima sudije za prekršaje, tj. za sve vrste gotovinskih uplata kod kojih postoji potreba dokazivanja nadležnom organu da je izvršena uplata. Posebna uplatnica se sastoji iz četiri dela: priznanice, izveštaja nadležnom organu, izveštaja o uplati i izveštaja za arhivu.

Gotovinski ček je novčani instrument na osnovu koga privredni subjekt, odnosno korisnik akreditiva daje nalog Službi da se na teret njegovog računa, odnosno akreditiva izvrši isplata odredenog iznosa novca označenom licu ili donosiocu čeka. Gotovinski čekovi se koriste prilikom isplate ličnih dohodaka, materijalnih troškova, za podizanje gotovine sa računa privrednog subjekta.

Uputnica je gotovinski instrument koji se upotrebljava za isplatu određenog iznosa označenom subjektu. Isplata na osnovu uputnice se vrši na blagajnama pošta ili organizacionih jedinica Službe. Prijem novca korisnik potvrduje svojim potpisom na samoj uputnici, a pošto se izvrši isplata uputnica se vraća organizacionoj jedinici Službe kod koje se vode računi nalogodavca.

Uputnica za doznake iz inostranstva predstavlja gotovinski instrument kojim Narodna banka Jugoslavije i banke vrše isplate (odredenim licima) dinarske protiwrednosti deviznih sredstava koja su doznačena iz inostranstva. Isplata uputnica za doznake iz inostranstva može se izvršiti na blagajni službe ili pošta u zemlji.

Uputnica za doznake iz inostranstva sastoji se iz četiri dela: uputnice za doznake iz inostranstva, priznanice–povratnice, izveštaja za arhivu i izveštaja za korisnika. Prijem novca korisnik potvrduje svojim potpisom na odredenom mestu uputnice koja se zajedno sa priznanicom–povratnicom koja je ispisana na stranom jeziku dostavlja nalogodavcu.

Nalog za gotovinsku isplatu je gotovinski instrument koji se koristi za: isplatu po računskim knjižicama kod pošta i organizacionih jedinica Službe, isplata u vezi sa cirkulacionim kreditnim pismima, isplate po sudskim rešenjima, isplate obveznica, kupona idr.

Nalog za gotovinsku isplatu ima dva primerka: nalog za gotovinsku isplatu i izveštaj o isplati gotovine.

Gotovinski nalog po isplatnoj knjižici se koristi prilikom isplata invalidnina ratnim vojnim invalidima, novčanih naknada koje imaju stalan karakter, isplate poslanicima, Skupštine, poslanici, skupština republika i pokrajina kao i za isplate po drugim isplatnim knjižicama.

Gotovinski nalog **po isplatnoj knjižici** se sastoji iz: gotovinskog naloga po isplatnoj knjižici i izveštaja po isplatnoj knjižici.

4) INSTRUMENTI BEZGOTOVINSKOG PLAĆANJA

Bezgotovinsko plaćanje predstavlja takav način plaćanja kod koga se plaćanja obavljaju prenošenjem određenih iznosa novca sa računa nalogodavca–dužnika na račun korisnika–poverioca. Prema tome, bezgotovinsko plaćanje se realizuje prenošenjem u knjigama odredenog novčanog iznosa sa jednog u korist drugog računa u okvirima jedne, ukoliko se računi vode kod iste finansijske organizacije, ili kod dve ako subjekti raspolažu računima kod različitih banaka, odnosno finansijskih organizacija.

Za obavljanje platnog prometa otvaraju se sledeći računi:

1. Poslovni računi;
2. Uplatni računi javnih prihoda i računi za zajedničku isplatu prihoda;
3. Računi za posebne namene i drugi računi u skladu s propisima. Učesnik u platnom prometu može imati samo jedan poslovni račun.

Nosioci platnog prometa otvaraju poslovne račune učesnicima u platnom prometu na njihov zahtev, na način i pod uslovima utvrđenim zakonom.

Poslovni računi mogu se otvarati kao žiro–računi ili kao tekući računi. Žiro–računi otvaraju se kod nosilaca platnog prometa na zahtev učesnika u platnom prometu. Tekući računi otvaraju se kod nosioca platnog prometa na osnovu ugovora zaključenog između učesnka u platnom prometu i nosioca platnog prometa koji obavlja kreditno–depozitne poslove.

Ako se tekući račun otvara kod nosioca platnog prometa koji ne obavlja depozitno–kreditne poslove, promene na tom računu evidentiraju se i na računu nosioca platnog prometa potpisnika ugovora o otvaranju tekućeg računa.

Pravna lica otvaraju račune kod nosilaca platnog prometa prema svom sedištu, a fizička lica – nezavisno od prebivališta, prema ugovoru. Pravno lice može otvoriti račun svom delu, koji sastavni deo računa pravnog lica, prema sedištu dela pravnog lica.

Nalog za plaćanje s računa ispostavljaju:

1. Imaoci računa;
2. Poverioci, na osnovu dospelih hartija od vrednosti i drugih instrumenata obezbeđivanja plaćanja, otvorenih akreditiva, drugih propisnih ili ugovorenih ovlašćenja;
3. Nosioci platnog prometa, na osnovu sudskih i drugih izvršnih naslova, zakonskih ovlašćenja i svojih internih naloga radi delimičnog izvršavanja naloga, naplate usluga, ispravke grešaka i sl.

Naloge za plaćanje ispostavljaju lica čiji su potpisi deponovani kod nosioca platnog prometa kod koga se vodi račun učesnika u platnom prometu.

Službe platnog prometa primaju od učesnika u platnom prometu naloge za plaćanje i drugu propisanu dokumentaciju platnog prometa. Nosilac platnog prometa vratiće podnosiocu nalog za plaćanje koji nije ispostavljen u skladu sa propisima, i na njegov zahtev, u roku od tri dana od dana podnošenja, pismeno obrazložiti razloge za vraćanje naloga.

Plaćanje s računa vrši se do visine pokrića na računu izdavaoca naloga. Pod pokrićem, podrazumevaju se stanje sredstava na računu od prethodnog dana, sredstva prispela u toku dana (dnevni priliv) i sredstva do visine odobrenog neiskorišćenog okvirnog kredita, umanjeno za izvršena plaćanja (dnevni odliv) do momenta utvrđivanja pokrića. Nalozi za plaćanje za čije izvršavanje nema pokrića evidentiraju se i izvršavaju prema vremenu prijema, ako zakonom nije drugačije odredeno.

Nosilac platnog prometa izvršava naloge za prinudnu naplatu iz svih sredstava učesnika platnog prometa koji se vode na računima kod tog nosioca ako zakonom nisu izuzeta od izvršenja i ako na teret tih sredstava nisu izdati instrumenti plaćanja. Nosilac platnog prometa u nedostatku sredstava za izvršenje naloga za plaćanje u celini, izvršava nalog delimično, do visine raspoloživih sredstava na računima dužnika, intemim nalogom.[7]

Sredstva učesnika u platnom prometu koja se evidentiraju na računima kod službe i drugih nosilaca platnog prometa koji nisu depozitari dnevno se uključuju kao

depoziti po videnju u račune banaka i drugih depozitara saglasno zakonu, odnosno zahtevu imaoca računa. Novčana sredstva na računima depozitara, neugovoreni depoziti na računima učesnika u platnom prometu i sredstva na računima koji se po saveznom zakonu smatraju depozitom Narodne banke, dnevno se uključuju kao depozit po videnju Narodne banke. Nalozi za uključivanje sredstava izvršavaju se bez odlaganja.

Nosioci platnog prometa dostavljaju izveštaje o izvršenom platnom prometu učesnicima u platnom prometu koji kod njih imaju otvorene račune najdocnije narednog radnog dana. Nosioci platnog prometa i učesnici u platnom prometu mogu ugovoriti i drugi rok za dostavljanje izveštaja.

Nosioc platnog prometa dužan je da naloge za plaćanje prima od učesnika u platnom prometu u toku celog radnog dana i da te naloge izvrši istog dana kad ih je primio. Ako je nosilac platnog prometa primio nalog za plaćanje, za učesnika čiji se račun vodi kod drugog nosioca platnog prometa, dužan je da nalog dostavi tom nosiocu istog dana, a najdocnije narednog radnog dana.

Regulisanje obaveza nalogom za prenos ili takozvanim žiralnim novcem obavlja se u skladu s ugovorom između poverioca i dužnika, tj. ako je ugovorom određeno da se podmirivanje obaveze obavlja nalogom za prenos, odnosno ako ugovorom neki drugi način podmirenja obaveze. Podmirenje obaveza nalogom za prenos obavlja se i kad su u pitanju propisane obaveze koje se ne mogu podmirivati na drugi način kao što su obaveze za porez na promet, za poreze i doprinose iz dohotka, odnosno dobiti i sl.

Uputstvom o obliku, sadržaju i upotrebi jednoobraznih obrazaca za obavljanje poslova platnog prometa u zemlji putem Službe za platni promet propisano je da se bezgotovinska plaćanja, odnosno plaćanja prenosom sredstava sa žiro i drugih računa obavlja korišćenjem obrazaca:

Opšti nalog za prenos – Obrazac kojim dužnik nalaže organizacionoj jedinici Službe da na teret njegovog računa izvrši prenos sredstava na račun drugog pravnog lica.

Poseban nalog za prenos – Obrazaca koji je u svemu isti kao i prethodni, s tim što se podnosi u četiri primerka, dok se prethodni obrazac podnosi u tri primerka. Ovaj obrazac koristi se u slučajevima kad je dužniku potreban jedan primerak naloga kao dokaz o izvršenom plaćanju.

Navedenim uputstvom propisano je šta sadrži Opšti nalog za prenos, odnosno Posebni nalog za prenos, da jedan overen primerak naloga dostavi dužniku (izveštaj o zaduženju), jedan overen primark poveriocu odnosno pravnoj osobi na čiji su račun prenesena sredstva (izveštaj o odobrenju) i da jedan primerak zadrži u svojoj dokumentaciji.

Radi sprovođenja odredbi člana 12. stav 1. Zakona o finansijskom poslovanju u članu 13. stav 1. istog Zakona propisano je da je pravna osoba dužna da naloge za plaćanje svih dospelih nepodmirenih obaveza podnese nadležnoj organizacionoj jedinici Službe društvenog knjigovodstva najkasnije na dan dospeća obaveze. U vezi s tim u članu 26. tačka 5. ovog Zakona propisana je novčana kazna osobi ako do dana dospeća ne podnese nadležnoj Službi društvenog knjigovodstva naloge za plaćanje dospelih nepodmirenih obaveza.

S obzirom da Nalog za prenos sadrži i podatke o danu nastanka dužničko–poverilačkog odnosa Služba u okviru preventivne kontrole kontrolše i da li je nalog za plaćanje dostavljen do dana dospeća obaveze. Medutim, tačnost podataka o danu

nastanka dužničko–poverilačkog odnosa koji je unesen na obrascu Nalog za prenos Služba može kontrolisati samo u okviru eksterne kontrole, tj. kod pravne osobe.

Ako pravna osoba ne raspolaže sredstvima na računima kod Službe i sredstvima iz okvirnog kredita koji može koristiti po principu tekućeg računa za podmirenje svih dospelih obaveza (osnova za naplatu i naloga za plaćanje) organizaciona jedinica Službe vodi evidenciju o rasporedu prijema osnova za naplatu i naloga za plaćanje istog prioriteta prema danu i satu njihovog prijma i izvršava ih po redosledu propisanom u članu 14. Zakona o finansijskom poslovanju.

Nalog za obračun kao virmanski nalog se koristi u svim slučajevima kada je potrebno da se vrši knjiženje avaliste, odnosno isplatila obavezu po garanciji na teret računa garanta ili supergaranta.

Nalog za naplatu se upotrebljava u slučajevima kada nalogodavac (poverilac) nalaže Službi da na teret drugog korisnika izvrši prenos sredstava u korist njegovog računa. Ovaj nalog se upotrebljava u slučajevima:

- kada je dužnik otvorio akreditiv u korist poverioca, ili ako mu je predao menicu,
- kada pravno lice zadužuje račun banke na osnovu čekova primljenih i dostavljenih banci po tekućim računima gradana po kojima je odnosna banka trasat kao i na osnovu izvršenog otkupa stranih sredstava plaćanja za račun banke.

Poseban nalog za plaćanje obaveza se koristi za bezgotovinska plaćanja obaveza izmedu pravnih lica u roku od 15 dana od dana isteka obračunskog perioda za koji se utvrduje prihod, pod uslovom:

- da je dužničko–poverilački odnos nastao u toku poslednjih 15 dana obračunskog perioda i
- da je doznaka, odnosno uplata prispela u toku od 15 dana od nastanka dužničko–poverilačkog odnosa.

Posebnim nalogom za plaćanje obaveza vrše se plaćanja po osnovu: prometa proizvoda i vršenja usluga, osim u slučajevima kada su poveriocu uručeni instrumenti osiguranjVplaćanja,

- povraćaja dažbina,
- raspoređivanja zajednički ostvarenog prihoda, odnosno zajednički ostvarene dobiti po osnovu američkog ulaganja,
- kamata na kredite, naknada za vršenje bankarskih usluga i drugih obaveza prema banci, odnosno finansijskoj organizaciji koji ulaze u ukupan prihod tih organizacija,
- premija osiguranja.

Obračunski ček se upotrebljava za obezbedenje plaćanja kao i plaćanja izmedu pravnih lica. Obračunski ček je trasiran na Službu kod koje se vodi račun trasanta.

Obračunski ček uvek izdaje dužnik na teret svog računa „po naredbi" poverioca i sa navedenim brojem računa, kao i nazivom poverioca.

Obračunski ček se može izdati na donosioca i na njemu mora da stoji oznaka šta se njime plaća, iz čega može da se ustanovi – da li se njime plaćaju obaveze za koje je propisana obaveza obezbeđenja plaćanja.

Akceptni nalog služi za obezbeđivanje plaćanja, odnosno za naplatu o roku dospeća. Ovaj nalog izdaje dužnik upisujući, pored elemenata opšteg naloga za prenos, i datum dospeća naloga, a uručuje ga poveriocu.

Poverilac potpisuje i overava akceptni nalog i podnosi na naplatu filijali Službe dužnika, neposredno ili poštom, najdocnije na dan dospeća naloga. Akceptni nalog se ispisuje kopirno u tri primerka.

Zbirni nalog za prenos upotrebljava se kada preduzeće–nalogodavac nalaže da se na teret njegovog računa izvrši prenos sredstava na račune više pravnih lica, kao i u slučaju kada nalogodavac nalaže da se na teret njegovog računa prenesu sredstva u korist jednog računa po više osnova plaćanja. Zbirni nalog može imati više strana, označenih rednim brojem, može se štampati na sredstvima za automatsku obradu podataka, s tim što po obliku i sadržini treba da bude identičan propisanom obrascu.

Svaki nalog za prenos u zbirnom nalogu, označen rednim brojem, smatra se zasebnim nalogom za prenos. Ovaj nalog za prenos sredstava korisnicima čiji se računi vode u filijali Službe kod koje se vode računi nalogodavća, a posebno za plaćanje u korist računa koji se vode u ostalim filijalama Službe.

Zbirni nalog za prenos sadrži osnovne elemente opšteg naloga za prenos, kao i specifične pojedinačne iznose, brojeve i nazive računa korisnika, a sastavljaju se kopimo u dva primerka.

Tekući računi. Bezgotovinsko plaćanje i prikupljanje sredstava gradana tekućim računima od bitne je važnosti za dalji ukupan rast neoročenih sredstava gradana u bankarskim organizacijama. Stabilizacioni programi zahtevaju aktivnost u svim sferama društvenog života, medu kojima i u monetarnoj oblasti, posebno u obezbedivanju likvidnih sredstava i dodatnih izvora fmansiranja tekuće reprodukcije.

Poslednjih godina odredeni poremećaji u društvu (ekonomska blokada, hiperinfiacija, opadanje realnih ličnih dohodaka), izazvali su negativne pojave, smanjivanje mogućnosti gradana da štede, pojačale nepoverenje u štednju, što je imalo uticaja na realan rast štednje uopšte. Povećanje kamatnih stopa na štedne uloge u poslednje dve godine, kao protivteže stopi inflacije, doprinelo je da dodu do izvesnog smirenja i oživljavanja ukupne štednje, uz izmenu njene strukture. Cilj bankarskih institucija mora dabude veće usmeravanje na razvoj tekućeg računa nego na razvoj a vista štednje (štednja po videnju) za kojom interes građana opada.

Prioritettreba dati tekućim računima jer postoje očigledne prednosti (1) zbog tehnike rada, (2) zbog jednostavne manipulacije, (3) bržeg korišćenja sredstava, (4) mogućnosti

dobijanja pozajmice, (5) manjeg uticaja kriznih situacija i poremećaja, a posebno (6) zbog potrebe razvoja bezgotovinskog načina plaćanja. Prilikom izdavanja čekovnih blanketa vodi se računa da se vlasniku računa izda potreban broj primeraka prema njenoj kreditnoj sposobnosti. Izdavanje čekova bez pokrića nije samo problem naših banaka, jer i u zemljama gde je bezgotovinski način plaćanja razvijeniji, prateća je pojava.

Novčana kartica. Kartica predstavlja instrument bezgotovinskog načina plaćanja koja se emituje kao plastična kartica koja glasi uvek isključivo na ime (izuzev redovne kartice). Kartica može nositi i druge podatke: ime člana, odnosno emitenta, ime nacionalnog programa, oznake usluga prema želji korisnika na poledini kartice i sl. Polazeći od ugovornog odnosa izmedu korisnika kartica u svetu egzistira sistem specijalnih karticai sistem univerzalnih kartica. U sistemu specijalnih kartica karakterističan je dvostrani odnos – i to odnos izmedu emitenta i korisnika kartice, dok

naspram ovog sistema sistem univerzalnih kartica podrazumeva trostrani odnos, tj. odnos izmedu emitenta, korisnika kartice i prodajnog mesta, odnosno mreže akceptanata. Prema tome, kod specijalnih kartica emitent **je** istovremeno i prodajno mesto, odnosno mreža akceptanata, što nije slučaj kod univerzalnih kartica. U okviru navedene klasifikacije, a prema geografskom području važenja, kartice se svrstavaju na nacionalne i internacionalne. Nacionalne kartice omogućavaju korisniku kartice da kupuje robu ili koristi usluge samo na naznačenoj teritoriji važenja na kartici. U suštini, takva vrsta kartice kod nas, predstavlja komplementarni instrument čovekovoj kartici po tekućim računima gradana.

Internacionalna kartica, za razliku od nacionalne, može da se koristi u celom svetu, odnosno kako na područjima emitenta, tako i u svim zemljama gde se kartica prihvata. Nacionalne i internacionaln kartice mogu biti: kreditne, debitne; kartice automatske blagajne, kartice za velike kupovine, imovinske, elektronske...

Kreditna kartica podrazumeva prethodno odobrenu kreditnu liniju. Bolje rečeno, korisniku kartice je otvorena kreditna linija kod određenog limita tj. revolving kredit. Korisnik kartice može vršiti kupovinu robe ili korišćenje usluge samo do utvrđenog limita otvorene kreditne linije.

Debitne kartice, za razliku od kreditnih, baziraju se na deviznom i tekućem računu. Prema tome, sve transakcije nastale pri korišćenju kartice zadužuju jedan od dva računa zavisno po kome je osnovu izdata kartica. Ukoliko je kartica korišćena u Jugoslaviji tada će sve nastale transakcije tretirati tekući račun. Sve transakcije, nastale pri korišćenju kartice u inostranstvu, teretiće devizni račun korisnika kartice.

Kartice automatske blagajne bazirane su na čekovima, štednom ili kreditnom računu. Sa ovom karticom, korisniku **je** u odredenim mestima gde postoje bankomati, takozvane gotovinske blagajne, automatski podiže novac do odredenog iznosa. Sve transakcije nastale korišćenjem ove kartice tretiraće račun korisnika kartice.

Kartice za velike kupovine podrazumevaju prethodno otvaranje kreditne linije pod specijalnim uslovima. Ovde se radi o specifičnoj kreditnoj kartici koja omogućava korisnicima da izvrše nabavku opreme za domaćinstvo.

Imovinske kartice predstavljaju instrument koji omogućava korisniku da raspolaže imovinom koja se vodlna računu zajedničkih sredstava ili omogućava korisniku da raspolaže hartijama od vrednosti.

Elektronska kartica predstavljanajsavremenijlinstrumentplaćanjakojijemog uće koristiti jedino u mreži akceptanata, odnbsno prodajnim mestima koja raspolažu specijalnim terminima, tj. opremom sposobnom za prihvat kartica. Ova kartica u pogledu bezbednosti od zloupotrebe, neovlašćenog korišćenja, za razliku od svih navedenih, pruža punu sigurnost kako za korisnika kartice, tako i za emitenta.

Evidentno je da pored novčanih kartica ima i drugih instrumenata bezgotovinskog sistema plaćanja, kao što su čekovne kartice po tekućim računima i euroček garantne kartice.

7. INSTRUMENTI OSIGURANJA PLAĆANJA

Kao instrumenti osiguranja plaćanja mogu služiti: **obračunski** ček, **menica sa avalom, neopoziv dokumentarni akreditiv i garancija.**

1) OBRAČUNSKI ČEK

Obračunski ček se upotrebljava za osiguranje plaćanja i plaćanje obaveza za koje je propisana dužnost osiguranja plaćanja. To je ček trasiran na Službu za platni promet kod koje se vode računi trasanta. Obračunski ček izdaje dužnik na teret svog računa a po nalogu poverioca (sa navedenim brojem računa i nazivom poverioca). Taj ček ne može biti izdat na donosioca. Ček mora sadržati oznaku šta se njime plaća, iz koje se može videti da li se plaćaju obaveze za koje je propisana dužnost osiguranja plaćanja. Ako se dužnik želi osigurati da u momentu podnošenja čeka na naplatu bude sredstava na njegovom računu, kako ne bi došlo do protesta čeka, on može izdvojiti sredstva na poseban račun kod Službe. Ovako izdvojena sredstva ne mogu se angažovati za isplatu drugih obaveza dužnika. Ona služe samo ža isplatu čekova trasiranih na teret posebnog računa. Na svim primercima čeka ka i na talonu otisnute su dve paralelne crte iz donjeg levog i gomji desni ugao, a na primerku Obračunskog čeka izmedu tih crta stavljena je oznaka „samo za obračun".

2) MENICA S A AVALOM

Pod menicom kao instrumentom osiguranja plaćanja podrazumeva se pismena izjava data u propisanoj formi kojom se jedna organizacija obavezuje da će u određeno vreme i u određenom mestu (po pravilu sedištu Službe kod koje se vode njeni računi) isplatiti označeni iznos organizaciji imenovanoj u menici ili po njenom nalogu. Menica kao instrument osiguranja plaćanja može se koristiti samo na osnovu dužničko–poverilačkih odnosa nastalih iz prometa robe i vršenja usluge. Menica kao instrument osiguranja plaćanja mora biti vlastita trasirana menica, odnosno, menica u kojoj je trasat i transant jedna ista organizacija. Menica mora biti avalirana i to na celi menični iznos. Menicu može avalirati svako pravno lice osim trasanta, ako ispunjava uslove za davanje avala. Aval se uvek daje za trasanta. Avalist jamči isplatu menice sa računa trasanta, a ako na njegovom računu nema ili nema dovoljno sredstava, menicna obaveza se izmiruje iz raspoloživih sredstava sa svih računa avaliste. Menica kao instrument osiguranja plaćanja mora imati tačan datum dospeća, odnosno to je menica plativa na određen dan. Menica mora biti domicilirana na Službu kod koje se vode računi dužnika.

3) NEOPOZIV DOKUMENTARNI AKREDITIV

Neopoziv dokumentarni akreditiv koriste se kao instrument osiguranja plaćanja u svim onim slučajevima kada se plaćanje ima izvršiti prema dokumentaciji koja se predvida u ugovoru zainteresovanih subjekata (kupca i prodavca). Kupac je obavezan da kod Službe za platni promet prilikom otvaranja akreditiva stavi na raspolaganje odredeni iznos vrednosti proizvoda koja imaju karakter izdvojenih sredstava i koja se mogu koristiti samo i isključivo kada su u pitanju isplate u vezi sa otvorenim akreditivom.

Neopoziv dokumentarni akreditiv koriste se ne samo kao instrument osiguranja plaćanja već i kao instrument koji treba da maksimalno obezbedi da će posao koji se plaća posredstvom ovog instrumenta biti i kvalitativno i kvantitativno izvršen. S tim u vezi, u uslovima se obično tačno preciziraju koja su to dokumenta koja su potrebna da se obezbede da bi se akreditiv mogao isplatiti.

Naplata iznosa u vezi sa otvorenim nepozivim dokumentarnim akreditivom vodi se kod Službe kod koje je otvoren akreditiv, podnošenjem od strane prodavca odgovarajućeg naloga za naplatu kao i dokumentacije koja je bila predvidena još prilikom otvaranja akreditiva. Služba za platni promet, pošto oceni da dokumenta odgovaraju uslovima otvorenog akreditiva, obavezna je da izvrši nalog za naplatu primljen od prodavca još istog dana. Neopoziv dokumentarni akreditiv gasi se u slučaju kada je u potpunosti iskorišćen, odnosno istekom roka na koji je otvoren. Medutim, postoji mogućnost da akreditiv prestane da važi i pre isteka njegovog roka u slučaju ako se kupac i prodavac pismeno o tome saglase ili ukoliko se steknu neki od uslova za prevremeno gašenje akreditiva koji su predviđeni u nalogu za njegovo otvaranje.

4) GARANCIJA

Garancija kao instrument osiguranja plaćanja stavljena je u lepezu ostalih instrumenata iz razloga što ona predstavlja podesan instrument osiguranja plaćanja, s obzirom da poveriocu pruža mogućnost da se, ukoliko dužnik, usled nelikvidnosti ne bi bio u stanju da odgovori na svoje obaveze plaćanja, davalac garancije automatski obavezuje da izvrši isplatu po datoj garanciji. Dužnik je obavezan da instrument osiguranja plaća, u ovom slučaju garanciju da poveriocu u roku utvrdenom u ugovoru, ali koji ne može pasti posle nastanka dužničko–poverilačkog odnosa. Garancijom se obezbeduje plaćanje koje se vrši o roku, a koji ne može da bude duži od 30 dana od dana kada je dužničko–poverilački odnos nastao.

Garanciju za osiguranje plaćanja po osnovu prometa roba i usluga mogu izdavati banke kao i pravna lica.

Prilikom davanja garancije, garant je obavezan da proveri vrednost isporuke robe, odnosno investicije kao i sposobnost dužnika da izvrši obaveze za koje traži garanciju. U vezi sa davanjem garancije, postoji i obaveza dužnika da podnese potrebnu dokumentaciju koju odredi garant.

Banke mogu da izdaju ne samo garanciju već i super – garanciju drugim bankama do visine likvidnog investicionog potencijala koji nije angažovan za pokriće garancija po osnovu investicija, a kojima se ona obavezuje da će izvršiti obaveze plaćanja po garancijama za investicije koje su izdale druge banke ukoliko takve banke ne bi izvršile svoje obaveze po datim garancijama.

Služba za platni promet je obavezna da primljene naloge u celosti ili delimično izvršava u korist poverioca, po redosledu garancija, iz sredstava dužnika, garanta, super–garanta, osim onih sredstava koja po Zakonu ne mogu biti predmet izvršavanja.

8. SAVREMENA TEHNOLOGIJA PLATNOG PROMETA

1) FINANSIJSKE I TEHNOLOŠKE INOVACIJE

Uvodenje nove tehnologije **uslovljeno** rastom konkurencije i nepovoljnim efektima infiacije na troškove finansijskih usluga, stimulišu finansijske institucije da uvode u poslovanje kompjutersku i telekomunikacionu opremu.

Elektronsko bankarstvo je najznačajniji deo procesa finansijskih inovacija koji se pre svega odnosi na tehnologiju platnog prometa i automatizaciju bankarskih aktivnosti.

Potreba za razvojem elektronskog bankarstva u svetu je rezultanta različitih faktora ekonomske, finansijske i institucionalne prirode, specifičnih za svaku zemlju ponaosob.

Na primeru visokorazvijenih zemalja koje su najdalje otišle u primeni savremene informacione kompjuterske tehnologije u monetarnom sistemu: koje primenjuju elektronski transfer sredstava sa perspektivom razvoja integralnog bankarskog sistema elektronskog transfera sredstava (tzv. sistem elektronskog novca), mogu se najbolje sagledati karakteristike i intenzitet ovog istorijskog procesa.

Na razvoj elektronskog bankarstva u ovim zemljama presudno su uticale sledeće tri grupe faktora:

1. Dostignuti visoki stepen razvoja kompjuterske tehnologije, posebno specifične za potrebe finansijskih institucija i koncentracija visokostručnih specijalizovanih kadrova;
2. Složena i specifična finansijska struktura, sa velikim brojem finansijskih institucija, raznovrsnim finansijskim oblicima i mnogobrojnim finansijskim tokovima;
3. Finansijska deregulacija na finansijskom sektoru, koja proizvodi oštru kompetentnost izmedu banaka i ostalih finansijskih institucija na finasijskom tržištu i dovodi do potrebe sniženja troškova poslovnih banaka pri obavljaju svih aktivnosti.

Glavni izvor prihoda i formiranja profita banaka, marža izmedu aktivnih i pasivnih kamata (aktivnih i pasivnlih bankarskih poslova), ozbiljno je doveden u pitanje zbog porasta troškova prikupljanja depozita. Pošto hartije od vrednosti, emitovane od države i korporacija, donose veće prihode banke su morale, da bi svoje izvore (depozite) učinile atraktivnim, da povećaju pasivne kamatne stope. Pored toga, u strukturi finansijske

pasive banaka smanjuju se depoziti i rast hartija od vrednosti, koje nose visoke prinose. Ovo je dovelo da, i pored visokih nominalnih i realnih kamatnih stopa, žive kreditne aktivnosti banaka i tražnje za kreditima, prihodi po ovom osnovu pokazuju opadajući trend. Banke su zbog ovakvih kretanja morale da smanje svoju zavisnost od kamatne marže i da povećaju prihod od usluga platnog prometa i ostalih kompleksnih usluga (kombinovani neutralni poslovi). Osnovno ograničenje „novoj" strategiji su troškovi ovih usluga, koji pokazuju kontinuelni uspon. Poslovne banke koje bi povećale provizie da bi pokrile ukupne troškove pružanja ovih usluga, izgubile bi još više svojih komitenata. Jedina solucija koja bankama garantuje opstanak, povećanje obima finansijskih trarisfera i smanjivanje troškova, je razvoj pojedinih vidova elektronskog bankarstva.

2) ELEKTRONSKI PRENOS SREDSTAVA

Razvoj i primena elektronskog prenosa sredstava (EFS) proizvodi suštinske implikacije na finansijske instrumente, tržišne procese i institucionalne strukture. Danas informacije mogu da se prenesu na velike udaljenosti, komunikaciona mreža je u stanju da reaguje na poruke ekonomskih transakcija brzo „Pritiskom na dugme" disponiraju se sredstva u zemlji i inostranstvu bez izvorno napisanih naloga i tradicionalnih finansijskih dokumenata. Rast informacione mreže i drugih kompjuterskih uređaa omogućavaju poslovnim bankama da diversifikuju svoje finansijske „proizvode", i usluge. Nova tehnologija je skupa jer su torškovi finansiranja u nove sisteme veliki, ali zbog niskih troškova eksploatacije, štednje živog rada i energije, efikasnijeg poslovanja i te kako prihvatljiva za moderne poslovne banke i druge finansijske institucije.

Ističu se sledeće prednosti elektronskog prenosa sredstava:

a. Eliminisanje papira,
b. Snižavanje transakcionih troškova,
c. Porast kvaliteta i brzine transakcionih i informacionih troškova.

Finansijske institucije su radno intenzivne, jer poslovni platnog prometa u strukturi ukupnih finansijskih usluga koje pružaju zaposleni, zauzimaju značajno mesto. Tako, na primer, kasnih 70–ih godina, 60% od zaposlenih u bankama (SAD) bilo je zauzeto u poslovima platnog prometa.

EFT, povećavajući brzinu platno–prometnih operacija i ostalih bankarskih usluga, omogućava dostizanje visoke efikasnosti bankarskog sistema, pri datom nivou troškova, što utiče na povećanje efikasnosti nacionalne ekonomije.

Prosečni troškovi bankarske obrade doznaka, akreditiva, čekova u S AD su u porastu što utiče na ukupne troškove platnog prometa poslovnog bankarstva. Značajno je napomenuti da kretanje troškova drugih institucija plaćanja ne odstupaju od ovih troškova.

Najveći deo troškova EFT su inicijalni, fiksni, troškovi (kompjuterska mreža, sofhver, komunikaciona mreža i dr). Operativni troškovi sistema EFT (amortizacija kompjuterske opreme, troškovi održavanja u upotrebi, troškovi elektronskog prenosa itd.) su, takode u najvećoj meri (osim manjeg dela varijabilnih) nezavisni od obima transakcija, zbog čega se mogu smatrati direktnim (fiksnim) troškovima. Prema tome, osnovna karakteristika troškova EFT je da su transakcioni troškovi obrnuto srazmerni obimu izvršenih transakcija. EFT je prihvatljiv samo pri kontinuelnom porastu volumena transakcija jer svaki obim transakcija ne osigurava rentabilnost ovom sistemu. Ukoliko

raste obim transakcija, koji je obuhvaćen EFT sistemom, doći će do pada ukupnih jediničnih troškova ispod prosečnih troškova čekovnog sistema. Prema tome prosečni troškovi, a posebno marginalni, EFT sistema teže da budu što niži, zbog kontinuelnog povećavanja obima platnoprometnih transakcija.

EFT sistem je usvojen od nekih finansijskih institucija u SAD ranih 70–ih godina. Dekadu kasnije, sistem se razvijao po visokim stopama. Ovaj sistem je postigao uspeh još u eksperimentalnom stanju, što je omogućilo da EFT usluge budu prihvaćene u embrionalnoj fazi. Pošto su tehnološka i pravna pitanja EFT sistema rešena, najveći sadašnji problem je približavanje željama publike i obezbedivanje profitabilnosti za finansijske institucije, a što može da se reši boljim promovisanjem ciljeva i načina rada ovog sistema.

GLAVA ČETRNAESTA

ZAKON O PLATNOM PROMETU[592]

Ovim zakonom uređuju se poslovi platnog prometa, kao i prava i obaveze banke i klijenta.

Poslovi platnog prometa, u smislu ovog zakona, obavljaju se u dinarima.

Pojedini pojmovi u smislu ovog zakona imaju sledeća značenja:

1. klijent označava fizičko ili pravno lice koje ima račun kod banke, uključujući i banku i druge subjekte koji, u skladu sa zakonom, imaju račune kod Narodne banke Srbije;
2. pravno lice označava preduzeća, javne institucije i druge oblike organizovanja, čije je osnivanje registrovao nadležni organ ili je osnovano zakonom;
3. fizičko lice označava lice koje obavlja delatnost radi sticanja dobiti i druto fizičko lice;
4. dinar označava novčanu jedinicu Republike Srbije;
5. novčanim sredstvima označavaju se gotov novac i depoziti koji se drže na računima kod banaka;
6. račun označava tekući, žiro i druti račun, uključujući i račun za izvršenje jedne transakcije plaćanja, otvoren na osnovu utovora između klijenta i banke;
7. obračunski račun označava račun banke, kao i račune drugih subjekata koji se vode u Narodnoj banci Srbije, preko koga se vrše plaćanja i obračunavaju međubankarska, odnosno međusobna plaćanja;
8. pokrićem na računu označava se dovoljan iznos raspoloživih sredstava i sastoji se od salda prethodnog bankarskog dana, sredstava dospelih na račun u toku bankarskog dana i uplata u toku tog dana, umanjen za plaćanja izvršena u toku tog bankarskog dana, za isplate i predviđene bankarske tarife, do momenta utvrđivanja pokrića, ali ne označava sredstva evidentirana kao privremeni kredit na računu;
9. banka označava:
   a. pravno lice koje je osnovano kao banka i koje poslove obavlja prema zakonu kojim se uređuju banke i druge finansijske organizacije,
   b. Narodnu banku Srbije.
11. inicijalna banka označava banku koja prima prvi nalog za plaćanje kojim se inicira transakcija plaćanja;

[592] „Službeni list SRJ", br. 3/2002 i 5/2003 i „Službeni glasnik RS", br. 43 od 20. aprila 2004. godine i br. 62 od 19. jula 2006. godine.

12. prijemna banka označava svaku banku koja primi nalog za plaćanje pošiljaoca;
13. odredišna banka označava banku identifikovanu u nalogu za plaćanje, u kojoj se izvršava plaćanje korisniku–poveriocu u transferu odobrenja, odnosno banku u kojoj je račun dužnika u transferu zaduženja i koja u transakciji plaćanja prima poslednji nalog za plaćanje. U transferu odobrenja odredišna banka je banka poverioca, a u transferu zaduženja – banka dužnika;
14. banka posrednik označava prijemnu banku koja nije ni inicijalna, ni odredišna banka;
15. bankarski dan označava deo dana u kome je banka otvorena za prijem, obradu i prenos naloga za plaćanje i drugih obaveštenja koja se odnose na transakcije plaćanja;
16. datum valute označava bankarski dan na koji je potrebno izvršiti nalog za plaćanje, prema instrukcijama pošiljaoca;
17. dužnik označava fizičko ili pravno lice koje vrši plaćanje u transakciji plaćanja;
18. poverilac označava fizičko ili pravno lice koje prima uplatu u transakciji plaćanja;
19. pošiljalac označava fizičko ili pravno lice koje nalog za plaćanje daje prijemnoj banci;
20. nalogodavac označava pošiljaoca prvog naloga za plaćanje kojim se inicira transakcija plaćanja. U transferu odobrenja nalogodavac je dužnik, a u transferu zaduženja – poverilac;
21. primalac označava pravno ili fizičko lice čija banka treba da primi poslednji nalog za plaćanje u transakciji plaćanja. U transferu odobrenja primalac je poverilac, a u transferu zaduženja – dužnik;
22. nalog za plaćanje označava bezuslovnu instrukciju datu banci da izvrši plaćanje ili naplati određeni iznos novca s naznačenog računa;
23. elektronskim se označava način prenosa naloga za plaćanje i drutih podataka u transakciji plaćanja – telekomunikacijski ili fizičkom isporukom traka, disketa i sličnih nosilaca podataka;
24. izvršenje označava sprovođenje instrukcija sadržanih u nalogu za plaćanje – izdavanjem prijemnoj banci odgovarajućeg naloga za plaćanje;
25. transakcija plaćanja označava prenos poveriocu novčanih sredstava s računa dužnika, ili na račun poverioca. U transakciji plaćanja dužnik i poverilac mogu biti različita fizička ili pravna lica, ili isto fizičko ili pravno lice;
26. kliring označava razmenu i obradu međubankarskih naloga za plaćanje – radi obračuna bilateralnih ili multilateralnih neto iznosa koje svaka banka dutuje, ili koje se svakoj banci duguju za poravnanje naloga za plaćanje uključenih u svaki klirinški krug;
27. obračun označava izvršavanje naloga za plaćanje međubankarskih plaćanja;
28. ugovor označava sporazum zaključen između banke i klijenta, kojim se regulišu otvaranje i vođenje računa, kao i prava i obaveze utovornih strana.

1. RAČUNI ZA OBAVLJANJE PLATNOG PROMETA

1) DINARSKI RAČUNI

Pravna lica i fizička lica koja obavljaju delatnost dužni su da za plaćanje u dinarima otvore tekući račun u banci, da vode sredstva na tom računu i vrše plaćanja preko tog računa, u skladu sa ovim zakonom i utovorom o otvaranju i vođenju tog računa zaključenim s bankom.

Fizička lica koja ne obavljaju delatnost mogu imati kod banke račune za plaćanje u dinarima.

Pravna i fizička lica mogu imati više od jednog računa u jednoj banci i račune u. više banaka.

Narodna banka Srbije propisuje uslove i način otvaranja, vođenja i gašenja računa kod banke, plan računa za obavljanje platnog prometa kod banke, kao i jedinstvenu strukturu za identifikaciju i klasifikaciju računa kod banke, u skladu sa ovim zakonom i zakonom kojim se uređuje naplata javnih prihoda.

Narodna banka Srbije propisuje uslove i način plaćanja u gotovom novcu u dinarima za pravna lica i za fizička lica koja obavljaju delatnost.

2. TRANSAKCIJE PLAĆANJA

1) TRANSFERI ODOBRENJA I ZADUŽENJA

Transakcija plaćanja može biti transfer odobrenja ili transfer zaduženja.

Transakciju plaćanja inicira nalogodavac – podnošenjem banci naloga da izvrši tu transakciju.

Transfer odobrenja je transakcija plaćanja koju inicira dužnik, koji nalog za plaćanje izdaje svojoj banci i daje joj instrukciju za transfer sredstava s njegovog računa poveriocu, ili na račun poverioca.

Transfer zaduženja je transakcija plaćanja koju inicira poverilac, na osnovu dospelih hartija od vrednosti, menica ili ovlašćenja koje dužnik daje svojoj banci i svom poveriocu. U transferu zaduženja poverilac banci dužnika daje instrukciju da naplati sredstva s računa dužnika.

2) INTERNI I MEĐUBANKARSKI TRANSFERI

U transakciji plaćanja, računi dužnika i poverioca mogu biti u istoj banci ili u dve različite banke.

Interni transfer je prenos sredstava između dužnika i poverioca kada su njihovi računi u istoj banci.

Međubankarski transfer je prenos sredstava između dužnika i poverioca kada su njihovi računi u različitim bankama.

Transakcija plaćanja se vrši tako što banka dužnika zadužuje račun dužnika, a banka poverioca ili odobrava sredstva na račun poverioca ili mu ta sredstva na drugi način stavlja na raspolaganje (gotovina i dr.), u skladu sa instrukcijama nalogodavca.

Za svaki međubankarski nalog za plaćanje u međubankarskom transferu, banka pošiljalac vrši obračun s bankom primaocem.

3) UČESNICI U TRANSAKCIJI PLAĆANJA

Učesnici u internom transferu su nalogodavac, banka u ulozi inicijalne i odredišne banke, i primalac.

Učesnici u međubankarskom transferu su nalogodavac, inicijalna banka, odredišna banka i primalac, a mogu biti uključene i jedna ili više posredničkih banaka.

U transferu odobrenja nalogodavac je dužnik, inicijalna banka je banka dužnika, odredišna banka je banka poverioca, a primalac je poverilac.

U transferu zaduženja nalogodavac je poverilac, inicijalna, odnosno odredišna banka je banka dužnika, a primalac je dužnik.

U međubankarskom transferu, banka može, osim za klijenta, plaćanja vršiti u svoje ime i za svoj račun.

Kada inicijalna banka obračun ne vrši direktno sa odredišnom bankom, transakcija plaćanja se obavlja preko bar jedne posredničke banke.

Kada Narodna banka Srbije transakcije plaćanja obavlja s računa koji se vodi kod Narodne banke Srbije ili na taj račun, odredbe ovog zakona koje se odnose na banke odnose se i na Narodnu banku Srbije.

4) OVLAŠĆENJE PRIMAOCA–DUŽNIKA U TRANSFERU ZADUŽENJA

Primalac–dužnik u transferu zaduženja ne može opozvati svoje ovlašćenje dato nalogodavcu–poveriocu.

Banka dužnika odbiće nalog za plaćanje pošiljaoca samo u slučaju smrti dužnika ili gubitka njegove poslovne sposobnosti, u slučaju stečaja ili likvidacije pravnog lica – dužnika, odnosno u slučaju ograničenja ovlašćenja fizičkog ili pravnog lica, u skladu sa zakonom.

3 NALOZI ZA PLAĆANJE

Nalog za plaćanje može da pošalje ili primi banka ili organizacioni deo banke sa sedištem u Republici Srbiji.

Nalog za plaćanje može biti u pisanoj formi, elektronski ili usmen. Usmeni nalog za plaćanje banka i klijent moraju prethodno predvideti utovorom o otvaranju i vođenju računa.

Nalog za plaćanje mora da sadrži podatke o izdavaocu i primaocu naloga i njihovim bankama, podatke o iznosu, kao i drute propisane podatke.

Transakciju plaćanja inicira nalogodavac – izdavanjem inicijalnoj banci naloga za plaćanje.

U internom transferu izdaje se samo jedan nalog za plaćanje.

U međubankarskom transferu izdaju se najmanje dva naloga za plaćanje. U tom transferu, prijemna banka koja nije odredišna banka i koja izvršava nalog za plaćanje pošiljaoca, izdaje odgovarajući nalog za plaćanje drugoj prijemnoj banci, a poslednji nalog za plaćanje šalje odredišnoj banci. U međubankarskom transferu, svakim nalogom za plaćanje daju se instrukcije prijemnoj banci da transakciju plaćanja izvrši u skladu sa instrukcijama u nalogu za plaćanje izdavaoca.

U transferu odobrenja, prijemna banka je dužna da izvrši nalog za plaćanje koji je izdao pošiljalac ako on ima pokriće na računu, osim ako nije drukčije utovoreno.

U transferu zaduženja, banka dužnika obavezna je da izvrši nalog za plaćanje koji je izdao poverilac samo ako joj se podnese dospela hartija od vrednosti, menica ili ovlašćenje koje je dužnik dao poveriocu i kojim ga je ovlastio da primi sredstva.

Banka poverioca prenosi sredstva na račun poverioca posle izvršenja transfera zaduženja.

Banka može preneti sredstva na račun poverioca i pre izvršenja transfera zaduženja – ako odobri kredit poveriocu. Odobreni kredit je privremen i njegova sredstva mogu biti stornirana ako transfer zaduženja ne bude izvršen.

Inicijalna banka u transferu odobrenja i odredišna banka u transferu zaduženja, koje u toku bankarskog dana prime više od jednog naloga za plaćanje ili drute pravne instrukcije za povlačenje sredstava s nekog računa – naloge za plaćanje izvršavaju prema datumu dospeća, redosledu prijema i propisanom redosledu.

1) MEĐUNARODNI OBRAČUN

Na obračunskim računima banaka kod Narodne banke Srbije, kao i na računima drugih subjekata koje, u skladu sa zakonom, vodi Narodna banka Srbije, obračun naloga za plaćanja vrši se u skladu s propisom o obračunu i kliringu i o funkcionisanju obračunskih računa, koji donosi Narodna banka Srbije.

4. AGENT, ODNOSNO PROCESOR – TREĆA STRANA

Banka može angažovati agenta, odnosno procesora – treću stranu (u daljem tekstu: agent) za obavljanje određenih poslova platnog prometa.

Banka je odgovorna za odnose sa agentom.

Banka je odgovorna za sve postupke agenta i za svaki njegov propust.

5. IZVRŠAVANJE TRANSFERA ODOBRENJA I IZVRŠAVANJE OBAVEZA

Transfer odobrenja se smatra izvršenim kada se izvrši nlaćanje odredišnoj banci.

U internom transferu odobrenja plaćanje je izvršeno kada banka zaduži račun nalogodavca iznosom iz naloga za ghlaćanje.

U međubankarskom transferu odobrenja plaćanje je izvršeno odredišnoj banci kada se izvrši međubankarski obračun, koji uključuje i nalog za plaćanje banke pošiljaoca.

Posle izvršenja transfera odobrenja, odredišna banka je odgovorna primaocu za iznos iz naloga za plaćanje koji je primila i dužna je da odmah odobri taj iznos.

Plaćanje primaocu se vrši odobravanjem njegovog računa, najkasnije narednog bankarskog dana posle dana izvršenja transfera odobrenja.

6. IZVRŠAVANJE TRANSFERA ZADUŽENJA I IZVRŠAVANJE OBAVEZA

Transfer zaduženja je izvršen kada odredišna banka zaduži račun primaoca–dužnika, u skladu sa instrukcijama u nalogu za plaćanja koji je primila.

Posle izvršenja transfera zaduženja, odredišna banka i svaka prijemna banka koja prima plaćanje od svoje prijemne banke – svog pošiljaoca, odgovorna je svom

pošiljaocu za iznos iz naloga za plaćanje, a svako takvo plaćanje mora se izvršiti najkasnije narednog bankarskog dana posle dana nastanka obaveze.

Posle prijema sredstava na svoj račun, inicijalna banka se zadužuje prema nalogodavcu za iznos iz naloga za plaćanje tog nalogodavca, a privremeni kredit, ako ga je banka odobrila nalogodavcu, postaje konačan. Inicijalna banka nije dužna da nalogodavcu prenese sredstva dok se konačno ne odobri njen račun. Prenos sredstava pre završetka transfera zaduženja smatra se privremenim, ako nije drukčije dogovoreno.

7. ODGOVORNOST, NAKNADA ŠTETE I POVRAĆAJ SREDSTAVA

Lice koje se identifikuje kao pošiljalac ili lice koje postupa po njegovom ovlašćenju odgovorno je za nalog za plaćanje ili za otkazivanje ako je prijemna banka verifikovala taj nalog koristeći postupak komercijalno razumnog obezbeđenja.

Ako je prijemna banka nalog za plaćanje verifikovala lice koje je identifikovano kao pošiljalac nije odgovorno ako dokaže da nije izdalo nalog za plaćanje, odnosno otkazivanje, da nalog nije izdat po njegovom ovlašćenju i da pri tom nije povredilo postupak zaštite.

Pošiljalac je obavezan da u transferu odobrenja prijemnoj banci naknadi štetu koju ona može imati u pravilnom izvršenju instrukcija pošiljaoca sadržanih u nalogu za plaćanje – u visini iznosa iz naloga za plaćanje, troškova izvršenja tog naloga, kamate i drugih stvarnih troškova.

U transferu zaduženja svaki pošiljalac garantuje prijemnoj banci da je to njegov nalog za plaćanje, da je izdat na osnovu dospelih hartija od vrednosti, menica ili ovlašćenja dužnika i da je svako ovlašćenje verodostojno i autentično.

8. RAČUNI KOD BANKE

Klijenti koji imaju račune kod banaka u smislu ovog zakona platni promet obavljaju prenosom sredstava, uplatom i isplatom.

Klijent može podići sredstva s računa ili izvršiti plaćanje na osnovu naloga, i to u visini pokrića na računu.

Isplate u dinarima s računa pravnih lica i fizičkih lica koja obavljaju delatnost i plaćanja tih lica gotovim novcem u dinarima vrše se u skladu s propisima koje donosi Narodna banka Srbije.

Pravna lica i fizička lica koja obavljaju delatnost dužna su da dinare primljene u gotovom po bilo kom osnovu, uplate kod banke istog dana, a najkasnije narednog radnog dana.

Klijent ne može raspolagati sredstvima s računa čije je izvršenje izuzeto zakonom, sudskom odlukom ili oddukom drugog nadležnog organa.

Banka je obavezna da klijentu dostavi izveštaj o svim promenama na računu od poslednjeg izveštaja, s konačnim saldom, u roku koji je predviđen ugovorom o otvaranju i vođenju računa, ali ne dužem od roka koji utvrdi Narodna banka Srbije.

1) NAPLATA NAKNADE ZA USLUGE PLATNOG PROMETA

Za obavljanje poslova platnog prometa u smislu ovog zakona, banka može naplaćivati od klijenta naknadu – proviziju za usluge, u skladu sa poslovnom politikom banke i utovorom zaključenim sa klijentom.

2) POSLOVI PLATNOG PROMETA KOJE OBAVLJAJU BANKE

Narodna banka Srbije obavlja sledeće poslove platnog prometa:

1. vodi žiro, obračunske i druge račune banaka, kao i račune drugih subjekata u skladu sa zakonom kojim je propisano da se ti računi vode kod Narodne banke Srbije;
2. vrši međubankarski kliring i obračun;
3. upravlja tokovima gotovine, obezbeđuje smeštaj, čuvanje i distribuciju gotovog novca, prima uplate, izvršava isplate i obavlja blagajničko–trezorske poslove;
4. prati likvidnost banaka, daje naloge i preduzima mere radi održavanja dnevne likvidnosti banaka;
5. vrši međubankarski obračun čekova po tekućim računima građana i obračun platnih kartica;
6. uspostavlja, održava i administrira informatičku infrastrukturu za obavljanje platnog prometa Republike Srbije;
7. stara se o razvoju i unapređenju platnog prometa;
8. unapređuje i organizuje platne klirinške i obračunske sisteme i učestvuje u tim sistemima;
9. pruža uslute bankama kod prijema i slanja naloga za plaćanje za njihove klijente, kao i naloga za kliring i obračun međubankarskih plaćanja, uključujući i plaćanja čekom, platnom karticom i drutim instrumentima plaćanja;
10. na osnovu podataka iz evidencija o izvršenim plaćanjima koje joj dostavljaju banke i podataka iz evidencija koje ona vodi – objedinjuje podatke o prometu i stanju računa u platnom prometu prema jedinstvenom planu računa, a obrađuje i druge podatke u skladu sa zakonom;
11. donosi propise kojima uređuje način obavljanja poslova platnog prometa, uključujući i elektronski način obavljanja tog prometa, proveru autentičnosti podnosioca i elektronskog naloga za plaćanje,

12. odgovornost za ispravnost elektronskog naloga, tačnost prenosa i ostale elemente zaštite, i donosi propise kojima uređuje način obavljanja poslova iz ovog člana;
13. obavlja poslove kontrole platnog prometa kod banaka na osnovu Zakona o Narodnoj banci Srbije, zakona kojim se uređuje poslovanje banaka;
14. obavlja i druge poslove platnog prometa u skladu sa ovim i drugim zakonom.

Banke obavljaju sledeće poslove platnog prometa:

1. vode račune pravnih lica i fizičkih lica koja obavljaju delatnost, izvršavaju interne i međubankarske transakcije plaćanja s tih računa i na te račune;
2. vode račune fizičkih lica koja ne obavljaju delatnost, izvršavaju interne i međubankarske transakcije plaćanja s tih računa i na te račune;
3. učestvuju, za račune koje vode, u međubankarskom kliringu i obračunu izvršenih plaćanja;
4. utvrđuju za svakog klijenta dnevni promet i o tome ih posebno obaveštavaju;
5. primaju od fizičkih lica uplate u korist računa koji se vode u drugoj banci;
6. primaju uplate u korist računa fizičkih lica koji se vode u toj banci;
7. obavljaju gotovinska plaćanja;
8. obavljaju blagajničko–trezorske poslove i obezbeđuju smeštaj i čuvanje gotovog novca;
9. primaju i naplaćaju čekove;
10. organizuju izdavanje platnih kartica i plaćanje platnim karticama i drugim instrumentima plaćanja;
11. obavljaju i druge poslove platnog prometa u skladu sa ovim i drugim zakonom.

3) OBLICI PLAĆANJA

Pravna lica i fizička lica koja obavljaju delatnost mogu međusobne novčane obaveze izmirivati neposredno, prenosom hartija od vrednosti.

Pravna lica i fizička lica koja obavljaju delatnost mogu međusobne novčane obaveze izmirivati i ugovaranjem promene poverilaca, odnosno dužnika u određenom obligacionom odnosu (asignacija, cesija i dr.), prebijanjem (kompenzacija) i na drugi način, u skladu sa zakonom.

Izuzetno pravna lica i fizička lica koja obavljaju delatnost ne mogu izmirivati obaveze po osnovu asignacije i cesije ako kao asignanti (uputioci potraživanja), odnosno cedenti (ustupioci potraživanja) imaju neizmirene obaveze evidentirane kod banke u momentu plaćanja, osim za plaćanja po osnovu isplata zarada i naknada troškova (za dolazak na rad i odlazak s rada i za vreme provedeno na službenom putu u zemlji i inostranstvu), kao i po osnovu drugih primanja (otpremnina pri odlasku u penziju, solidarna pomoć i pomoć u slučaju smrti zaposlenog ili člana njegove uže porodice) i novčanih naknada iz socijalnog programa za zaposlene kojima prestaje radni odnos u procesu restrukturiranja preduzeća i pripreme za privatizaciju, stečaja i likvidacije.

9. PRINUDNA NAPLATA S RAČUNA KLIJENTA

Prinudna naplata s računa klijenta vrši se sa svih računa klijenta kod banaka na kojima on ima sredstva, i vrši se na osnovu:

1. izvršnih rešenja poreskih, carinskih i drugih nadležnih organa – prema vremenu prijema;
2. izvršnih sudskih rešenja, drugih izvršnih naslova, zakonskih ovlašćenja – prema vremenu prijema;
3. naloga poverilaca na osnovu dospelih hartija od vrednosti, menica ili ovlašćenja koje je dužnik dao svojoj banci i svom poveriocu – prema vremenu prijema.
4. Prinudna naplata se vrši prema redosledu iz stava 1. ovog člana.

10. ODDUKA O ELEKTRONSKOM NAČINU OBAVLJANJA PLATNOG PROMETA[593]

1. Ovom odlukom propisuje se elektronski način obavljanja platnog prometa (u daljem tekstu: elektronski platni promet), zaštita elektronskog platnog prometa, kao i odgovornost za ispravnost elektronskih poruka u elektronskom platnom prometu.
2. Elektronski platni promet, u smislu ove odluke, obavlja se razmenom elektronskih poruka kroz informacione sisteme učesnika u transakciji plaćanja.
3. Elektronskom porukom iz tačke 2. ove odluke smatra se informacija koja je elektronski generisana,poslata, proverena, primljena i sačuvana elektronski (elektronski nalog za plaćanje ili drugi finansijski dokument).
4. Elektronski prenos novčanih sredstava između klijenata u platnom prometu smatra se elektronskom platnom transakcijom.
5. Strukturu poruka između banaka i Narodne banke Srbije u elektronskom platnom prometu utvrđuje Narodna banka Srbije.
6. Učesnici u elektronskom platnom prometu su banke, klijenti tih banaka i agenti u platnom prometu.
7. Elektronski nalog za plaćanje mora da sadrži elemente utvrđene odlukom kojom se uređuju oblik, sadržina i način korišćenja jedinstvenih instrumenata platnog prometa i uputstvom kojim se uređuju format i namena poruka za razmenu podataka u obavljanju poslova platnog prometa, koje utvrđuje Narodna banka Srbije.

[593] „Službeni glasnik RS", broj 57 od 25. maja 2004. godine.

8. U elektronskom platnom prometu između Narodne banke Srbije i banaka koje učestvuju u međubankarskom obračunu, Narodna banka Srbije obezbeđuje elektronsku razmenu podataka i njihovu zaštitu. Narodna banka Srbije usluge elektronskog platnog prometa vrši preko informatičke infrastrukture za obavljanje platnog prometa Republike Srbije.
9. Elektronska platna transakcija smatra se okončanom kad krajnji subjekt primi elektronsku poruku. Ako je propisano ili unapred dogovoreno i potvrđivanje prijema elektronske poruke, elektronska poruka se smatra primljenom kada pošiljalac primi potvrdu o njenom prijemu.
10. Validnom elektronskom porukom, u smislu ove odluke, smatra se svaka elektronska poruka propisanog formata koja je overena elektronskim potpisom i primljena u skladu s tom odlukom, za koju se utvrdi da sadrži podatke koji nisu menjani od trenutka slanja te poruke – ako je njen pošiljalac registrovani učesnik u elektronskom platnom prometu, odnosno ovlašćeno lice tog učesnika.
11. Učesnik u elektronskom platnom prometu obaveze preuzima na osnovu validne elektronske poruke, odnosno na osnovu njene izmene ili opoziva — ako je izmenu ili opoziv te poruke dalo ovlašćeno lice tog učesnika.
12. Učesnici u elektronskom platnom prometu dužni su da elektronsku poruku čuvaju najmanje pet godina posle isteka godine u kojoj je izvršena elektronska platna transakcija, kao i podatke i sredstva za verifikaciju autentičnosti te poruke.

GLAVA PETNAESTA

DEVIZNI MENADŽMENT POSLOVNIH BANAKA

1. DEVIZNO POSLOVANJE I BANKE

1) DEVIZNI POSLOVI BANAKA

Devizni poslovi jesu poslovi u zemlji sa inostranstvom, koji mogu da utiču na stanje u bilansu plaćanja zemlje i na intervalutnu vrednost domaće valute dotične zemlje. Devizni poslovi, kao takvi, egzistiraju u užem i širem smislu. „Ako je reč o poslovanju između banaka kod obavljanja platnog prometa sa inostranstvom, a to znači odobravanje iznosa deviza na račun kupca kod nekog inostranog korespondenta, tada se radi o deviznim poslovima u užem smislu. Trgovanjem inostranim sredstvima za plaćanje kao što su devize, menica, čekovi i valuta (u obliku novčanica i sitnog kovanog novca), smatra se deviznim poslovanjem u širem smislu. Veći deo deviznih poslova po pravilu spada u neutralne bankarske poslove, jer se kod tih poslova banka javlja u ulozi posrednika. Jedan deo deviznih poslova spada u aktivne ili pasivne bankarske poslove, kada banke prikupalju slobodna devizna sredstva i kada na bazi deviznih depozita daju kredite svojim komitentima. Banke u kapitalizmu mogu da obavljaju devizne poslove koji spadaju u grupu sopstvenih bankarskih poslova. Na kraju, banke mogu obavljati poslove koji spadaju u grupu kontrolnih poslova, poslove devizne kontrole."[594]

U teoriji i praksi, devizni poslovi se obično dele na (1) promptne devizne poslove, (2) terminske devizne poslove, (3) svop devizne poslove i (4) arbitražne devizne poslove. Promptni devizni poslovi (spot ili kasa poslovi) jesu poslovi koji se realizuju odmah. „Radi se o poslovima kupovanja i prodaje deviza u okvirima kojih obe ugovorne strane moraju da stave jedna drugoj na raspolaganje iznose **koji** su bili predmet zaključenog posla, najkasnije idućeg radnog dana po zaključivanju posla. Ukoliko pri zaključivanju deviznog posla nije ugovoren nikakav termin u pogledu dvostranog stavljanja na raspolaganje, odnosno odstupanja novčanih iznosa, koji su bili predmet zaključenog

[594] Dr Jovanovski, op. cit., st. 375.

posla, tada se smatra da je reč o kasa poslovima".[595] Terminski, pak, poslovi reprezentuju poslove kod kojih se devize stavljaju kup na raspolaganje po zaključenju ugovora. Ovi poslovi se u praksi zaključuju sa rokom do godine dana, a najčešće od 1, 3 do 6 meseci. Prvobitni cilj ovih poslova bio je da se „kupac osigura od eventualne kasnije devalvacije domaće valute, ali isto tako koristi se i za špekulacije kod kojih besisti terminski prodaju devize, koje još uvek nemaju, u očekivanju da će u roku moći da jeftinije kupuju devize u nadi da će one u roku biti skupije nego što su ihplatili. Ovi devizni poslovi nazivaju se hodging poslovi, kod kojih se kupac terminskim kupovanjem „ograduje" od eventualnih gubitaka pri dobijanju (uvozu) kredita, dok se izvoznik osigurava prodajom deviza o roku, kada **će** ih dobiti. Devizni kurs, kod tenninskih poslova formira se na drugačiji način nego kod kasa – deviznih poslova i zavisi ne samo od ponude i potražnje nego i od dužine termina, u prvom redu od stabilnosti valuta kojima se trguje. Ukoliko je terminski devizni kurs viši od kasa–kursa razlika se naziva raport (dodatak), a ako je niži naziva se deport (odbitak)."[596]

Svop (swap) devizne poslove sklapaju isključivo banke kao poslove kod kojih se kasa devizni poslovi spajaju sa terminskim poslovima (jer se promptnim devizamakupuju terminske devize). To pak znači da se kod tzv. swap posla vrši medusobna zamena dve vrsta deviza u odredenom periodu. Svop poslovi se u stvari zaključuju radi izbegavanja rizika usled promena kursa kod promptnih kupoprodaja deviza.

Konačno, arbitražni devizni poslovi se efektivno nominuju kao „poslovi kod trgovanja devizama u kojima se zaključivanje poslova kupoprodaje deviza ostvaruju bez preuzimanja rizika i pod najpovoljnijim uslovima. To znači da preuzimanje rizika nije spojivo sa pojmom arbitraže. Arbitražni devizni poslovi, poslovi kod kojih se, po pravilu, menjaju dve inostrane valute sa ciljem da se iskoriti razlika izmedu kurseva ili kupovanje i prodaja iste valute radi korišćenja različitog kotiranja raznih tržišta. Ova vrsta deviznog posla ima makroekonomsku posledicu ili korist, jer pridnosi da se izravnavaju kursevi na svetskim tržištima. Kod arbitražnih deviznih poslova treba imati u vidu to što je ta vrsta deviznog poslovanja vezana za prilično velike telefonske, odnosno teleprinterske troškove, za porez na promet na berzama, za eventualno gubljenje kamate itd. U gradovima u kojima postoje velike berze, obično postoje i specijalizovana preduzeća, koja se bave arbitražom, često samo određenom vrstom arbitraže. Najčešće se arbitražni poslovi vrše preko partnera koji se nalaze u gradu gde postoji druga velika berza i dobitak se deli".[597]

Pored navedenih deviznih poslova mogu se spomenuti i sledćei devizni poslovi:[598] a) kupovina i prodaja stranih sredstava plaćanja (valuta), b) robna i nerobna devizna plaćanja, c) robni krediti (akceptni, romburski, vinkulacioni), d) inkaso poslovi, c) kompenzacioni poslovi i **f)** kupovina i prodaja plemenitih metala.

2) BANKE U DEVIZNOM POSLOVANJU KOD NAS

Sve banke nisu ovlašćene za rad sa devizama i valutama, već je to pravo, prema našim deviznim propisima, u deviznom sistemu rezervisano za banke koje ispunjavaju posebne uslove predviđene zakonom o deviznom poslovanju i kreditnim odnosima sa

595 Ibidem, st. 376.
596 Ibidem, st. 376.
597 Ibidem, st. 377.
598 Dr T. Jovanovski, op. cit. st. 378.

inostranstvom. To su takozvane ovlašćene banke koje devizna sredstva na deviznim računima mogu da upotrebe za plaćanje u inostranstvu i za prodaju na deviznom tržištu. U deviznom sistemu Narodna banka, kao i ovlašćene banke, imaju poseban status.[599]

Narodna banka je jedinstvena organizacija monetarnog sistema. Njeno mesto i uloga su od posebnog značaja u razvoju i stabilnosti privrede. Narodna banka, za razliku od ostalih banaka koje pripadaju preduzećima, isključivo pripada državi. U okviru svog poslovnog značaja i pripadnosti, Narodna banka ima i posebne zadatke u ekonomskim odnosima sa inostranstvom.

1. Narodna banka, sprovodi mere jedinstvene devizne politike u deviznom sistemu i obavlja sledeće poslove:[600]
   a. Sprovodi utvrdenu pollitku kursa dinara i vrši odredene intervencije na deviznom tržištu, saglasno utvrdenoj politici kursa dinara;
   b. Organizuje međubankarski sastanak deviznog tržišta na osnovu odluke koju donosi vlada, kupuje i prodaje devize na medubankarskom sastanku (radi održavanja ošte likvidnosti u međunarodnim plaćanjima, kao i radi održavanja kursa dinara);
   c. Propisuje način vršenja platnog prometa sa inostranstvom i daje uputstva za vršenje platnog prometa;
   d. Vrši platni promet sa inostranstvom za potrebe Federacije i njenih organa i organizacija;
   e. Daje odobrenja privredi u pogledu držanja deviza u inostranstvu, kao i u pogledu načina raspolaganja devizama;
   f. Propisuje uslove za utvrđivanje kreditne sposobnosti privrednih organizacija i ostalih organizacija koje zasnivaju kreditni odnos sa inostranstvom i vodi evidenciju kreditnog zaključivanja;
   g. Vrši deviznu kontrolu primenjivanja propisa i mera saveznih organa i organizacija od ovlašćenih banaka.

Prema tome, Narodna banka u deviznom sistemu obavija zadatke organizacionog i kontrolnog značaja.

Prema tome, na osnovu upustava koje daje Narodna banka, samostalno vrši poslove u ekonomskim odnosima sa inostranstvom.

U deviznom sistemu posebno mesto i ulogu.imaju poslovne banke koje imaju ovlašćenje od Narodne banke da mogu obavijati devizno poslovanje. Platni promet sa inostranstvom vrši se preko banaka ovlašćenih za poslove sa inostranstvom. Kod ovih banaka se vode devizni računi preduzeća preko kojih se vrše sva plaćanja i naplaćivanja u poslovanju sa inostranstvom.

Domaće poslovne banke mogu osnivati banke i ostale finansijske organizacije u inostranstvu u skladu sa Zakonom o deviznom poslovanju i kreditnim odnosima sa inostranstvom radi podsticanja i kreditiranja izvoza robe i usluga iz Srbije i drugih poslova. Ove banke mogu biti sopstvene i mešovite, u zavisnosti od toga da li su sredstva udružena sa stranim suosnivačem ili su isključivo sopstvena sredstva.

Poslovne banke, ovlašćene za poslovne sa inostranstvom, mogu osnivati u inostranstvu poslovne jedinice i to: stalna predstavništva i delegatska mesta, privremena predsedništva, eskpoziture i informativne centre, a cilj je trajnije obavijanje raznih bankarskih poslova.

---

599 Ibidcm, st. 191.
600 Ibidem, st. 193.

Narodna banka odgovorna je za održavanje eksterne likvidnosti zemlje, za održavanje programiranih proporcija bilansa plaćanja, za izvršavanje plana zaduživanja u inostranstvu, za sprovodenje politike deviznih rezervi, za organizovanje platnog prometa sa inostranstvom i za održavanje deviznog kursa NB u domenu deviznog poslovanja i kreditnih odnosa sa inostranstvom realizuju sledeće poslove:[601]

1. realizovanje politike kursa dinara
2. poslove u vezi sa deviznim rezervama,
3. poslove u vezi sa platnim prometom sa inostranstvom i održavanje likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom;
4. vršenje kreditnih poslova sa inostranstvom,
5. poslove u vezi sa deviznom kontrolom,
6. poslove u vezi sa prometom zlata i
7. ostale poslove u vezi sa deviznim poslovanjem i kreditnim odnosima sa inostranstvom.

Narodna banka sprovodi utvrdenu politiku kursa dinara „S obzirom na to da se kursevi inostranih valuta u odnosu na dinar formiraju na deviznom tržištu u saglasnosti sa utvrdenom politikom kursa dinara, politika realnog kursa dinara je sastavni deo ekonomske politike zemlje i posebno devizne politike. Isto tako, politika kursa dinara obuhvata i posebne uslove i način obračunavanja u spoljnotrgovinskoj razmeni sa zemljama sa kojima je zaključen ugovor o klirinškom načinu plaćanja."[602]

Devizne rezerve komponuju:

1. Potraživanja na računima u inostranstvu NB, ovlašćenih banaka i drugih domaćih lica,
2. Hartije od vrednosti koje glase na strane jedinice kojima raspolaže NB ovlašćene banke i preduzeća,
3. Monetarno zlato,
4. Efektivni strani novac.

Devizne rezerve „se sastoje od stalnih deviznih rezervi i tekućih deviznih rezervi. Najmanji iznos stalnih deviznih rezervi i tekuće devizne rezerve za svaku godinu, kao i kriterijume za njihovo korišćenje utvrduje Skupština stalnim deviznim rezervama rukuje Narodna banka. Narodna banka podnosi Skupštini izveštaj o sprovodenju politike deviznih rezervi. Narodna banka kupuje devize za devizne rezerve na medubankarskom sastanku jedinstvenog deviznog tržišta. Narodna banka može se zaduživati u inostranstvu radi održavanja likvidnosti i u plaćanjima sa inostranstvom, na način predviden saveznim zakonom. Isto tako, ona može kupovati i prodavati devize u inostranstvu radi obezbedivanja odgovarajuće valutne strukture deviznih rezervi kojima rukuje. Narodna banka interveniše na medubankarskom sastanku jedinstvenog tržišta devizama tekućih deviznih rezervi kojima rukuju radi premošćavanja vremenske neuskladenosti deviznog priliva i odliva i izvršavanja proporcija bilansa plaćanja, s tim da da obezbeduje nivo tih rezervi u skladu s projekcijom bilansa plaćanja."[603]

Radi održavanja opšte likvidnosti plaćanja prema inostranstvu NB sprovodi utvrdenu deviznu politiku i realizaciju platnog prometa.

---

601 Dr T. Jovanovski, op. cit. st. 379
602 Ibidcm, st. 379.
603 Ibidcm, st. 380.

„Narodna banka može da propiše: a) da se unapred prijavljuju plaćanja inostranstvu; b) obavezu ovlašeenih banaka da drže odredeni iznos u devizama ili drugim deviznim likvidnim plasmanima, kao minimalnu rezervu za održavanje likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom i druge mere. Narodna banka može da prodaje i kupuje dinare u inostranstvu ostvaruje, u saglasnosti sa utvrđenom deviznom politikom uticaj u zasnivanju kreditnih poslova sa inostranstvom, obezbeđuje uvid u te poslove, u saglasnosti sa saveznim zakonom, i brine o sprovođenju platnih i fiansijskih ugovora sa inostranstvom".[604]

U obezbeđivanju sprovođenja politike kreditnih odnosa sa inostranstvom i politike izvršavanja obaveza po inostranim kreditima NB igra značajnu ulogu, pored istaknute funkcije kontrole obima zaduživanja u inostranstvu. NB može se „zadužiti u inostranstvu u svoje ime i za svoj račun, sa rokom vraćanja do godinu dana radi održavanja likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom u skladu sa projekcijom bilansa plaćanja. Narodna banka može zaključiti kredit sa rokom vraćanja dužim od godinu dana (osim kredita Međunarodnog monetarnog fonda) samo na osnovu posebnog zakona. Ovaj princip se odnosi na garancije supergarancije i druge oblike jemstva koje daje Narodna banka".[605]

U sistemu ekonomskih odnosa sa inostranstvom, odnosno u deviznom sistemu i sistemu kreditnih odnosa sa inostranstvom, mogu da obavljaju poslovne banke, koje ispunjavaju određene uslove za vršenje tih poslova, koje su dobile ovlašćenje. Prema odredbama najnovijeg zakona o deviznom poslovanju i zakona o kreditnim odnosima sa inostranstvom, poslove platnog prometa sa inostranstvom, kreditne poslove vrše banke koje ispunjavaju propisane uslove za vršenje tih poslova.

„Narodna banka daje bankama ovlašćenje za vršenje poslova platnog prometa i kreditnih odnosa sa inostranstvom, i za obavljanje devizno–valutnih poslova u zemlji. Posle dobijanja ovlašćenja za vršenje poslova sa inostranstvom ovlašćene banke se zapisuju u poseban registar koji vodi Narodna banka. Banka se može baviti poslovima platnog prometa sa inostranstvom i kreditnim poslovima sa inostranstvom ako ispunjava uslove za obavljanje tih poslova i ako je sporazumom o osnivanju banke utvrđen postupak i ako su predviđena sredstva za izvršavanje obaveza i snošenja rizika u poslovanju sa inostranstvom. Ako se utvrdi da banka ne ispunjava jedan ili više propisanih uslova ili joj se obim jednog ili više uslova znatno smanjio pa ne može uspešno obavljati poslove po datom ovlašćenju, Narodna banka može oduzeti ovlašćenoj banci dato ovlašćenje."[606]

Poslovi koje vrše ovlaščene poslove banke u oblasti spoljno trgovinske razmene, deviznog poslovanja i kreditnih odnosa sa inostranstvom su:[607]

1. Devizno–valutni i menjački poslovi,
2. Kreditni odnosi sa inostranstvom,
3. Platni promet sa inostranstvom,
4. Poslovi na jedinstvenom jugoslovenskom deviznom tržištu,
5. Poslovi u utvrdivanju i sprovodenju projekcije bilansa plaćanja,
6. Poslovi u rukovanju deviznim rezervama i
7. Ostali poslovi.

---

604 Ibidem, st. 380–381.
605 Dr T. Jovanovski, op. cit., st. 381.
606 Ibidem, st. 382–383.
607 Isto, st. 383.

U devizno–valutne i menjačke poslove spadaju poslovi koje vrši ovlašćena banka, i to:[608]

a. Kupovanje i prodaja deviza na inostranim deviznim tržištima, radi njihovog zamenjivanja,
b. Kupovanje i prodaja deviza na medubankarskom sastanku po kursevima po kojima će se dogovorit,
c. Kupovanje od domaćih i inostranih lica i prodaja tim licima deviza proptno po kupovnim i prodajnim kursevima formiranim na međubankarskom sastanku,
d. Medusobno kupovanje i prodaja promptno deviza po kursevima za koje će se dogovoriti,
e. Kupovanje od domaćih društveno–pravnih lica i prodaja tim licima deviza promptno, u svoje ime i za račun tih lica, a kada ih kupuju od domaćih gradanskih, pravnih i fizičkih lica, odnosno prodaju ih tim licima, to čine u svoje ime i za svoj račun,
f. Kupovina i prodaja deviza na termin izmedu ovlaŠćenih banaka i organizacija udruženog rada po kursevima za koje će se dogovoriti ugovrne strane,
g. Otvaranje, građanima i gradanskim pravnim licima, deviznih računa i deviznih štednih knjižica, obezbeđujući pri tome tajnost podataka,
h. raspolaganje devizama koje imaju po osnovu potraživanja od inostranih banaka,
i. vrše konverziju deviza na deviznom računu na zahtev domaćih i inostranih i domaćih lica (menjački poslovi koje mogu da vrše pored ovlašćene banke i privredne organizacije i druga društveno–pravna lica i to na bazi ugovora sa ovlašćenom bankom).

U okviru kreditnih odnosa sa inostranstvom banke vrše sledeće poslove:[609]

a. uzimaju i daju takozvane robne kredite, uzimaju kredite u inostranstvu za uvoz robe i usluga i daju kredite inostranstvu za iznos robe i usluga,
b. uzimaju i daju finansijske kredite,
c. uzimaju inostrane kratkoročne kredite za poslove sa inostranstvom kreditnih linija (bankarske kreditne linije),
d. pribavljaju sredstva izdavanjem obveznica na inostranom finansijskom tržištu,
e. pribavljaju sredstva inostranom finansijskom tržišru, refinansiranjem potraživanja po odobrenim kreditima u inostranstvu,
f. primaju i daju depozite, i daju i uzimaju garancije, supergarancije i druge oblike jemstva u odnosima sa inostranstvom.

Kreditne poslove sa inostranstvom vrše banke ovlašćene za ove poslove. „Banke, ovlašćene za poslove sa inostranstvom, vrše kreditne poslove u svoje ime i za račun preduzeća i druga društveno–pravna lica. One mogu da zaključuju ugovore i da koriste, odnosno da daju kredite u inostranstvu samo u okvirima utvrdenim sporazumom za preduzeća i druga društveno–pravna lica. Bankarske kreditne linije u inostranstvu mogu. da zaključuju u svoje ime i za svoj račun banke ovlašćene za poslove sa inostrasntvom. Banke ovlašćene za poslove sa inostranstvom, mogu uzimati i davati robne, finansijske i druge kredite u inostranstvu, bankarske kreditne linije i depozite, pribavljati sredstva

[608] Ibidem, st. 383–384.
[609] Ibidem, st. 383–384.

izdavanjem obveznica na stranom finansijskom tržištu, uzimati kredite na osnovu zaloga (lombard) potraživanja po kreditima odobrenim inostranstvu, kao i davati i uzimati garancije, supergarancije i druge oblike jamstva".[610]

Platni promet sa inostranstvom obuhvata poslove otvaranja i likvidiranja nostro i loro dokumentarnih akreditiva, plaćanje inkasiranih dokumenata, prihvatanje menica i čekova, dostavljanje dokumenata jugoslovenskim izvoznicima, plaćanje inostranim liferantima itd. Poslove platnog prometa sa inostranstvom obavljaju ovlašćene banke, koje se staraju o urednom naplaćivanju potraživanja svojih komitenata i o ostvarivanju planova priliva i odliva deviza.

2. FUNKCIONISANJE MEĐUNARODNOG PLATNOG PROMETA

1) KORESPONDENTSKI ODNOSI BANAKA

Institucije bez kojih se ne bi mogao zamisliti brz, efikasan i racionalan medunarodni platni promet jesu banke, domaće i strane, koje su dobro organizovane i finansijski stabilne. U našoj zemlji kao što **je** poznato, poslovima medunarodnih plaćanja, bave se banke „sa velikim ovlašćenjem", „Od besprekornosti funkcionisanje medunarodnih plaćanja, u kojima su pomenute banke javljaju kao posrednici, zavisi ekonomičnost korišćenja raspoloživih deviznih sredstava, a takode i platni bilans zemlje".[611]

MPP danas, organizovan je preko medunarodnog bankarstva, a medunarodno bankarstvo podrazumeva sistem medunarodnih, korespondentskih odnosa. Zbog ovako velikog značaja banaka i njihove medunarodne saradnje često se kaže da su medubankarski korespondentski odnosi kičma platnog prometa uopšte, a posebno MPP. Često se ne pravi razlika izmedu multinacionalnih banaka i medunarodnog bankarstva. Multinacionalne banke su rezultat udruživanja kapitala vodećih svetskih banaka. One raspolažu ogromnim sredstvima, mrežom filijala raširenoj po celom svetu i najsavremenijom tehnologijom. Sve ove činjenice omogućuju im da dominantno konkurišu svim vrstama bankarskih poslova nacionalnih banaka na teritorijama na kojima posluju, da poslujući izvlače profite i ekstra profite a u mnogim slučajevima i nepovoljno deluju na platnobilansna kretanja jedne ili više zemalja. U stvari multinacionalno bankarstvo i korespondentski odnosi su dva oblika organizovanja medunarodnog bankarstva, s tim što se primat daje ovom drugom.[612]

U MPP korespondentski odnosi se uspostavljaju između banaka različitih zemalja. Putem korespondentskih odnosa izmedu banaka dolazi do njihovog bližeg

[610] Ibidem, st. 383–384.
[611] Ign. Krešimir Vrsaljko – Domaći i medunarodni platni promet, Zagreb, 1976, str. 375.
[612] Dr Miljko Trifunović – MPP, bankarstvo i monetarni sistem, Beograd, 1988, str. 5.

poslovnog povezivanja, boljeg upoznavanja i stvaranja uslova za međusobno poslovno poverenje, koje je važan faktor u međunarodnom bankarskom poslovanju. Kako će jedna banka uspostaviti korespondentske odnose, sa kojim inostranim bankama i u kojim zemljama, su pitanja koja zavise u prvom redu od poslovnih potreba dotične banke, od veličine i razgranatosti bančinog učešća u MPP. Normalno je da banka ima bar jednu korespondentsku banku u svakoj zemlji sa kojom redovno obavlja poslove MPP za potrebe svojim komitenata. Ako banka nema takvu korespondentsku vezu, morala bi da poslove plamog prometa obavlja posredstvom svoje korespondentske banke u nekoj trećoj zemlji koja ima korespondentsku banku u odnosnoj zemlji u koju treba izvršiti plaćanje ili naplatu, što će svakako usporiti i poskupeti izvršenje posla. Za svaku banku, koja stupa u ovakve odnose, je vrlo bitan pravilan izbor banke korespondenta. Bitno je da se radi o bonitetnoj banci kod koje će domaća banka otvoriti svoje tekuće račune, što znači da joj poverava svoja sredstva na čuvanje i rukovanje. „Zato je potrebno, pre stupanja u razgovore o zaključenju korespondentskih odnosa, prethodno prikupiti pouzdane informacije o dotičnoj banci kao što su:

- godina osnivanja
- ko su osnivači
- sadašnji glavni vlasnicibanke
- koliko iznose sopstvena sredstva (kapital, rezervni fondovi)
- koliko su tuđa sredstva (depoziti, štedni ulozi...)
- kako i gde su sredstva plasirana (krediti i ostala aktiva)
- rezultati poslovanja (račun dobitka i gubitka)
- vrste bankarskih poslova sa kojima se banka bavi
- kakva joj je mreža poslovnih jedinica (filijala) u zemlji i inostranstvu
- ko su joj korespondenti u drugim zemljama, itd”.[613]

Ove podatke korespondentskih odnosa izmedu dve banke dolazi obično na predlog jedne od njih u pismenoj formi. Korespondentski odnos je uspostavljen kada ponuđena banka pozitivno odgovori na predlog banke predlagača.

„Postoje dva načina na koji banke mogu da izvršavaju svoja medusobna plaćanja:

Prvo, najčešće i uobičajeno rešenje sastoji se u tome da jedna od tih dveju banaka ovlasti onu drugu banku da ona u svojim knjigama otvori tekući (kontokorentni) račun na ime prve banke, i da sva buduća medusobna plaćanja (uplate i isplate) izvrši u korist odnosno na teret tog računa. U ovom slučaju nastaje kontokorentni korespondentski odnos između tih banaka, koje se tada nazivaju direktnim korespondentima.

Drugo moguće rešenje za medusobna plaćanja, ako nije dogovoreno otvaranje tekućeg računa, sastoji se u tome da banke svoja medusobna plaćanja izvršavaju putem svojih tekućih računa kod trećih banaka, dajući tim bankama nalog ili ovlašćenje za izvršavanje potrebnih plaćanja u korist druge korespondentske banke. Banke sa kojima su dogovoreni takvi odnosi nazivaju se nekontokorentnim ili indirektnim korespondentima.”[614]

Činjenica da banka sa nekontokorentnim korespondnetima ne može direktno regulisati medusobna plaćanja, utiče na smanjenje efikasnosti saradnje tih banaka i na stepen poslovnog poverenja kod izvršenja naloga za plaćanje.

[613] Dr Života Ristić – Tržište novca, Beograd, 1990, str. 79.
[614] Ibidem, str. 81.

2) TEKUĆI (KONTOKORENTNI) RAČUNI BANAKA

Tekući računi korespondentskih banaka preko kojih se neposredno obavljaju međunarodna plaćanja, vode se najčešće u nekoj konvertibilnoj valuti ili valuti jedne od zemalja u kojoj odnosne banke imaju svoje sedište. Ukoliko zemlje nemaju konvertibilne valute, tj. ukoliko se plaćanja vrše u obračunskim (klirinškim) valutama, onda poslovne banke po pravilu ne mogu imati medusobne kontokorentne (tekuće) račune, ta se plaćanja izvršavaju putem posebnih zbirnih računa kod Centralnih banaka dotičnih zemalja.

Sredstva jedne banke na tekućem računu kod druge banke u inostranstvu predstavljaju njeno devizno potraživanje, sa kojim ona može u svakom trenutku slobodno raspolagati za svoja plaćanja, putem svojih naloga koje izdaje banci kod koje ima sredstva na računu.

Banka može kod iste korespondentske banke imati svoje tekuće račune u raznim valutama, ukoliko je to u njenom interesu, i ako to propisi odnosnih zemalja dozvoljavaju. Isto tako, banka može pored svog tekućeg računa imati kod svog korespondenta i neke druge račune za posebne poslovne namene kao što su: depozitni račun, račun za sredstva pokrića za otvorene akreditive itd.

Iznos sredstava u pogledu gornje granice koji banka može držati na svojim tekućim računima kod svog korespondenta odreduje zavisno od obima i učestalosti poslova platnog prometa, vodeći pri tom računa o održavanju stalne likvidnosti.

Tekući račun koji jedna banka otvara kod svoje korespondentske banke predstavlja za nju „nostro–račun" (od italijanske reči nostro–naš) i tako se obično i naziva. Za banku kod koje je račun otvoren to je „loro–račun" (od italijanske reči loro–njihov). S obzirom na to da na nostro računima banka mora da drži stalno izvestan deo svojih sredstava radi održavanja likvidnosti i da na ta sredstva obično ne dobija ne dobija kamatu, razumljivo je da će svaka domaća banka da se zalaže za otvaranje tekućeg računa svog korespondenta kod nje. Za sve otvorene tekuće nostro–račune kod inostranih korespondenata, banke nalogodavci vode analogne račune u svom knjigovodstvu, na kojima knjiže sva plaćanja i naplate putem tih računa. Na bazi primljenih izvoda tekućih računa kod korespondenata vrši se kontrola saglasnosti knjiženja svih obavljenih prometa (priliva i odliva sredstava) na tim računima, kao i medusobna provera salda na tim računima u dogovrenim periodima. Za banke i uopšte za održavanje zdravih odnosa u međunarodnim plaćanjima, vrlo je bitno sprovodenje stalne ažurnosti u knjiženjima i uopšte u poslovanju banaka.

3) ELEKTRONSKI PRENOS SREDSTAVA I PORUKAU MEĐUNARODNOM PLATNOM PROMETU

Uprkos razvoju nove tehnologije pokazalo se da u medusobnim komuniciranjima nisu mogle da postignu zadovoljavajuće rezultate pa se sedamdesetih godina grupa vodećih svetskih banaka odlučila za kreiranje zajedničkog i jedinstvenog telekomunikacijskog sistema medu bankama.

Kao rezultat dugogodišnjeg i detaljnog iskazivanja nastao je S.W.I.F.T. – SOCIETY FOR WORLDWIDE INTERBANK FINANCIAL TELECOMUNICATION i Udruženje za međunarodni finansijski telekomunikacioni prenos izmedu banaka i finansijskih institucija.

Kreiran je u Belgiji 1973. godine, od strane 250 vodećih evropskih i severnoameričkih banaka, a počeo je sa radom 09. maja 1977. godine. Danas preko 4500 banaka i finansijskih institucija, uv iše od 80 zemalja, razmenjuje putem S.W.I.F.T.–a preko 1500000 poruka dnevno.

Standardizacijom poruka i formi, omogućeno je automatsko upravljanje podacima i eliminisanje problema izmedu pošiljaoca i primaoca vezano za jezik, interpunkciju i vremensku razliku u slanju poruke.

Detaljan opis i program svih transakcija i njena identifikacija osiguravaju potpunu kontrolu i odlazeći i dolazeći poruka a smanjuju rizik u pogledu nastalih grešaka ili gubitak istih.

Poruke se od banke prenose odmah i automatski izvodi autentinkacija i identinkacija istih (bez prethodne obrade u služi šifara i spesimena, telexa itd.). Posebnim dogovorom u šiframa utvrdeno je i vreme prenošenja poruka saglasno razlici u vremenu koja postoji u svetu.

Jedna od velikih prednosti poruka prenetih putem S.W.I.F.T.–a je i njihova cena (sa stanovišta banke i korisnika njenih usluga), koja je znatno manja u odnosu na klasičan način vršenja plaćanja i ista je za svaku poruku bez obzira u koji se deo sveta upućuje.

Ono što je još bitnije od slanja prve poruke putem S.W.I.F.T.–a, dakle 1977. godine, njena ocena je porasla minimalno dok su cene telex–a i poštanskih usluga u istom periodu znatno povećane.

U dosadašnjem radu S.W.LF.T. je uradio sledeće tipove poruka, po kategorijama i tipovima:

1. CUSTOMER TRANSFER – Transferi izmedu komitenata i banaka
2. BANK TRANSFER – Transferi izmedu banaka
3. FOREIGN EXCHANGE – Berzanske transakcije sa podgrupom kredita i depozita
4. COLLECTIONE – Čiste naplate (doznake)
5. SECURITIES – Hartije od vrednosti – Rezervisano za buduća korišćenja
6. DOKUM. CREDITS – Akreditivi – Rezervisano za buduća korišćenja
7. SPEICAL. MESSAGES – Razmena posebnih poruka među banaka (razne potvrde, provere, salda, izvodi, zahtevi...)

Unutar postojećih kategorija do sada je u praksi utvrdeno oko 70 tipova poruka. Svaka poruka se sastoji iz tri osnovna dela:

- ZAGLAVLJA PORUKE (pošiljalac, primalac, datum, tip poruke, vrsta...)
- TEKSTA PORUKE (referenca, valuta, iznos, korisnik, nalogodavac i banka kontokorent, poruke o načinu plaćanja...)
- AUTENTIFIKACIJE PORUKE (na bazi prethodno razmenjenih ključeva, šifara i kodova)

Mreža S. W.I.F.T.–a pokriva sve kontinente i sastoji se od četiri operativna centra u Holandiji i dva u SAD, regionalnih procesoar (terminala) u svakoj zemlji koja je uključena u S.W.I.F.T. i terminala u svakoj banci – članci (koja se, u jugoslovenskoj varijanti, povezuje preko centrale banaka, na regionalni procesor).

Regionalni procesor za Jugoslaviju smešten je u Beogradu a preko internacionalne mreže je povezan sa operativnim centrom u Holandiji. Centralni terminali za povezivanje

i uključivanje Jugoslavije u S.W.I.F.T. smešteni su u NBJ, dok su poslovne banke povezane preko svoje matične banke.

S.W.I.F.T. za potrebe svojih članica izdaje Imenik za identifikaciju banaka uključenih u mrežu. Ova publikacija – poznatija kao B.I.C. (Bank Identificer Code) izlazi četiri puta godišnje i sastoji se iz šest osnovnih delova:

a. Izmene nastale od prethodnog do novog izdavanja, gde se navode banke koje se brišu ili se priključuju u S.W.I.F.T.
b. Podaci o određenoj zemlji i njenim bankama članicama S.W.I.F.T.–a
c. Podaci dati po geografskom principu o svim članicama S.W.I.F.T.–a
d. Članice S.W.I.F.T.–a prikazane po azbučnom redu coda
e. Codovi svih svetskih valuta u nazivima
f. Podaci o praznicima i vremenu kada koja banka ne radi

Neophodnost korišćenja ove publikacije je očigledna pre svega sa aspekta kvalitetnog sadržaja poruka, tačnosti upotrebljenih šifara, ključeva, računa banaka itd.

3. MEĐUNARODNO FINANSIJSKO TRŽIŠTE, FINANSIJSKE INOVACIJE I BANKARSTVO

Na medunarodnim finansijskim tržištima, a posebno na tzv. evrotržištu, prisutne su brojne inovacije, koje su od poslovnog značaja za preduzeća i druge finansijske subjekte. Kad to konstatujemo, imamo u vidu potrebu poboljšanja izvora finansiranja, identifikovanja načina obezbeđenja od rizika finansiranja, ofanzivnog uticaja na prosečnu tržišnu cenu kapitala i maksimiziranja ukupne dobiti. U tom kontekstu, finansijsko tržište reprezentuje tržišni mehanizam koji osigurava „neposredni kontakt" ponude i tražnje finansijskih resursa, koji mogu biti dugoročnog i kratkoročnog karaktera. Takvo poimanje međunarodnog bankarskog tržišta kao skupa specijalizovanih i nacionalnih tržišta novca i kapitala sa imanentnim institucijama, institutima, mehanizmima i instrumentima, koji omogućavaju finansijsko posredovanje među finansijskim subjektima, transformaciju finansijske imovine odredenih finansijskih subjekata, osiguranej finansijskih ulaganja od rizika, smanjenje troškova ulaganja i povećanja finansijskih zarada.

Internacionalizacija finansijskog tržišta „kreirala" je različite oblike evronota, kao svojevrsne inovacije na evrotržištu u smislu da reprezntuju oblik kratkoročnog zaduženja. Kao i svaka obveznica, evronota može biti kuponska i diskontna, mada se u finansijskoj praksi savremenog sveta nalaze brojne varijacije osnovnih oblika evronote. U suštini, evronote reflektuju kredite na osnovu kratkoročnih obveznica (nota) sa kamatom koja varira sve do kraja perioda za koji daje kredit.

Evronote, koje se javljaju u drugoj polovini 70–ih godina, jesu zapravo obveznice na srednji tok kuponom. Evronote vuku kratkoročne kamatne stope, koje se obračunavaju na principu šestomesečne kamate na londonskom interbankarskom tržištu – tzv. LIBOR. Kamata uvećana za flksnu maržu plaća se na svakih šest meseci.

Revolving Acceptance Facilitv by Tenden (RAFT) reprezentuje inovirani oblik evronote koja se bazira na tzv. bankarskim akceptima. RAFT je, dakle, aranžman koji implikuje fundamentalne karakteristike RUF uz oslanjanje na akcept koji se revolvira i na koji se plaća upisnička provizija. No, ako je emitentu nepotreban revolving upis, onda mu je potreban NIF (Note Issuance Facilitv) kod koga se emitent obavezuje ugovorom da osigurava plasman note na tržištu bez obzira da li novac daje banka ili odredeni investitor. Aranžer, u ovom kontekstu, deluje kao agent emitenta, ali bez obaveze utvrdivanja kamate, diskonta, dominacije nota i dr. Agent, dakle, samo drži zalihe nota i distribuira ih po ovlašćenju. Zato se, u krajnjoj instnaci, RUF (Revolving Underv/riting Facilities) svodi na upisani NIF sa garantnom obavezom od strane upisnika. Ove note se sada plasiraju investitorima. U celini posmatrano, reprezentativni evronotni kredit (RUF) poima se kao sporazum izmedu kompanije koja emituje prenosive hartije od vrednosti (note) – ili certifikate ako su banke emitenti agenta koji plasira emitovane hartije od vrednosti i grupe finansijskih institucija koje otkupljuju note ukoliko se ne prodaju.

Pored nota, kao jedan od oblika (četiri) ili grupe hartija od vrednosti, kod kojih dolazi do inovacija i kombinacija, obveznice sa fiksnom kamatom (Fixed Coupon Bonds) reprezentuje klasičan oblik finansijske aktive na evrotržištu, pošto predstavljaju prenosive hartije od vrednosti koje osiguravaju njihovim imaocima stalan prihod u vidu fiksne kamate sve do same otplate. Ove obveznice jesu rasprostranjeni oblik emisije evroobveznica na tržištu, pored već naraslog obima obveznica sa promenljivom kamatom i konvertibilnih obveznica u ukupnoj emisiji.

U praksi se, isto tako, koriste i tzv. obveznice sa varantom, kao oblik evroobveznica. Ove obveznice se javljaju u formi konvertibilnosti i akcije, koje nude firme, i u formi konvertibilnosti u druge obveznice, koje nude država i paradržavni emitenti. Kod ovih obveznica svi su uslovi unapred fiksirani, naročito uslovi konverzije (kao pravo konverzije obveznice u akciju). No kada su u pitanju tzv. obveznice sa varantom, akcije se kupuju po osnovu prava koje se dobija od varanta. Na taj način zajmoprimac dolazi do likvidnih sredstava, dok zajmodavac dobija novi tip finansijske aktive u vidu akcije.

Za razliku od obveznica sa varantom, konvertibilne obveznice se emituju u fiksnu kamatu s pravom kupovine odredenog iznosa emitentu zajma. Japanska i američka preduzeća kod ovog oblika kredita, javljaju se kao glavni emitenti. A pošto nose „dobre" poreske olakšice ove obveznice su atraktivne i za evropske investitore. Vrednost ovih hartija od vrednosti uglavnom zavisi od prinosa na dugoročne plasmane, od ekonomske pozicije emitenta na tržištu kapitala i od ispoljenih tendencija na berzama. U funkcionisanju ovog tipa obveznica pojavljuju se u praksi odredeni problemi koji se naročito ispoljavaju onda kada npr. neka japanska firma emituje konvertibilne obveznice koje glase na neku drugu valutu–marka. Tu se nude dve opcije: ili mogućnost konverzije obveznica u akcije ili mogućnost konverzije marke ili dolare (ili neku drugu valutu). To je potrebno zbog toga što su konvertibilne valute atraktivne sa stanovišta niže kamatne stope, dužeg perioda dospeća, moguće anticipativne otplate i korišeenja prava konverzije u druge akcije po autonomonoj odluci dužnika.

Pored prezentovanih i opisanih oblika evroobrazaca, na tržištu egzistiraju i hartije od vrednosti sa opcijom zamene otplate– konverzija izjedne valute u drugu. Konverzija je dozvoljiva iz razloga što je valutni kurs unapred fiksiran u procesu same emisije. Fiksirani valutni kurs važi za čitav period trajanja zajma. Ove obveznice sa fiksiranim kursom, kamatom i sa izborom naplate su izuzetno rizične za zajmodavca i izuzetno povoljne za kreditore.

No, da bi se redukovao rizik investitora lansirani su certifikati o depozitu, kao defanzivni plasmani finansijskih investitora. U stvari, ovi certifikati reprezentuju svojevrsnu vezu izmedu tržišta novca i evroobveznice. Medusobno su inače supstitutivni na sekundarnom tržištu. Kamata im je fiksna. LIBOR je osnova za utvrdivanje kamatne stope. No, u praksi se javljaju i certifikati o depozitu sa varijabilnom kamatom. Tu su još i tzv. tap certifikati o depozitu i tzv. transche certifikati o depozitu, kao i tzv. multitranche tap certifikati o depozitu, kao oblik kratkoročnih hartija od vrednosti sa različitim rokom dospeća i promenljivom kamatom.

No, svetsko finansijsko tržište zahvatilo je, tokom poslednjih godina, inovativni proces u formi iznalaženje potpuno novih finansijskih oblika i finansijskih tehnika u procesu izvodenja finansijskih transakcija. Time je faktički nastupila nova faza inovacija i diversifikacija prenosivih hartija od vrednosti koje su razgradile klasični oblik finansiranja putem depozita i kredita, obogatile strukturu izvora sredstava finansijskih subjekata i investitora, i unapredile bankarsko poslovanje u pogledu ročnosti ponudenih hartija od vrednosti. Kada to konstatujemo imamo u vidu i pojavu novih oblika evroobveznica, kao što su: (a) Discount Bond, (b) Drop Lock Bonds, (c) Extendable Bonds, (d) Party Paid Bonds, (e) Step Down Bonds, (f) Wings, itd. U stvari, radi se o obveznicama kod kojih se utvrduju niske cene pošto se kamata plaća po dospeću (a) o kombinaciji obveznica sa fiksnom i promenljivom kamatom sa mogućnošću utvrdivanja fiksne kamate stope ukoliko se nove kamate spuste ispod unapred utvrdenog nivoa, (b) o obveznicama čiji se rokovi dospeća mogu prolongirati ukoliko se novom obveznicom zameni stara obveznica, (c) o obveznicama s parcijalnim plaćanjima koje investitorima omogućavaju rast dostane vrednosti u uslovima smanjenja otplata zbog niskih kamatnih stpa, (d) o obveznicama sa degresivnim kuponima, (e) i obveznicama koje su po svom ustrojstvu konvertibilne u državne obveznice (f) itd.

Prema tome, emisija i kupovina hartije od vrednosti kao vidovi izvora finansiranja i oblika plasmana jesu refleksija finansijskih inovacija na medunarodnim finansijskim tržištima od posebnog značaja za gotovo sve finansijske subjekte i investitore sa stanovišta redukcije troškova finansiranja, optimizacije strukture fmansiranja, diversifikacije plasmana slobodnih novčanih sredstava, održavanja potrebnog nivoa likvidnosti i solventnosti itransaktora, povećanja stepena rentabiliteta sredstava i finansijskih zarada, i minimiziranja rizika.

Finansijske inovacije iniciraju promene na tržištu novca i tržištu kapitala, a naročito na evrovalutnim tržištima.[615] U okviru šireg talasa finansijskih inovacija pronađeni su kanali formiranja bankarskih resursa i mobilizacije slobodnih novčanih sredstava. Među tim finansijskim instrumentima najvažniji su: (1) depozitni certifikati, (2) NOW računi, (3) aranžamni o rekupovinama hartija, (4) svip aranžmani, (5) depozitni računi novčanog tržišta, (6) zajednički fondovi novčanog tržišta i (7) overdraft aranžmani.

Depozitni certifikati–certificates of deposists (CDs) jesu reprezentantaa specifičnih vrednosnih papira. „Bitne odlike ovih hartija jesu utrživost odnosno transferibilnost, zadovoljavajući stepen likvidnosti, veća kamatna stopa u odnosu na klasične depozite, visoka novčana denomiranost. Emisija i primamo plasiranje ovih hartija pripada uglavnom krupnim bankama, a kupuju ih velika i snažna preduzeća. Veoma je bitna uloga krupnih tržišnih posrednika na planu promocije i transfera.

[615] OECD, Financial Market Trends, Paris, 1989, str. 66–69. i M. Johnsn: Eurobands – MNTfc, Comparate Finance, juni 1988, str. 31.

Sekundarno finansijsko tržište i bankarski marketing igraju važnu katalizatorsku ulogu u pogledu upomog razvoja i jačanja ovog instrumenta mobilizacije bankarskih resursa. Krupnije poslovne banke povećavaju svoje potencijale u dobroj meri putem korišćenja ovog finansijskog instrumenta. Primerno emitovana CDs nose kamatu koja je odredena stopom tražnje za bankarskim kreditima, stepenom likvidnosti bake, prosečnom kamatom na sekundarnom novčanom tržištu, očekivanjima u pogledu kretanja kamatne stope i u pogledu kursa monetarne politike. Uglavnom ovi faktori određuju i dospelost CDs. Zadovoljavajuće kamate i mogućnost prodaje pre ugovorenog roka dospeća doprinose aktivnosti CDs na novčanom tržištu i visokim mobilizatorskim odlukama u oblasti formiranja bankarskih izvora".[616]

NOW aranžmani – negotiable order of withdrawal, isto tako, reprezentuju, „specijalne račune kod banaka i štedionica, koji obezbeduju kamatu i mogućnost automatskog povlačenja sredstava depozitara. Tehnički, račun pripada kategoriji štednih aranžmana sa normalnom kamatom, ai ustanovljena je mogućnost plaćanja preko računa. Institucionalizovanje ovih računa izvršeno je sa ciljem da se izbegne zakonska restrikcija plaćanja kamate na tekuće račune i transakciona sredstva. Uvedeni su računi koji pokrivaju tekuća plaćanja, obezbeduju likvidnost i nose odgovorajuću kamatu. Oni obezbeđuju šire funkcije i kvalitet u odnosu na klasične tekuće ili štedne račune i usled toga su znatno atraktivniji za nebankarske transaktore. Banke su preko ovih računa stvorlie novi kanal privlačenja slobodnih finansijskih resursa i formiranja finansijskog i kreditnog potencijala".[617]

Sporazumi (aranžmani) o rekupovini hartija – repurchase agreements, Repor, RP –poput predhodnih, aranžmani reprezentuju inovacioni instrument novčanog tržišta i prikupljanja slobodnih novčanih sredstava, pošto se radi o kratkoročnim državnim vrednosnim „papirima koje banke privremeno transferišu subjetima sa prolaznim viškovima likvidnih sredstava. Transakcije su prikrivene ugovorima u kojima se precizira jedinična vrednost hartija, cena transfera, dospelost, i kamata. Na ovaj način transaktori prelivaju slobodna finansijska sredstva u banke potencijale i ostvaruju odgovarajući kamatni prihod. Najduži rokovi dospelosti su 90 dana, ali se prema ovom aranžmanu sredstva mogu povratiti ulagačima u znatno kraćim rokovima. Ulagači biraju samostalno rokove reprodaje hartija bankama, koji se mogu kretati u rasponima od jednog od 90 dana, i od toga zavisi nivo kamatnog prihoda. Otuda se ovaj mehanizam smarra veoma pogodnim za ostvarivanje optimizacije kratkoročnih ulaganja sredstava od strane finansijskih investitora. Naime, preko ovog aranžmana obezbeđuje se puno korišćenje novčanih sredstava u periodu kada su za nebankarskog transaktora slobodna. Transaktori odnosno ulagači sredstava ne snose tržišni rizik. Pošto se ugovorima pokrivaju iznosi uloženih sredstava i odgovarajući kamatni prinosi. Kamatna stopa se odreduje prema kretanju prosečnih kamata na kratkoročnom i dugoročnom finansijskom tržištu".[618]

Svip aranžmani – sweep accounts, takode, predstavljaju novu mogućnost za utvrdivanje salda na računima komitenata, ali i novi finansijski instrument banaka za mobilizaciju slobodnih novčanih resursa. U osnovi radi se „o utvrdivanju inđividualnih margina likvidnih pozicija pojedinih transaktora na tekućim računima i intervencijama banke u slučaju probijanja gornje ili donje granice likvidnih sredstava. Prema specijalnim ugovorima između transaktora i banke treba da se održava nivo likvidnih sredstava u

616 Dr S. Jović: Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990.
617 Dr S. Jović, op. cit., str. 147.
618 Ibidem, str. 147.

okviru instaliranih zona, pri čemu banke u slučaju viškova likvidnih sredstava automatski vrše konverziju viška u kamatonosne hartije. Obrnuto, u slučaju opadanja salda gotovine ispod donje granice banka će konvertovati hartije u likvidna novčana sredstva. U suštini, banka u slučaju viška likvidnih rezervi može prema ovom aranžmanu ulagati sredstva u kratkoročne hartije kakve su RP na osnovu čega postoji povezanost između ugovora o rekupovinama i svip računa. Pored moblizatorske uloge, ova banke obavljaju širu ulogu katalizataroskog pročišćavanja novčanih sredstava i aktiviranja potencijalno nekativnih novčanih sredstava".[619]

Popust svip aranžmana, i depozitni računi novčanog tržišta – money market deposit accounts, reprezentuju inovacioni finansijski instrument mobilizacije slobodnih novčanih sredstava i „utvrdivanja kompetivne pozicije banaka u kapitalističkim razvijenim zemljama. Kod ovih računa odeduje se minimalni nivo depozita koji treba da bude održavan, kao uslov da transkator dobije od banke odgovarajući tržišni prinos. Prinosi su odredeni prema prosečnim tržišnim kamatama, a depoziti su osiguraoi od strane odgovarajuće državne ustanove. Kada nivo depozita padne ispod odredenog minimalnog iznosa, banka obara kamatnu stopu ili nivo kamatnog prihoda. U uslovima održavanja depozita na i iznad minimuma banka može autonomno odredivati nivo kamate, odnosno može nuditi stimulativnu kamatu za privlačenje dodatnih depozita. Utvrđeni su limiti transakcija preko ovih računa, koji ipak u dovoljnoj meri obezbeduju pokrivanje likvidnosti. Najviše šest novčanih transfera mesečno je moguće obaviti preko ovih računa. Povlačenje gotovine sa računa je nelimitirano. U suštini računi predstavljaju aspekt finansijskog investiranja transaktora, kod čega su precizno određena pravila korišćenja sredstava".[620]

Money market mutual fund – mešoviti fondovi novčanog tržišta reprezentuju kvalitativno nove kratkoročne finansijske instrumente za prikupljanje disperzirane štednje koja se ulaže u kvalitetne bankarske certifikate i vrenodnse papire firmi sa visokim bonitetom kako bi dotična ulaganja postala likvidna i kamatonosna. Ovi mešoviti fondovi novčanog tržišta formiraju se na „principu rezervoara" („pooling"): dnevni prilivi novčanih sredstava iz raznorodnih izvora sintetizuju se i ulažu u kupovinu odgovarajućih tržišnih instrumenata. Kupovina vrednosnih hartija obavlja se svakodnevno, kod čega postoji veoma razudeni spektar papira po ročnosti i kamatnih prinosima. Kamatni prinos u vidu administrativnih troškova, transferiše se kontinuelno ulagačima sredstava.

Kratkoročnost i visok bonitet hartija daju mešovitim fondovima karakter sigumosti ulaganja novčanih sredstava. Prinos na uložena sredstva se dnevno menja, sa promenama kamatnih stopa spektra vrednosnih papira. Bruto prinos uloženih hartija se dnevno umanjuje za iznos odgovarajućih operativnih, administrativnih i distribucionih troškova. Mešoviti fondovi obezbeđuju ulagačima i sledeće prednosti: dnevni dohodak, likvidnost, automatsko reinvestiranje, konvencionalnu praktičnost. Dividende se obračunavaju i pripisuju računu svakodnevno, dok se gotovinski realizuju na kraju meseca. Ne postoji minimalni period ulaganja sredstava niti postoji kaznena kamata za povlačenje sredstava pre roka dospelosti. Ulagači mogu svoja sredstva povlačiti telefonskim, poštanskim, čekovnim, telegrafskim ili kompjuterskim načinima, što pruža pogodnost veoma brzog pokrivanja likvidnih potreba. Banke mogu obezbedivati dve opcije za ulagače: isplata kamatnog dohotka na ulaganja i otvaranja tržišnih računa su minimalni i na taj način stvoreni su uslovi fleksibilnog ulaganja sredstava svim

[619] Ibidem, str. 148.
[620] Ibidem, str. 148.

subjektima. Ne zahteva se držanje minimalnog iznosa uloženi, sredstava nego preko kamatnog preko kamatnog prinosa reguliše nivo depozitnog računa.[621]

Konačno, overdraft računi – overdraft checking account, automatic overdraft account – reflektuju u biti kreditne linije banke za štediše i transaktore. Banka automatski pokriva povlačenje sredstava čekovima za koja ne postoji dovoljan iznos sredstava na računima. Kreira se automatski kredit na bazi pristiglih čekova transaktora za iznos koji je iznad nivoa depozita komitenta kod banke. Pogodnost ovog instrumenta jeste automatizam instaliranja kreditnog aranžmana preko priliva čekova ili putem kreditnih kartica. Otpada komplikovani mehanizam zaključivanja kreditnih ugovora, ispitivanja kreditne sposobnosti i obračuna operativnih troškova. Uglavnom je reč o personalnim kreditima koji se realizuju na indirektan način, posredstvom odgovarajućih instrumenata platnog prometa. Iznosi kredita su obično ograničeni i ograničeno je vreme korišeenja kreditnih resursa. Obračunava se normalna kamatna stopa samo za iznos previše povučenih sredstava. U uslovima znatnih fiuktuacija novčanih sredstava kod odredenih preduzeća, overdraft računi su pogodan način racionalizacije i ekonomisanja metoda finansiranja poslovnih linija.

Novi prodor u oblasti razvoja kreditnih linija i mobilisanja sredstava kod banaka ide preko uvođenja tzv. dugovonih kartica (debit cards, „deposit access card") koje omogućavaju elektronsko transferisanje sredstava na tačkama prodaje roba i usluga. Jedna varijanta elektronskih kreditnih kartica jesu ATM kartice (automated toller machines) koje se koriste za kompjutersko povlačenje gotovog novca sa odgovarajućih računa. Smisao novih instrumenata je u trenutnom pokrivanju platnoprometnih odnosa, povezivanju kreditnih i novčanih resursa u vrstu sintetizovanog novca i otvaranju linija mobilizovanja sredstava kod banaka.

Dodajne izvore sredstava banke obezbeduju na kreditnom i tržištu kapitala: krediti kode centralne banke, inostrani krediti, izdavanje i prodaja dugoročnih hartija od vrednosti. Bitne karakteristike metoda i instrumenata formiranja ovih izvora sredstava banaka su sledeće: Prvo, treba da je reč o zaista dopunskim izvorima. Drugo, banke su na ovom terenu pojavljuju u ulozi pasivnog primaoca uslova pribavijanja sredstava („price–taker"), za razliku metoda privlačenja glavnih izvora gde se banke javljaju u mnogo aktivnijoj ulozi. Treće, ovi izvori postaju važni u periodima pogoršavanja uslova plaćanja raznih vrsta depozitnih sredstava. Ova sredstva tada postaju relativno pogodnija za brzo uskladivanej potencijala sa programiranim plasmanima sredstava. Ako se poveća prosečna kamata na tržištu, tada su depozitni izvori pogođeni većim prosečnim troškovima, dok su kreditni izvori opterećeni porastom marginalnih troškova. Naime, kamatni troškovi svojim povećanjem zahvataju sve depozitne izvore, dok u slučaju nedepozitnih izvora troškovno opterećenje pogađa samo nove prilive ovih resursa.

[621] Ibidem, str. 149.

GLAVA ŠESNAESTA

MENADŽMENT MEĐUNARODNIH PLAĆANJA I POSLOVNE BANKE

1. MEĐUNARODNI PLATNI PROMET

Medunarodni platni promet (MPP) podrazumeva **sve** oblike plaćanja van teritorija jedne države. Videli smo da su neposredni učesnici u medunarodnim plaćanjima banke, kao moćne finansijske institucije. Radi se uglavnom o dobro kapitalizovanim bonitetnim bankama koje uživaju visok kredibilitet i fiksno izvršavaju preuzete obaveze. Predmet MPP su transferi finansijskih sredstava iz jedne zemlje u drugu po raznim osnovama, **kao** npr. plaćanje za izvršeni uvoz, naplata za izvršeni izvoz, doznake stranih lica zaposlenih u nekoj zemlji, transferi na osnovu kreditnih aranžmana, pokloni, pomoć, **kao** i finansijski transferi po nerobnim osnovama. Ove transakcije se najvećim delom obavljaju na bezgotovinski način, a manji deo u efektivnom novcu. Razlog zbog čega je bezgotovinski način plaćanja prisutniji u MPP, u odnosu na plaćanja efektivnom, leži u činjenici da su ona brža, efikasnija, sigurnija zahvaljujući korišćenju SWIFT sistema (tehnološka i komunikacijska mreža deviznih transakcija u svetu).

Neki smatraju da je područje MPP suženo u odnosu na područje koje ima unutrašnji platni promet. Razlog ovakvom shvatanju leži u postojanju kontrole obavljanja poslova platnog prometa u medunarodnim okvirima. To znači da se izvršenje MPP odvija u posebnim sistemskim i organizacionim uslovima. Obavljanje i realizovanje specifičnog MPP potpomognuto je od strane instrumenta plaćanja i obezbeđenja plaćanja. Značajnu ulogu na unifikaciji ovih instrumenata plaćanja i obezbedenja plaćanja. Značajnu ulogu **na** unifikaciji ovih instrumenata u MPP odigrala je Medunarodna trgovinska komora sa sedištem u Parizu. Aktivnosti ove komore su usmerene na uspostavljanje boljih ekonomskih veza između razvijenih zemalja i zemalja u razvoju, ali isto tako i na rešavanje problema koji se javljaju u svetskoj trgovini, u tokovima medunarodne razmene, uskladivanje propisa da bi se efikasnije poslovalo, donose se jedinstvene uzanse koje su medunarodno prihvaćene i čine poslovnu praksu daleko lakšom. Pored ove ističu se i neke druge organizacije kao što su MFF koja teži da unapredi međunarodnu saradnju

i da olakša trgovinsku razmenu. Takode treba spomenuti stvaranje monetarnog sistema zemalja evropske unije.

Instrumenti plaćanja kao i obezbedenje istog koje banke koriste radi bržeg, efikasnijeg i sigurnijeg poslovanja rezultat su uglavnom bankarske i komeracijalne prakse i običaja koje se neguju u poslovnom svetu. Posmatrajući ih tokom vremena, primetna je tendencija, njihovih usavršavanja i razvoja mada je primetan i konflikt između pojedinih instrumenata. Naime, dolazi do razvoja mada je primetan i konflikt između pojedinih instrumenata. Naime, dolazi do razvoja jednih i smanjivanja upotreba drugih tj. razvoj jednih potiskuje neke druge instrumente. Na primer u SAD čak je kao instrument platnog prometa potisnuo menicu.

Sve ovde što je rečeno predstavlja neke osnovne karakteristike MPP. Medutim, ne može a da se na ovom mestu nešto ne kaže o implikacijama MPP na nacionalnu privredu sa aspekta kvaliteta obavljanja medunarodnih plaćanja domaćih razidenata, kako fizičkih, tako i pravnih. Može se konstatovati da dinamika uključivanje jedne nacionalne privrede, govorimo o makroekonomskom nivou, u tokove medunarodnih plaćanja detenninisano je pre svega nivoom razvijenosti te privrede. To drugim rečima znači, što je privreda razvijenija pred njom stoje veće mogućnosti za njeno uključivanje u tokove MPP i obratno. Medunarodna plaćanja ne predstavljaju ništa drugo nego vernu sliku ekonomskih odnosa domaće privrede sa inostranstvom. Što su ti odnosi složeniji veći je volumen medunarodnih finansijskih transakcija po osnovu tih odnosa. Ovo se može najbolje sagledati posmatranjem s jedne strane platnog a sa druge strane deviznog bilansa zemlje, koji u potpunosti odslikavaju odnos na relaciji ekonomski odnos sa inostranstvom i devizni prilivi i odlivi po tim osnovama.

Ako razmatranja o uključivanju nacionalne privrede u MPP, spustimo na mikroekonomski nivo tj. na nivo privrednih subjekata koji se bave tom vrstom posla, onda možemo konstatovati da kvalitet i pouzdanost obavljanja tih poslova direktno zavisi kako od njih samih tako i od uspešnosti subjekata posredstvom kojih se vrše ti poslovi, a to su banke sa posebnim ovlašćenjem. Ukoliko se desi da takve banke poslove koji su im povereni ne vrše na odgovarajući način, postoji realna opasnost da se ti propusti manifestuju i na privredu u smislu izazivanja konjukturnih poremećaja. Zbog toga velika odgovornost leži na Centralnoj banci, kao najvišoj monetarnoj vlasti, koja daje odobrenje koje se poslovne banke mogu baviti poslovima MPP. Iz svega napred navedenog može se konstatovati da uspešnost obavljanja MPP ima velikog uticaja na stabilnost jedne nacionalne privrede i njena privredna kretanja.

U MPP do danas učinjeni su veliki napori u cilju poboljšanja: organizacije poslovanja banaka, kadrovske strukture, informacionog sistema, tehnoloških komponenti (uvode se najvnovije generacije elektronskih sistema), kao i uvodenje elektronskog novca.

Medutim, i pored ovih poboljšanja funkcionisanje medunarodnih plaćanja nije poštedeno izvesnih slabosti, koja su rezultat kako ekonomskih (recesija svetske privrede), tako i političkih problema. Iz svega ovoga što je do sad rečeno, može se jasno videti da se reforma sistema medunarodnog plaćanja ne može vršiti bez sagledavanja svih relevantnih faktora (ekonomskih i političkih) koji imaju uticaja na kvalitet obavljanja MPP–a.

Sa sve većim prostorom medunarodne trgovine, u kojoj dolazi do realizovanja mnogobrojnih robnih i nerobnih transakcija, povećava se značaj i uloga koju u obavljanju svetskog prometa imaju instrumenti plaćanja. Obavljanje medunarodnog

prometa, usled razvoja svetskog tržišta, medunarodnih ekonomskih odnosa, različitosti prebivališta (domicila) učesnika u medunarodnim plaćanjima i zbog mnogih drugih faktora, karakteriše se nesigurnošću i neizvesnošću. Da bi se ovi rizici smanjili i da bi se povećala sigurnost u pogledu izvršenja i naplate usluga, u poslovanju se uvode raznovrsni instrumenti plaćanja koji utiču na brži i efikasniji medunarodni promet roba i usluga, a time i plaćanja.

Instrumente plaćanja stvorila je poslovna praksa medunarodne trgovine, bez intervencije zakonodavstva, koji se danas široko koriste u poslovnom svetu. Neke od tih instrumenata prihvatila su i zakonodavstva pojedinih zemalja, među njima i naše zakonodavstvo.

Pojam spoljne trgovine, u širem srnislu reči, obuhvata redovnu razmenu dobara i usluga s inostranstvom u obliku trajne i profesionalne delatnosti. Spoljna trgovina predstavlja deo prometau kome se razmena obavlja na taj način što predmet kupoprodaje, prelazeći carinsku liniju napušta teritoriju zemlje prodavca (izvoz) ili ulazi na teritoriju zemlje kupca (uvoz). Ova razmena obuhvata pored razmene materijalnih dobara, još i obavljanje najrazličitijih proizvodnih i neproizvodnih usluga, po nalogu i za račun inostranih transaktora.

Medunarodni promet roba i usluga vezan je za odgovarajuća medunarodna plaćanja. Tokovi roba ukrštaju se sa tokovima novca, jer svakoj prestaciji koja se sastoji u predaji robe ili vršenju usluga, odgovara kontraprestacija koja se sastoji u plaćanju određene sume novca.

Samo plaćanje je obavezajedne od stranaka u privredno pravnimugovorima. Dužnik se svoje obaveze prema poveriocu oslobada plaćanjem koje može da se ostvari na više načina: u gotovom, čekom, menicom, obveznicom, nekom drugom zamenom za novac ili virmanom. Pri tome plaćanje može da se realizuje unapred, istovremeno sa predajom robe ili na poček umesto plaćanja gotovim novcem, (što je najneracionalniji način plaćanja) poslovna praksa je stvorila posebne instrumente plaćanja, koji služe što efikasnijem i što sigurnijem izvršenju ugovomih obaveza plaćanja. U ove instrumente spadaju: međunarodni dokumentarni akreditiv, medunarodni i dokumentarni inkaso, bankarska doznaka, međunarodno kreditno pismo, kreditne karte, menica i ček. Može se reći da instrumenti međunarodnog plaćanja u velikoj meri ubrzavaju medunarodni promet robe i usluga, a time razume se, i platni promet. Koji će se instrumenti u datom slučaju upotrebiti, to u velikoj meri zavisi od interesa samih stranaka, jer plaćanje jednim svojim delom pravno podleže dispoziciji stranaka, a drugim delom imperativnim normama nacionalnih pravnih propisa.

U savremenim uslovima, prilikom (upotrebe) izbora odredenog instrumenta plaćanja, značajan uticaj vrši faktor rizika. Prirodno je da poslovni partneri žele što veću sigurnost u pogledu ispunjenja uzajamnih ugovornih obaveza. Tu sigumost ugrožavaju prostrana udaljenost stranaka i (ne) mogućnost realne procene kreditne sposobnosti poslovnog partnera. U poslu medunarodne trgovine pojavljuju se još i dodatni faktori koji u sebi kriju opasnost, a to su: različitost pravnih sistema, divergirajući trgovački običaji, unapred nesagledive državne mere, ne stabilnost valuta. U takvim uslovima važno je izabrati način plaćanja koji u najvećoj meri pruža sigurnost poslovnim partnerima, svodeći na minimum dejstvo faktora rizika. Zato danas sve veći značaj dobijaju oni instmmenti plaćanja koji pored platežne imaju i funkciju obezbeđivanja potraživanja, a takode je i evidentno stvaranje posebnih sredstava za obezbedivanje potraživanja, za značajnom ulogom banaka (bankarska garancija).

Nedostatak gotovinskih sredstava plaćanja, kao i niz dmgih razloga praktične prirode, potenciraju značaj bezgotivnskog plaćanja i kreditne funkcije instrumenata platnog prometa. Zbog toga se ček, menica i kreditne karte, sve češće danas nalaze u upotrebi. Cek je danas u poslovima međunarodne trgovine postao hartija visoke cirkulacione sposobnosti i kao takav u velikoj meri potisnuo gotovinsko plaćanje.

Takode je neophodno istaći ulogu banaka u savremenom platnom prometu, jer se najveći deo plaćanja odvija upravo preko banke kao posebnog subjekta medunarodnog plaćanja. Posebno je važna funkcija koju banke vrše kao banke garanti.

Intervencija države u domenu medunarodnog platnog prometa je danas posebno izražena jer platni promet sa inostranstvom je od životnog značaja za ekonomiku svake zemlje. Mere ekonomske politike su utoliko rigoroznije ukoliko je platni bilans sa inostranstvom jedne zemlje deficitarniji, a devizne rezerve manje. Platni promet sa inostranstvom je regulisan imperativnim pravnim normama koje regulišu ne samo način nego i obim plaćanja. Pored toga, bilateralnim i multilateralnim medudržavnim sporazumima stvaraju se izmedu država ugovornica režimi plaćanja, koji su obavezni za uzajamno plaćanje izmedu subjekata prava iz ovih država.

Plaćanja koja naše privredne organizacije, kao ugovorni partneri, vrše u inostranstvu, regulisana su, s jedne strane, prinudnim devizionim propisima i medudržavnim sporazumima, a s druge strane determinisana i bankarskom tehnikom plaćanja, čija pravila imaju medunarodni karakter.

Upravo ova problematika medunarodnog plaćanja i instrumenata medunarodnog platnog prometa je predmet obrade ovog dela rada. S obzirom da se radi o interesantnoj, ali i dosta opširnoj pravno–ekonomskoj tematici, akcenat je stavljen na pojmovno određenje instrumenata platnog prometa, njihovu funkciju, ulogu i značaj u medunarodnim plaćanjima.

2. MEĐUNARODNI DOKUMENTARNI AKREDITIV

1) POJAM I FUNKCIONISANJE

Dokumentarni akreditiv (Documentarv credit, Dokumenten Akreditiv, Credit documentarie) nastao je iz prakse medunarodne trgovine kao instrument robnog i platnog prometa. Njegov značaj pokazuje činjenica da se oko 80% medunarodne trgovine obavlja preko dokumentarnog akreditiva.[622]

Dokumentarni akreditiv se teorijski i praktično može posmatrati u širem i užem smislu. U širem značenju međunarodni dokumentami akreditiv je ugovor, sporazum ili utemeljenje na osnovu kog banka, koja otvara akreditv po nalogu svog komitenta (nalogodavca) preuzima obavezu da će izvršiti plaćanje korisniku akreditiva (trećem

[622] B. Pavićević, B. Stakić: Instrumenti plaćanja i obezbedenja plaćanja u medunarodnom prometu, Gornji Milanovac, 1989, str. 35.

licu) ili pak da će ovlastiti neku drugu banku da izvrši plaćanje uz podnošenje pismenog dokumenta. Akreditiv u užem smislu predstavlja samo pravni odnos koji se uspostavlja izmedu akreditiva banke i korisnika akreditiva.

Ovaj instrument plaćanja ima dvojaku ulogu: prvo, ulogu sredstava plaćanja i drugo, ulogu instrumenata obezbedenja potraživanja prema stranom partneru. Kada je u pitanju njegova funkcija obezbeđenja, međunarodni dokumentarni akreditiv štiti interese i nalogodavca i korisnika akreditiva. Kada kupac naloži banci, da prodavcu plati odredeni iznos novca, pod uslovom da prodavac o roku podnese banci nalogom uslovljena dokumenta, onda je kupac siguran da prodavac neće moći naplatiti dogovoreni novčani iznos, pre, nego što ispuni osnovnu ugovomu obavezu otpremanja robe, a što upravo dokazuje podnošenjem dokumenata. Prodavac je obezbeđen da će odmah po otpremi robe moći da naplati dogovorenu cenu.

Međunarodni dokumentami akreditiv ima svoj pravni osnov u potpisanom ugovoru (ugovoru o kupovini i prodaji, ugovoru o delu i sl.) koji zaključuje komitent banke sa svojim stranim partnerom. U takvom ugovoru sadržana je akreditivna klauzula po kojoj se kupac ili naručilac obavezuje da će otvoriti dokumentami akreditiv, kod određene banke u korist prodavca, isporučiocu ili izvodaču radova. Na osnovu ovog ugovora, banka otvara akreditiv u korist trećeg lica, korisnika akreditiva koji je istovremeno i poverilac iz osnovnog ugovora.

Ekonomski posmatrano, posao akreditiva je za poslovnu banku neutralan posao, jer se ne pojavljuje ni u aktivi ni u pasivi banke, već se vodi u vanbilansnoj evidenciji.

2) SUBJEKTI ODNOSA KOD AKREDITIVA

U poslu akreditiva učestvuju najmanje tri lica. To su nalogodavac, akreditivna banka i korisnik. Ali, tu se po pravilu pojavljuje i treće Lice: neka druga banka koja može da ima različitu ulogu u poslu akreditiva, pa dobija i naziv u zavisnosti od te uloge:

1. **Nalogodavac** (egn. „Aplicant for the Credit”) je lice koje daje banci nalog za otvaranje akreditiva. On je najčešće kupac robe ili korisnik usluga.
2. **Akreditivna banka** (eng. „Issuing Bank”) je banka kojoj je upućen nalog za otvaranje medunarodnog dokumentamog akreditiva. Ona otvara akreditiv u svoje ime, a za račun komitenta, a u korist trećeg lica, korisnika, akreditiva. Znači da nastupa u svojstvu komisionara.
3. **Korisnik akreditiva** (egn. „Beneficiary”) je lice u čiju korist se otvara akreditiv. To je obično prodavac robe ili izvršilac usluga.
4. Ostale banke koje su neophodne kada se korisnik akreditiva nalazi u nekom drugom mestu, mogu da budu uključene bilo u zemlji nalogodavca, bilo korisnika ili u trećoj zemlji. Četiri najčešće vrste „ostalih banaka” su: **avizirajuća banka, potvrdujuća banka, isplatna banka, negocirajuća banka.**
5. **Avizirajuća banka** (eng. „Advising Bank”) ima funkciju da obavesti korisnika akreditiva da je akreditiv otvoren u njegovu korist, pri čemu mu saopštava uslove pod kojima je otvoren. Ona ne preuzima nikakvu obavezu prema korisniku akreditiva.
6. **Potvrdujuća banka** (egn. „Confirming Bank”) je avizirajuća banka koja prihvata samostalnu obavezu da korisniku akreditiva omogućuje konzumiranje akreditivnog iznosa.

7. **Isplatna banka** (eng. „Paying Bank") je banka ovlašćena od akredtivne banke da kao njen mandat isplati akreditivni iznos. Ona je ovlašćena za prijem i pregled podnetih dokumenata.
8. **Negocirajuća banka** je banka koja je od strane akreditivne banke ovlašćena da otkupi akreditivne menice. Ovlašćenje za otkup može biti posebno, gdeje samo jedna banka ovlašćena za negociranje ili može biti opšte kada se kao negocirajuća banka može javiti bilo koja banka.[623]

3) ODNOSI IZMEĐU UČESNIKA U MEĐUNARODNOM BANKARSKOM AKREDITIVU

Kad se radi o pravnim odnosima koji se zasnivaju prilikom otvaranja medunarodnog dokumentarnog akreditiva potrebno je da se rasprave odnosi izmedu nalogodavca i akredtivne banke, nalogodavca i korisnika akreditiva, odnos akreditivne banke i korisnika akreditiva kao i odnos korespondentne banke i korisnika akreditiva. Trebalo bi imati u vidu da su svi ovi odnosi medusobno različiti kako po svom nastanku tako i po svojoj sadržini i pravnim dejstvima.

Što se tiče odnosa koji se zasniva izmedu nalogodavca i akredtivne banke, potrebno je ukazati da se taj odnos zasniva ugovorom o otvaranju akreditva. u bankarskoj praksi se ovaj ugovor zaključuje tako što nalogodavac izdaje nalog banci za otvaranje akreditiva a ova ga prihvata ćutanjem. Drugim rečima, nalog za otvaranje akreditiva ima karakter ponude koji se od strane banke prihvata ćutanjem. Medutim, ako se banka ne složi sa primljenim nalogom, dužna je da se kao dobar privrednik i profesionalac ogradi od njega i da o tome „bez odlaganja obavesti nalogodavca, kako bi se na taj način otklonila svaka sumnja u pogledu postojanja pomenutog ugovora, jer bi se, u suprotnom, smatralo da je ugovor zaključen". Jednoobrazna pravila koja je donela Međunarodna trgovinska komora MTK u Parizu ne navode koje elemente mora da sadrži akreditni nalog, ali iz njihovih odredaba kao i obrasca MTK u Parizu, može se zaključiti da ovaj nalog treba da sadrži: naziv i adresu korisnika akreditiva; vrstu akredtiva (opoziv, neopoziv, potvrden i dr.); akreditivni iznos i valuta koja treba da bude isplaćena; vrstu, količinu i kvalitet robe; podatke o transportu robe; modalitete isporuke; podatke o dokumentima, važenje akreditiva i dr.

Pošto se ovde kao što smo videli, radi o ugovornom odnosu, svaka od stranaka ima svoja prava i obaveze. Tako na primer, najvažnija je obaveza nalogodavca da banci, za izvršene usluge i preuzeti rizik, plati odredenu proviziju i naknadi troškove. Naprotiv, obaveza akredtivne banke je da korisniku akreditiva isplati novčani iznos na koji akreditiv glasi ako se za to ispune uslovi dobijenog naloga.

Pravilo je da do otvaranja medunarodnog dokumentarnog akreditiva dolazi u cilju izvršenja odredenih obaveza iz izvršnog ugovora. Obaveze iz osnovnog ugovora su medusobno recipročne, s tim što je u odnosima izmedu nalogodavca i korisnika akreditiva sam akreditiv samo sredstvo za ispunjenje novčane obligacije dužnika iz osnovnog ugovora. To znači da se kod dokumentamog akreditiva najbolje uočava paralelizam i uslovljenost izmedu novčanog i robnog prometa. Prema tome, ako nalogodavac

[623] Evidentno je da je u praksi sve više korisnika dokumentarnog akreditiva i nameće se potreba uvodenja i razvijanja i novog proizvoda, kao što je documentarv credit certificate, čija bi primena išla putem davanja licence bankama preko njihovih udruženja ili nacionalnih komiteta. Za ovaj instrument bi se uradili standardi.

ne ispuni svoju obavezu otvaranja akreditiva u tom slučaju korisnik akreditiva neće prema njemu moći da ističe zahteve koji svoj osnov obaveze imaju u dokumentamom akreditivu, već samo može da postavlja zahtev za isplatu kupovne cene iz osnovnog ugovora, bez obzira na to što je akreditiv „nezavisan od ugovora o prodaji ili od drugog pravnog posla povodom koga je akreditiv otvoren". Istina, akreditiv je sarnostalni pravni posao, ali samo u odnosima izmedu akreditivne banke i korisnika akreditiva. Medutim, kada je u pitanju odnos izmedu nalogodavca i korisnika akreditiva tada međufiarodni dokumentarni akreditiv nije samostalni pravni posao, tj. kupac je dužan da isplati cenu za isporučenu robu nezavisno od toga kakvi su modaliteti isplate u samom ugovoru. Drugim rečima, korisnik akreditiva (poverilac iz osnovnog ugovora) ne može da natera svog dužnika da u njegovu korist otvori dokumentami akreditiv, jer to često ne zavisi od njegove volje, na primer, banka iz nekih razloga neće da postupi po nalogu svog komintenta (nije poželjan akreditivni iznos kod banke ili banka neće da preuzima rizik prema trećem licu za svog komitenta koji joj je iz nekih razloga nepouzdan).

Najznačajniji odnos iz medunarodnog dokumentarnog akreditiva jeste odnos izmedu akreditivne banke i korisnika akreditiva. U tom odnosu dolazi do punog izražaja pravna povezanost akreditivne obaveze i akreditivnih dokumenata. Već je bilo reči da je akreditivna obaveza prema svojoj pravnoj prirodi samostalna (ili kako se u teoriji ponegde ističe apstraktna) u odnosu na prestaciju dužnika iz osnovnog ugovora. Obaveza akreditivne ili neke druge od nje ovlašćene banke mora biti usmerena prema odredenim dokumentima navedenim u samom akreditivu. Tu se radi, kako se u teoriji ističe, o „eminentnoj dokumentarnoj transakciji", kod koje akreditivna ili neka druga od nje ovlašćena banka „kupuje" dokumenta i isplaćuje, akceptira ili honoriše ta dokumenta nakon što je utvrdila da ona u svemu odgovaraju akreditovanim uslovima. Dakle, izvršenje akreditivne obaveze uslovljeno je prezentacijom akreditivnih dokumenata. S druge strane, akreditivna obaveza nije samo samostalna prema obavezi dužnika iz osnovnog ugovora, nego je ona i uslovna, tj. njeno izvršenje zavisi od prezentacije akreditivnih dokumenata kao i od ispunjenja ostalih uslova predvidenih u akreditivu.

Ako, međutim, korisnik akreditiva, ne prezentira u odredenim rokovima dokumenata ili ako prezentirani dokumenti ne odgovaraju uslovima iz akreditiva, banka je dužna da odbije honorisanja takvih dokumenata. Pošto je u oba slučaja obaveza uslovna, banka nije dužna da izvrši svoju obavezu iz razloga što uslov nije ni nastupio. Drugačije rečeno, banka se obavezala da honoriše tačno odredena dokumenta, pa ako dokumenta nisu prezentirana ili prezentirana kao dokumenta odstupaju od onoga što je predvideno u akreditivu, banka ne samo što nije dužna da izvrši njihovo honorisanje, nego i kad bi to uradila to bi uradila na sopstveni rizik. U protivnom, bila bi ozbiljno poljuljana pravna sigurnost i izvesnost u međunarodnom prometu, a dokumentarni akreditiv bi izgubio svaku svrhu zbog koje je ustanovljen.

Kad se govori o odnosima akredtivne banke i korisnika akreditiva može se zaključiti da je to jednostrani pravni posao. Jednostranom izjavom volje akreditivna banka preuzima obavezu da će novčani iznos na koji akreditiv glasi isplatiti pod onim uslovima koji su navedeni u samom akreditivu. Na ovaj način se ovde zasniva neposredan odnos izmedu akreditivne banke i korisnika akreditiva koji je po svojoj pravnoj prirodi, samostalan, tj. nezavisan od odnosa banke prema nalogodavcu. To znači da korisnik akreditiva ne mora da zna šta su akreditivna banka i nalogodavac medusobno ugovorili. Za korisnika je merodavno samo ono što je sadržano u bančihom obaveštenju o otvaranju akreditiva. Imajući u vidu takvu obavezu akreditivne banke, korisnik akreditiva može da

zahteva isplatu od banke, razume se, ako su ispunjeni uslovi iz obaveštenja o otvaranju akreditiva. Isto tako, korisnik akreditiva može zahtevati od banke naplatu i prinudnim putem, pri čemu nije u obavezi da se za isplatu prethodno obraća nalogodavcu. Ovde obaveza banke prema korisniku akreditiva nije uslovna, nego je samostalna, neposredna i solidarna.

Za isplaćeni iznos (ako prethodno nije isplaćeno pokriće) akreditivna banka ima pravo da se regresira od nalogodavca, jer ona istupa kao njegov komisionar (u svoje ime, a za račun nalogodavca).

U odnosima izmedu korespondentne banke i korisnika akreditiva mogu da nastanu različite situacije. Tako se može desiti da akreditivna banka stupi u poslovni odnos sa nekom drugom bankom u zemlji korisnika akreditiva i da ovu banku ovlasti da izvrši notifikaciju akreditivnog pisma korisniku, pri čemu korespondentna banka može da akreditivno pismo potvrdili ili da ga ne potvrdi. Ako korespondentna banka potvrdi (konformira) ona tada ulazi u akreditivni posao kao solidarni dužnik u odnosu na korisnika akreditiva. U odnosu na akreditivnu banku konformirajuća banka istupa u osnovi kao komisionarprema korisniku akreditiva. Pošto je obaveza konfromirajuće banke samostalna i neposredna, korisnik akreditiva može da se za isplatu akreditiva obraća bilo akreditivnoj bilo konfromirajućoj banci i to po sopstvenom izboru. Suprotno tome, avizirajuća banka se ne nalazi ni u kakvom neposrednom pravnom odnosu sa korisnikom akreditiva. Ona je u stvari, prenosilac obaveštenja o otvaranju akreditiva i ništa drugo. Pravno posmatrano, avizirajuća banka istupa u odnosu prema korisniku kao zastupnik (punomoćnik) akreditivne banke.

4) VRSTE MEĐUNARODNOG AKREDITIVA

U savremenoj poslovnoj i bankarskoj praksi postoji više oblika u kojima se može pojaviti dokumentarni akreditiv. Svaki od tih oblika međunarodnog akreditiva ima svoje karakteristike i oni se mogu svrstati prema različitim kriterijumima:

(1) Nostro i Loro akreditivi

Akreditivi koji se otvaraju od strane našeg uvoznika, a u korist stranog izvoznika nazivaju se odlzeći ili nostro akreditivi. Akreditivi koje otvara strani kupac u korist domaćegt izoznika nazivaju se dolazeći ili Loro akreditivi. Medutim, ova podela je samo kolokvijalna.

(2) Opozivi i neopozivi akreditivi

Osnovna karakteristika neopozivog (irrevacable) akreditiva je da on predstavlja čvrstu i neopozivu obavezu banke prema korisniku akreditiva. Ovde akreditivna banka praktično garantuje korisniku akreditiva da će iznos biti isplaćen nakon ispunjenja predvidenih uslova. Kod neopozivnog akreditiva je obaveza akreditvne banke prema izričitog pristanka svih zainteresovanih strana. Neopozivi akreditiv mora da bude označen kao takav, jer će se u suprotnom smatrati opozivim.

Opozivi (revocable) akreditiv znači da akreditivna banka može u svakom momentu da izmeni ili poništi opozivi akreditiv bez prethodnog obaveštavanja korisnika. Korisnik akreditiva u poslu opozivog akreditiva je nezaštićen i zbog toga se on retko

koristi. Koristi se uglavnom kod partnera koji se dobro poznaju i izmedu kojih postoji visok stepen poverenja. Opozivi akreditivi se ne mogu potvrdivati.

(3) Potvrdeni i nepotvrdeni

Potvrdeni dokumentami akreditiv znači da avizirajuća banka potvrduje neopozivi dokumentarni akreditiv koji je otvorila akreditivna banka. Konfirmaciona banka, od trenutka kada je potvrdila akreditiv, preuzima čvrstu, neposrednu i samostalnu obavezu prema korisniku akreditiva, pod uslovom da ovaj ispuni uslove navedene u akreditivu. U ovom slučaju akreditivna i konfirmirajuća banka su solidarno odgovorne za isplatu akreditivnog iznosa.

Kod nepotvrdenog je pravni položaj korespondentne banke drugačiji i njena funkcija se u ovom slučaju svodi na obavezu obaveštavanja korisnika da je akreditiv otvoren.

(4) Prenosivi i neprenosivi

Prenosiv (transferabla) akreditiv je takav akreditiv kad koga korisnik ima pravo da banci koja je pozvana da izvrši isplatu ili akceptiranje, ili bilo kojoj drugoj banci ovlašćenoj da izvrši recepciranje, izda uputstvo da akreditiv u celini ili delimično prenese na drugog korisnika. Prenos mora da bude izričito odreden od strane akreditivne banke. Prenosiv akreditiv se najčešće koristi u poslovima međunarodnog posredovanja kao i u komisionim poslovima;

Ako nije naznačeno da je prenosiv radi se o neprenosivom akreditivu.

(5) Akreditivi domicilirani u zemlji i inostranstvu

Kod akreditiva je domicil (mesto plaćanja) ono mesto u kojem korisnik akreditiva ima pravo da prezentira dokumenta ovlašćenoj banci za prijem dokumenata i da od nje zahteva honorisanja. To mesto može da se nalazi u zemlji nalogodavca, zemlji korisnika ili pak u nekoj trećoj zemlji. Akreditiv je domiciliran u zemlji ako je mesto plaćanja u zemlji banke domaćeg uvoznika ili izvoznika. Kada se honorisanje akreditiva vrši kod banke u zemlji stranog izvoznika ili uvoznika ili u nekoj trećoj zemlji, onda je takav akreditiv sa gledišta domaćeg uvoznika ili izvoznika domiciliran u inostranstvu.

(6) Rotativni (revolving) akreditiv

Koristi se najčešće kod složenih finansijskih konstrukcija. On se otvara zbog toga da se posle iscrpljenja prvobitnog akreditivnog iznosa ne bi morao otvarati nov. Osnovna karakteristika ovog akreditiva je u tome što se posle izvesnog vremena akreditivni iznos vraća na prvobitni iznos sve dok se ne dostigne odredeni maksimum čija se visina utvrduje odredenom sumom ili brojem obnavljanja prvobitnog iznosa.

(7) Akcepti dokumentarni akreditiv

Kod akceptnog akreditiva korisnik akreditiva, u zamenu za uredno podneta akceptna dokumenta dobija akcept na menici, koju je vukao na akreditivnu banku ili nalogodavca već prema akreditivnim uslovima. Akreditivna banka je obavezna da akceptira menicu. Ta manica se zove dokumentama menica, jer nju uvek prate neka

dokumenta. Sada (posle akceptiranja) se takva menica odvaja od dokumenata i započinje svoj samostalan menični život.

(8) Akreditivi sa odgodenim plaćenjem (Diferred pavment Credits)

Osnovna karakteristika medunarodnog dokumentamog akreditiva je u tome da se predaja i honorisanje dokumenata vrši istovremeno. Prestacije akreditivne banke i korisnika moraju da uslede istovremeno. Banka plaća, akceptira ili otkupljuje tratu za kontraprestaciju koja se sastoji u predaji dokumenata.

Medutim, kod akreditiva sa odgođenim plaćanjem akreditivna banka preuzima obavezu prema korisniku da će odredeno vreme posle prezentacije dokumenata isplatiti akreditivni iznos korisniku akreditiva. Na taj način se ustvari finansira nalogodavac za otvaranje akreditiva.

(9) Stand – by akreditiv (Stand – by Letter of credit)

Ono po čemu se stand–by akreditiv razlikuje od ostalih oblika akreditiva je to što se kod stand–by akreditiva ispunjenje bančine obaveze vezuje za neispunjenje dužnikove obaveze. Obaveza banke dospeva u času kada korisnik prezentira banci svoju pismenu izjavu kojom se konstatuje da dužnik iz osnovnog ugovora do odredenog roka nije ispunio svoju novčanu obavezu koji je bio dužan da ispuni. Kod Stand–by akreditiva nema ni robnih i transportnih dokumenata, uključujući i negocijabilne hartije od vrednosti. Stand–by akreditiv se ne koristi kao sredstvo za obezbedenje od rizika neispunjenja dužnikove obaveze. Po tome se ovaj akreditiv približava samostalnoj garanciji koju daje banka trećem licu.

3. MEĐUNARODNI DOKUMENTARNI INKASO

Pored dokumentarnog akreditiva i bankarske doznake medunarodni dokumentarni inkaso **je** u slobodnim deviznim plaćanjima najčešće korišćen instrument.

Pod dokumentarnim inkasom, ili, tačnije, pod ugovorom o dokumentarnom inkasu podrazumeva se takav bankarski posao kod koga banka preuzima obavezu da će po nalogu i za račun svog komitenta (prodavca, nalogodavca) naplatiti novčano potraživanje koje ovaj ima prema trećem licu (kupcu, trasatu) uz istovremenu predaju odredenih dokumenata, dok se komitent (nalogodavac) obavezuje da će za to platiti banci proviziju i troškove koje je imala prilikom izvršenja dobijenog naloga i instrukcija. Ugovor o dokumentarnom inkasu predstavlja modifikovan oblik ugovora o nalogu.[624]

Posao dokumentarnog inkasa funkcioniše tako što prodavac odmah po otpremanju robe šalje robna dokumenta svojoj banci (dostavnoj banci), koja ih potom dostavlja za naplatu korespondentnoj banci (inkaso banci) u zemlji kupca (trasata), sa nalogom da ih ova preda kupcu tek onda kad on bude isplatio kupovnu cenu (documents

[624] Dr Božidar Pavićević i mr Budimir Stakić: *Banke i platni promet sa inostranstvom,* Beograd, 1987, str. 48.

agirst payment, D/P) ili akceptirao menicu (Documents against aceptence, D/A), koju je prodavac vukao za njega i priključio je ostalim dokumentima, ili ispunio druge uslove koji su predvideni nalogom za naplatu i instrukcijama.

Predmet inkaso poslova je, znači inkaso materijal, tj. razna vrednosna dokumenta, tj. dokumenta koja potiču iz raznih osnova. To su na prvom mestu, robna dokumenta, tj. dokumenta koja proizlaze iz kopoprodajnog ugovora kao što su: faktura, konosman, tovarni list, polisa osiguranja, dokumentarna trata, uverenje o kvalitativnom i kvantitativnom prijemu robe i sl., a zatim i razna nerobna dokumenta kao što su: menice, čekovi, obveznice, kamatni i drugi kuponi, štedne knjižice, razne priznanice, izvučene srecke i sl. Doduše, ova dokumenta predstavljaju predmet inkasa poslova samo ako se putem poslovne banke zahteva plaćanje ili njihova naplata.

Iz navedenog se vidi, da u dokumentarnom inkasu učestvuju sledeća lica:

1. nalogodavac – koji angažuje svoju banku radi naplate potraživanja (dostavna banka)
2. dostavna banka – remitet
3. inkaso banka – ona je dužna da trasatu prezentira dokumenta i da od njega traži naplatu novčanog potraživanja (korespodentna banka dostavne banke) u zemlji plaćanja. Kada su u pitanju složenije transakcije, moguće je da se u ovom poslu pojavi više banaka.

Isto tako, u jednostavnijim transakcijama dostavna banka može biti istovremeno i inkaso banka.

I izmedu pomenutih lica zasnivaju se pravni odnosi koji su nezavisni jedan od drugog.

U obavljanju inkaso poslova javljaju se sledeći učesnici:

1. Prodavac–izvoznik – može da bude fizičko ili pravno lice. Kada robu otpremi i dobije dokumenta on ih proverava tj. predaje svojoj banci da ih prosledi ino banci. U tim dokumentima je i pismeni nalog koji sadrži uputstva vezana za naplatu potraživanja;
2. banka prodavac–izvoznika – predaje dokumenta dobijena od svog komitenta nekom svom ino korespondentu (banka uvoznika);
3. banka naplate u inostranstvu – prima dokumenta od banke i poziva lice koje je označeno na pismenom nalogu, da preuzme dokumenta i inkaso isplate;
4. kupac – uvoznik – je dužan da se odazove na pozive domaće banke i da bez odlaganja izvrši isplatu ako nije isplatio da prosledi svojoj banci dokumenta o tome.

Dokumentarni inkaso znači plaćanje cene uz istovremenu predaju dokumenata i kao takav spada u plaćanje istovremeno sa isporukom robe. Kod plaćanja cene uz istovremenu predaju dokumenata prodavac je načelno govoreći, zaštićen od rizika da kupac preuzme robu pre nego što je isplatio kupovnu cenu.

Međutim, mora se imati u vidu da je kod ovakvog načina plaćanja prodavac zaštičen samo ako se roba šalje pomorskimputem. Ovo zbog toga što je kodpomorskog prevoza robe kupac u mogućnosti da preuzme robu samo ako je brodaru prethodno prezentirao konosman, a do konosmana se može jedino doći onda kada je inkaso banka primila isplatu kopovne cene. Druga je situacija ako se roba prevozi drugim prevoznim sredstvima, tj. kad nalogodavac (prodavac) preko dostavne banke dostavlja inkaso banci duplikat tovarnog lista, jer tovarni list prema međunarodnim konvencijama i nacionalnim

zakonima velike većine zemalja, ne predstavlja hartiju od vrednosti, već legitimacioni znak. Prodavcu ništa ne stoji na putu da da dispoziciju kojom zabranjuje prevoziocu da izda robu kupcu, ukoliko od inkaso banke dobije obaveštenje da se kupac nije odazvao pozivu za plaćanje. Ali takva intervencija prodavca može ostati bez uticaja ako je roba već predata kupcu.

Znači da dokumentarni inkaso, slično kao i dokumentarni akreditiv, ima pored fuje sredstva plaćanja i fuju sredstva za obezbedenje plaćanja, jer kupac može da preuzme robu samo ako je za nju isplatio kupovnu cenu. Ova poslednja funkcija je, međutim, znatno oslabljena kad se iskupljuje duphkat tovarnog lista, a ne konosman. Zato se plaćanje putem dokumentarnog inkasa koristi kada prodavac ne sumnja u platežnu sposobnost kupca.

Prednosti koje ima dokumentarni inkaso ogledaju se i u sledećem: usluge koje nudi banka kod dokumentarnog inkasa su znatno jeftinije od usluga koje su uobičajene kod dokumentarnog akreditiva, a može se i koristiti kod plaćanja gde kupac nije unapred poznat.

Najčešće se u bankarskoj praksi, kao kriterijum za određivanje vrsta dokumentamog akreditiva, uzima vrsta isprave pomoću koje se dokazuje postojanje potraživanja koje se naplaćuje putem dokumentarnog inkasa. Tako da imamo:

a. „čist" inkaso – potraživanje je izraženo u obliku hratije od vrednosti, koja može biti: menica, obveznica, konosman, ček i sl.
b. „dokumentami" inkaso – podrazumeva naplatu hartija od vrednosti zajedno sa robnim dokumentima, kao i naplatu robnih dokumenata bez hartija od vrednosti.

Pored toga, dokumentami inkaso se deli na:

a. Loro – kod Loro inkasa vrši se naplata stranih potraživanja u domaćoj zemlji od domaćeg dužnika, a takvu naplatu vrši domaća banka kao inkaso banka inostrane dostavne banke.
b. Nostro – kod nostro inkasa se domaće potraživanje naplaćuje od strane dužnika preko domaće banke koja u tu svrhu najčešće koristi lokalnu banku u zemlji plaćanja.

4. MEĐUNARODNA BANKARSKA DOZNAKA

Doznaka je pismeni **ili** telegrafski nalog jedne banke drugoj banci za isplatu tačno odredenog iznosa određenom licu, korisniku.

Ukoliko se banka nalogodavac nalazi u jednoj zemlji, a banka korisnik u drugoj zemlji, takva doznaka se naziva doznakom u medunarodnom platnom prometu.

Da bi mogla biti pravilno izvršena bankarska doznaka mora posedovati sledeće osnovne elemente:

- Ime i adresu banke nalogodavca,
- Datum i broj doznake,

- Iznos i oznaka valute koju treba isplatiti,
- Ime nalogodavca,
- Ime i adresa korisnika doznake,
- Svrha doznake,
- Uslovi isplate **(ukoliko** se radi o uslovnoj doznaci),
- Ime i adresa isplatne banke,
- Rambursna klauzula **(ukoliko** za njom postoji potreba)^
- Na čiji teret padaju troškovi isplatne banke (po pravilu ih snosi korisnik isplate).

Ovo je najstariji i najviše korišćen instrument u međunarodnim plaćanjima naročito kada su u pitanju nerobna plaćanja (pokloni, izdržavanja, iseljeničke doznake i slično), koriste se i kod robnih plaćanja u situacijama kada ne postoji rizik za ugovorene subjekte (plaćanje posle prijema uvezene robe, prilikom plaćanja robe unapred – avans). Iz ovog se vidi da se ovaj instrument međunarodnog platnog prometa bazira na međusobnom poverenju poslovnih partnera.

U plaćanjima putem bankarske doznake (koja rezultiraju iz nerobnih transakcija, iz robnih plaćanja **u** poslovima bez rizika i iz plaćanja avansa) učestvuju (1) nalogodavac koji daje nalog svojoj poslovnoj banci da isplati određeni iznos korisniku, (2) poslovna banka kao posrednik koji izvršava nalog samostalno ili preko svog korespondenta u zemlji korisnika, (3) banka korespondent koja izvršava naloge po instrukciji banke posrednika i (4) korisnik kao fizičko ili pravno lice kome banka korespondent vrši isplatu njegovog potraživanja.

1) VRSTE BANKARSKIH DOZNAKA

U platnom prometu sa inostranstvom poznate su sledeće vrste bankarskih doznaka:

(1) Nostro i loro doznake

U zavisnosti od zemlje porekla i smera upućivanja plaćanja, delimo doznake na nostro doznake (doznake u inostranstvo) i loro doznake (doznake iz inostranstva). Kao nostro doznake radi se o plaćanju u inostranstvo posredstvom naše banke. Kod loro doznake u pitanju je plaćanje iz inostranstva, koje primaju naše banke u korist svojih komitenata.

Doznake koje dolaze u našu zemlju mogu primati Narodna banka i banke ovlašćene za vršenje platnog prometa i kreditnih poslova sa inostranstvom.

(2) Robne i nerobne doznake

Prema osnovu za plaćanje bankarske doznake možemo deliti na robne i nerobne doznake. Robnom donakom se vrši plaćanje za robu (isplata avansa, fakture, inkasa robnih dokumenata, akreditivnog pokrića i sl.) ili za troškove iz robnog prometa (transport, osiguranja). Nerobne bankarske doznake odnose se na plaćanje po svim ostalim osnovama (pružene usluge, troškovi putnika i turista, pokloni i sl.).

(3) Uslovne i bezuslovne doznake

U zavisnosti od toga da li je izvršenje plaćanja korisniku doznake vezano za izvršavanje neke obaveze s njegove strane ili ne, delimo doznake na bezuslovne (čiste –proste doznake). Kod bezuslovne doznake ne zahteva se nikakav poseban uslov u vezi isplate doznake korisniku u inostranstvu. Uslovna doznaka se može izvršiti samo ako korisnik ispuni određeni uslov (preda isplatnoj banci priznanicu, menicu, garanciju ili neki drugi ugovoreni dokument).

(4) Konvertibilne i klirniške doznake

Prema valuti plaćanja doznake delimo na doznake u konvertibilnoj valuti i na dozanke u klirinškoj valuti. Doznake u konvertibilnim valutama izvršavaju ovlašćene banke, same, neposredno putem svojim inostranih korespondenata. Klirinške doznake banke izvršavaju putem Narodne banke Jugoslavije, koja vodi klirinške račune za one zemlje sa kojima je ugovoren kliriniški način plaćanja.

(5) Obične i telegrafske doznake

Prema načinu izvršenja dele se doznake na obične i telegrafske. Obične doznake se dostavljaju pismenom poštom a telegrafske se otpremaju teleksom, telefaksom ili telegramom, snabdevene sa šifrom.

2) POSTUPAK IZVRŠENJA NOSTRO DOZNAKE U KONVERTIBILNOJ VALUTI

Plaćanje u inostranstvu vrši se na osnovu naloga, na propisanim obrazcima Narodne banke Jugoslavije, koje izdaju privredni subjekti.

Da bi bili izvršeni nalozi pravnih lica moraju biti pregledani od strane nadležne službe deviznog režima da li su u skladu sa deviznim propisima, u zemlji, i da li je za njih obezbedeno pokriće. Nalog komitenata, koji mora biti snabdevan pečatom privrednog subjekta i potpisima ovlašćenih lica, zavodi se u poseban registar „nostro doznaka" i dobija svoj redni broj, pod kojim se dalje vodi i izvršava.

Doznake u konvertibilnim valutama izvršava banka nalogodavca putem svojim korespondentskih banaka u inostranstvu, i to putem pismenog naloga, PAYMENT ORDER (ZAHLUNGS–AUFTRAG), da se izvrši plaćanje korisniku dozanke. Nalog za doznaku potrebno je da sadrži sve instrukcije nalogodavca, kao i na čiji se teret ima izvršiti doznaka od strane inostrane banke.

Kada se doznaka upućuje direktnom inostranom korespondentu, kao banci korisnika, onda se izvršava na teret sredstava banke nalogodavca koja se nalaze kod kontrokorentnog korespondenta. Ukoliko banka nema dovoljno sredstava na svom računu u inostranstvu onda ga dotira kupljenim deviznim sredstvima, za dinare, bilo u međusobnim kontaktima sa domaćim ovlašćenim bankama, bilo na samom deviznom tržištu, u toku rada istog.

Ako sa isplatnom bankom nema kontokoretni odnos, banka nalogodavca će iznos doznake odobriti na računu onog svog kontrokorentnog korespondenta kod koje je isplatnoj banci dala ovlašćenje da se rambursira (naplati), za izvršenje isplate korisniku.

3) POSTUPAK IZVRŠENJA LORO DOZNAKE U KONVERTIBILNOJ VALUTI

Doznake iz inostranstva radi isplate korisnicima u zemlji mogu banke ovlašćene za platni promet i kreditne odnose sa inostranstvom primati od direktnih i indirektnih korespondenata.

Doznake primljene od kontokorentnih korespondenata će isplatu, iznosa doznake, odobren računu isplate banke kod banke nalogodavca (nosto račun), odnosno zadužiti tekući račun banke nalogodavca kod sebe (loro račun).

Kod doznaka primljenih od nekontokorentnih korespondenata izvršenje naloga za plaćanje zavisi od stepena medusobnog poverenja, tj. da li je korespondnet svrstan u kategoriju prvoklasnih ili ostalih korespondenata. Naloge indirektnih prvoklasnih korespondenata isplatna banka izvršava odmah pošto je sigurna da je pokriće odobreno kod jednog od njenih kontokorentnih korespondenata međutim, naloge indirektnih ostalih korespondenata izvršiće isplatna banka tek po prijemu pokrića kod jednog od kontokoretnih korespondenata, o čemu treba da dobije izveštaj od iste.

Pre izvršenja doznake, banka vrši kontrolu, odnosno autentifikaciju, naloga inostrane banke, spravljenjem potpisa na njoj sa potpisima u knjizi „spesimeni potpisa", a kod telegrafske doznake bezuslovno se kontroliše „šifra", stavljena da spreči zloupotrebe kod ovog instrumenata plaćanja. Sve primljene loro doznake, banka je dužna da zavede u posebni registar „loro doznaka".

5. MEĐUNARODNO KREDITNO PISMO

Kreditno pismo predstavlja imtrument plaćanja u međunarodnom platnom prometu.[625] Kreditno pismo je pismeni nalog domaće banke koja ovlašeuje svog korespondenta u inostranstvu da u pismu navedenom licu isplati odjednom **ili** delimično, navedeni iznos u označenom roku.

Kreditnom pismom banka (asignant) ovlašćuje neko lice da može kod druge banke (asignata) raspolagati odredenom sumom novca kada se za to ispune predvideni uslovi u samom pismu. To je i razlog da se u pravnoj teoriji ističe i da je kreditno pismo jedan poseban oblik dokumentamog akreditiva. To se ističe i pored toga što akreditivna banka neposredno dostavlja obaveštenje o otvaranju dokumentamog akreditiva korespondentskoj banci u inostranstvu (radi njegove naplate), dok se kreditno pismo, po pravilu predaje direktno u ruke korisniku isprave (asignataru) na upotrebu. Za razliku od dokumentarnog akreditiva, kreditno pismo je uvek neprenosiva i neopoziva isprava. Pored toga, dokumentami akreditiv je u isto vreme i sredstvo plaćanja i sredstvo za obezbeđenje tog plaćanja, dok je, međutim, pismo isključivo sredstvo plaćanja u medunarodnom prometu.

[625] Specifičnost kreditnog pisma je da se ne odnosi na robna plaćanja već se uglavnom koristi prilikom putovanja u inostranstvom, kako bi se izbegli rizici od gubitka ili krade novca.

Kada se govori o značaju kreditnog pisma valja u prvom redu istaći da se pomoću njega mogu vršiti i gotovinska i bezgotovinska plaćanja.

Kreditno pismo ima u određenim okolnostima prednost jer novčana suma na koju pismo glasi može biti sukcesivno isplaćivana, prema potrebama kupaca.

U pravnoj teoriji se ističe da je kreditno pismo, jedan poseban oblik dokumentamog akreditiva. Za razliku od istog, kreditno pismo je uvek neprenosiva i neopoziva isprava. Pored toga, dokumentarni akreditiv je u isto vreme sredstvo plaćanja i sredstvo za obezbeđenje tog plaćanja, dok je kreditno pismo isključivo sredstvo plaćanja u medunarodnom prometu. Kreditno pismo je pogc«lnije i racionalnije sredstvo plaćanja od plaćanja doznakom ili čekom, ili pak, gotoviriskih plaćanja. Prednost kreditnog pisma je u tome što novčana suma na koju pisfno glasi može biti sukcesivno isplaćivana, prema potrebama korisnika pisma. Ono je nastalo u Engleskoj, odakle se njegova primena proširila i u mnoge evropske zernlje kao i SAD.

Kreditno pismo nema elemente kredita, odnosno kreditnog odnosa, zbog čega bi korektnije bilo da se zove akreditno pismo. Sve većom upotrebom putničkog čeka, kreditne karte sve se manje koriste.

Učesnici posla u ovom slučaju su:

1. nalogodavac izdavanja kreditnog pisma
2. banka izdavalac kreditnog pisma
3. banka isplatilac kreditnog pisma
4. korisnik kreditnog pisma – pravno ili fizičko lice.

U praksi kreditno pismo najčešće sadrži bitne elemente:

Naziv i sedište izdavaoca kreditnog pisma, naziv i sedište banke koja vrši isplatu, naziv (ime za fizičko lice) korisnika, maksimalan iznos koji se može naplatiti, dan izdavanja i rok važenja, redni broj pisma i potpis ovlašćenog lica overen pečatom banke izdavaoca. Kreditno pismo se izdaje u tri primerka, s tim što se original i druga kopija predaju korisniku, a prva kopija, ostaje banci izdavaocu.

Pokriće za izvršene isplate po kreditnim pismima banke izdavaoca regulišu se tako što, preduzeće nalogodavac mora imati deponovana devizna sredstva kod banke do visine iznosa otvorenog kreditnog pisma.

Isplata kreditnog pisma vrši se preko korespondente banke u inostranstvu. Stoga, banka izdavalac kreditnog pisma mora da regresira isplaćeni iznos korespondentnoj banci, odnosno mora da doznači novčani iznos koji je isplaćen. To je i razlog što korespondentna banka pre svake isplate vrši proveru pokrića, proveru formalne ispravnosti kreditnog pisma, proveru roka koji je naznačen, kao i proveru ovlašćenog potpisa i žiga banke izdavaoca.

Isplata po osnovu prezentacije kreditnog pisma od strane korisnika može biti izvršena odjednom, kada banka zadržava kredit na pismo, kao dokaz o izvršenoj isplati, odnosno u u sukcesivnim obrocima do punog iznosa, kada se izvršene isplate beleže na poleđini kreditnog pisma.

1) VRSTE KREDITNOG PISMA

Postoji nekoliko vrsta kreditnih pisama. Uobičajeno je podela na nostro i loro kreditna pisma. Zatim na trgovačko pismo, na obično i cirkularno.

1. Obično kreditno pismo fungira najčešće između izdavaoca i banke asignata, odnosno banka je poslovni partner izdavaoca kreditnog pisma. Za izdato kreditno pismo banka naplaćuje proviziju od korisnika pisma, ili se za istu tereti banka asignat zajedno sa isplaćenom susmom koja je navedena u pismu, s tim što se za isplaćeno banka asignat regresira od izdavaoca pisma.
2. Cirkularno kreditno pismo karakteristično je po onome što se u ulozi asignata može da pojavi više banaka. Naime, korisnik kreditnog pisma može da se javi kod više banaka, i da nakon prezentacije pisma zahteva isplatu. On to može da učini u punom iznosu naznačenom u pismu (plafon kreditnog pisma) ili sukcesivno do najvišeg iznosa. Isplata se može vršiti bilo gotovinski, bilo virmanskim prenosom.
3. Trgovačko kreditno pismo je specifično po tome što korisnik je ovlašćen da na banku koja je izdala pismo vuče menicu koju potom sa robnim dokumentima podnosi na isplatu.[626] Dakle, trasirana menica je sastavni deo trgovačkog pisma što predstavlja specifičnost ove vrste kreditnog pisma.

Plaćanje po osnovu trgovačkog pisma vrši se tako što izvoznik trasira menicu na akreditivnu banku koju po isporuci robe prezentira zajedno sa robnim dokumentima akreditvnoj banci radi akcepta ili isplate. Korisnik pisma će odmah biti isplaćen ukoliko je isplata po kreditnom pismu uslovljena podnošenjem trasirane menice koja dospeva za plaćanje po viđenju. Ako je pak predvideno da isplata po kreditnom pismo se vrši po podnošenju menica koja dospeva n aodređeno vreme po viđenju, onda će akreditivna banka akceptirati menicu koja joj je prezentirana.

Ukoliko je trgovačko kreditno pismo dostavljeno njegovom korisniku preko druge banke, a korisnik je vukao menicu po videnju na akreditivnu banku, negocirajuća banka će mu tada isplatiti menični iznos po odbitku eskonta za onaj broj dana koji je potreban da primi pokriće od kreditne banke.

6. MEĐUNARODNE KREDITNE KARTE

Kreditna kartica je savremeni instrument bezgotovinskog platnog prometa koji u sebi sadrži elemente personalnog (potrošačkog) kredita, putničkog čeka i načina periodičnog finansijskog obračuna sa bankarskim institucijama. Prema tome, kreditne karte, obuhvataju tri funkcije: (1) sredstvo bezgotovinskog platnog prometa, (2) instrument kreditiranja vlasnika (kupca) i (3) opšteprihvaćeno internacionalno sredstvo plaćanja, bez konverzije jedne valute u nacionalni novac.

Kreditne kartice predstavljaju ne samo usavršenije sredstvo plaćanja od čekova, nego i izuzetno značajan instrument u prodajnoj politici kojim se omogućava kratkoročno kreditiranje pojedinačne trgovine i potrošača na malo.

Kreditna karta je legitimacija, koja ovlašćuje legitimnog imaoca na bezgotovinsko plaćanje kod ugovorenih preduzeća.

[626] Dr M. Unković, dr B. Stakić: „Priručnik za devizno poslovanje", Beograd *1991,* str. *141.*

Naime, plaćanjem članarine i godišnjih rroškova, kao i ispunjenjem drugih obaveza, imalac kreidtne karte može kupovati bez plaćanja u gotovom novcu i vršiti druga plaćanja u pravnim odnosima sa ugovornim preduzećima, kojima račune isplaćuje izdavalac kreditne karte. Ugovorna preduzeća pri tome isplaćuju proviziju izdavaocu kreditne karte za preuzimanje garancije plaćanja, čija se visina utvrđuje u procentu u odnosu na iznos računa. Ova obaveza se ispunjava prilikom plaćanja računa od strane izdavaoca kreditne karte.

Kreditna banka sadrži ime imaoca kreditne karte, redni broj, vreme važenja i izjavu da obavezuje samo identični potpis na kreditnoj karti i računu. Kreditna karta nije hartija od vrednosti, jer nema ta svojstva, već je legitimacioni papir, koji **je** istovremeno i prezentacioni papir, jer se bez prezentacije kreditne karte ne može ostaviti plaćanje bezgotovinskim putem. U daljem razvoju treba očekivati postepenu transformaciju kreditne karte u hartiju od vrednosti na ime.

Samo ime kreditnih karata potiče iz jedne privredne funkcije ovog instrumenta –radi se o kreditnoj funkciji.[627]

Kredit u najširem smislu te reči postoji uvek onda kada izmedu trenutka prijema robe ili usluge i momenta plaćanja postoji vremenska razlika. Prilikom zaključivanja kupovine na osnovu kreditne karte, ugovomo preduzeće odobrava imaocu kreditne karte kredit stavljajući mu na raspolaganje robu ili uslugu bez plaćanja u gotovom novcu. Ovaj odobreni kredit se kod sistema univerzalnih karata vraća izdavaocu kredime karte a kod sistema specijalnih kreditnih karata direktno ugovomom preduzeću, tj. preduzeću koje je prodalo robu ili izvršilo uslugu imaocu kreditne karte. Kod univerzalnog sistema kreditinih karti plaćanje se može vršiti u pojedinim vremenskim intervalima (za nedelju dana ili mesec dana), preko računa izdavaoca kreditne karte (Charge Slips) ili preko banke bez posebnog regresa i plaćanja, nego jedino, otpisom na kartu. Plaćanje preko banke, smanjivanjem sredstava na račun korisnika, znatno umanjuje kreditnu funkciju kreditnih karti.

Pored kreditne funkcije kreditnih karti, naročito kod univerzalnog sistema kreditnih karti, veoma je značajna i platežna funkcija kreditnih karti. Radi se o bezgotovinskom plaćanju, koje ima niz pogodnosti u odnosu na plaćanje gotovim novcem. Platežna funkcija kreditnih karti nije vezana samo za odredeno monetarno područje. Platežna funkcija se sastoji u tome da se roba i usluge ugovorenih preduzeća koje su pružene imaocu kreditne karte na osnovu prezentacije kreditne karte i potpisivanja podnetog računa, ne isplaćuju odmah, nego povremeno i to ne ugovornom preduzeću, nego izdavaocu kreditne karte.

1) VRSTE SISTEMA KREDITNIH KARTI

Kao rezultat dosadašnjeg razvoja kreditnih karti iskristalisali su se sledeći oblici: (1) specijalizovana kreditna karta; (2) univerzalna kreditna karta i (3) bankarska kreditna banka.

1) Specijalizovane kreditne karte izdavale su naftne kompanije, veliki lanci hotela i robnih kuća itd. Ove karte omogućuju korisniku da ostvari kupovine roba i

[627] Platiti sa Credit Card, prevedeno na naš jezik kreditnom kartom, na primer u SAD ne znači da transaktori (privreda, šumarstvo) koriste kredit, već to jednostavno znači da transaktori uživaju određeno poverenje, na osnovu koga im prodavci roba i usluga u zemlji i inostranstvu prikazuju jednu vrstu bezgotovinskog plaćanja, konkretao jednu od kreditaih karata.

usluga u svim poslovnim objektima emitenta. Medutim to je njihova najveća mana, ograničenost upotreba za izdavaoce kreditnih karti.

Kod sistema specijalnih kreditnih karti (sistem dva učesnika) postoje dva lica: potrošač ili imalac kreditne karte i trgovac na malo. Osnovni pravni odnosi kod ovog sistema kreditnih karti se uspostavljaju jedino između ovih lica. Javljaju se u skoro svim privrednim granama u kojima se radi o krajnjoj potrošnji robe ili usluga i u kojima se iz konkurentskih razloga pojavljuje kao neophodnost kreditiranja potrošača u visini kupovine cene robe ili cene usluga. Treba razlikovati specijalne karte u zavisnosti od izdavaoca i to kreditne karte, koje izdaju:

- Robne kuće,
- Petrolejske kompanije,
- Vazdušne kompanije,
- Hotelske organizacije,
- Turističke organizacije,
- Telefonska društva, itd.

b) Univerzalne kreditne karte rešavaju gore navedeni problem, jer njih izdaju firme kojima je to osnovna delatnost a mogu se koristiti kao instmment plaćanja kod svih privrednih subjekata koji su uključeni u ovaj sistem. Zbog administrativnih problema, finansijskih obračuna i obezbedenja naplate, javlja se potreba za uključivanjem bankarskih institucija.

Univerzalne kreditne karte (sistem tri učesnika) predstavljaju savršeniji sistem kreditnih karti. Ovaj sistem nemaju preduzeća koja nude robu ili usluge kao sopstveni proizvod, već ta preduzeća koriste usluge specijalizovanih finansijskih organizacija za posao kreditnih karti. Bitno je da kod univerzalnog sistema kreditnih karti postoje tri osnovna učesnika:

1) Izdavalac kreditnih karti koji je najčešće specijalizovana finansijska organizacija ili institut za poslove kreditnih karata,

- imalac kreditne karte – pojedinačni potrošač,
- ugovorna preduzeća koja prodaju robu ili pružaju usluge neposrednim potrošačima.

Kod sistema univerzalnih Icreditnih karti u praksi se kao izdavači kreditnih karti javljaju:

- stručna udruženja,
- kreditna odeljenja kupovnih centara (Schopping Centres),
- kreditni instituti ili poslovne banke,
- društva kreditnih karata koja su najčešće tada ograničena na samo pojedine privredne branše,
- univerzalna društva za kreditoe karte.

Daleko najznačajnije univerzalne kreditne karte su Visa, Mastrecard, Diners Club, Americen Express Company i Carte Blanche Corporation.[628]

(3) Bankarska kreditna karta predstavlja najrazvijeniji oblik kreditne karte koja omogućava njenom vlasniku korišćenje kreditnih linija i bezgotovinsko plaćanje

[628] Katica Visa (Visa International) ima četiri stotine miliona – za četvrtinu više nego Mastercard (sa Europav), osam puta više nego American Express i šesnaest puta više nego Diners Club, (podaci za 1995). Yu Visa ima više nego svih drugih bankarskih kartica u SR Jugoslaviji. I do danas su uvedene ove platne kartice u četrdeset banaka na Balkanu, pri čemu nemaju premca u zemljama Istočne Evrope.

van nacionalnih granica. Poslovne banke se javljaju kao značajan faktor garantovanja naplate fakturisane realizacije roba i usluga na bazi kreditnih karti, odnosno pmžanja kompleksnih finansijskih usluga.[629]

Veliki sistemi kreditih karti (Visa Mastercard, Diners' Club, American Express i Carte Blanche) mogu efikasno funkcionisati – ostvarivati ogromni promet, visoke profite ako uključuju veliki broj komitenata (vlasnika kreditnih karti); što veći broj banaka, prodajnih mesta, tako da predstavljaju internacionalno, opšteprihvaćeno sredstvo bezgotovinskog platnog prometa u velikom broju zemalja i svim situacijama.

Bankarske kreditne karte možemo podeliti na dve grupe: Kreditne bankarske karte (bank credit cards) i debitne kreditne karte (bank debit cards).

Prva grupa bankarskih kartica podrazumeva izdavanje kartica bankarskim komitentimay uz tačno odredeni limit, grace period, kamatne i ostale finansijske uslove korišćenja neobezbedenog okvimog kredita.

Drugu grupu bankarskih kartica čine debitne (novčane) kartice koje omogućavaju korisniku, odnosno komitentu banke platne operacije u iznosu sredstava na depozitnom (deviznom i tekućem) računu bilo kao rentabilniji supstitut čekova i/ili identifikaciona karta na elektronskim terminalima i blagajnama.

Pametne („inteligentne") kartice nastaju kao posledica kontinuiteta u tehnološkom razvoju bankarskih kartica (i magnetnih kreditnih kartica) i sadrže u sebi ugradeni elektronski čip. Ovaj elektronski element omogućuje uskladištenje, sa velikim kapacitetima memorisanja, različitih podataka, kao što su: podaci za identifikaciju korisnika kartice, podaci o kreditnoj sposobnosti korisnika, podaci o saldu na računu i sl. Glavna prednost inteligentnih kartica je brza provera platežne sposobnosti kupaca (korisnika) i jednostavno–efikasno obavljanje platno–prometnih operacija kod kupovina roba ili različitih usluga. Inteligentna kreditna kartica omogućuje plaćanje i naplatu bez upotrebe papirne dokumentacije (platnih naloga, čekova i sl.), elektronski prenos sredstava u realnom vremenu između bankarskih računa kupaca i prodavca posredsrvom mrežnih kompjutera. Ovu vrstu kreditnih kartica kako pokazuju istraživanja, vrlo je teško falsifikovati, a u slučaju nestanka i gubitka neovlašćeni korisnik nije u stanju da je zloupotrebi zbog sigurnog sistema otkrivanja.

Dalji razvoj finansijskih i tehnoloških inovacija manifestovaće se lansiranjem multifunkcionalnih plastičnih kartica, sa mikroprocesorom, koji će istovremeno biti garantna karta za čekove, identifikacione karte za bankomate i plaćanje preko POS –sistema.[630]

[629] Najznačajniji oblik plaćanja postaje plaćanje pomoću kreditne kartice. „Franklin National Bank of New York" 1952. izdaje novu kreditnu karticu. Informaciona tehnologija je omogućila obradu finansijskih opcracija na bazi kreditnih kartica.

[630] Pos – sistem, predstavlja metod plaćanja na mestu prodaje.

7. MEĐUNARODNA MENICA

Iz samog pojma menice proizilazi da se uvek radi o hartiji od vrednosti po naredbi i da je to obligaciono – pravna hartija od vrednosti, koja uvek glasi na odredenu svotu novca.

Menica, međutim, može da glasi i na ime ako se u menici unese retka klauzula, koja je najčešće u obliku „ne po naredbi".

Retka klauzulom menica postaje hartija od vrednosti na ime koja se može prenositi jedino cesijom. Ovim se zabranjuje prenošenje menice indosamentom. Smisao retke klauzule je ograničavanje cirkulamosti menice u cilju posebne zaštite i pravne sigumosti.

Sporno je u pravnoj teoriji da li menica može biti u obliku hartije od vrednosti na donosioca. Pošto je na menici dopušten blanko indosament to praktično znači da menica može biti u obliku hartije od vrednosti na donosioca, jer se menica sa blanko indosamentnom prenosi obično predajom, a to je svojstven način predaje hartije od vrednosti na donosioca.

Pod menicom se podrazunieva hartija od vrednosti po naredbi na osnovu zakona, kojom se njen izdavalac (trasant) obavezuje da će sam ili po njegovom nalogu određenom trećem Licu (reminentu) o dospelosti biti isplaćen menični iznos i to na odredenom mestu, od strane lica kome je upućena naredba za isplatu (trasata) ili od strane izdavaoca menica (trasanta).

Menica je hartija od vrednosti koja je po pravilu duže vremena u cirkulaciji. Tako, na primer, menica koja dospeva „po videnju" može biti u cirkulaciji do godinu dana.

Menica je zbog toga prvenstveno kreditno sredstvo i sredstvo obezbedenja potraživanja. To su dve osnovne privredne menice, jer je platežna funkcija menica od manjeg značaja nego kod niza drugih hartija od vrednosti, kao na primer kod čeka.

Menica je jedan od najviše upotrebljavanih instrumenata međunarodnog kreditiranja i plaćanja. Ona je tipična hartija od vrednosti po naredbi. Menica je u stvari vrednosni papir izdan u zakonom propisanom obliku, kojim je izražena obaveza isplate odredene svote novca. Menica se u periodu svog postojanja menjala ne samo po ulozi koju je obavljala, već su joj se menjale i sadržina i forma. Heterogeni i pravni propisi su stvarali značajne teškoće u njenom korišćenju u MPP, što je uticalo na otežanu cirkulaciju menice kao sredstva medunarodnog plaćanja, a samim tim i promet roba i usluga. Iz ovih razloga učinjeni su napori da se dode do ujednačavanjapravila o menici u medunarodnom pravu. Prvipokušaji unifkacije meničnogpravaučinjeni sujoš 1852. godine. Međutim, značajni rezultati postignuti su na Ženevskoj konferenciji 1930. godine, na kojoj su usvojene tri konvencije:

1. konvencija o Jednoobraznom zakonu o trasiranoj i sopstvenoj menici;
2. konvencija o sukobu zakona;
3. konvencija o taksama

Ženevske konvencije prihvaćene su od najvećeg broja evropskih zemalja uključujući Japan, Brazil... Druge zemlje (zemlje common law: Engleska, SAD, Australija, Kanada...)

prihvatile su angloameričko pravo. Prema tome, danas u svetu postoje dva paralalena sistema pravnog regulisanja menice: ženevski i anglosaksonski. U evropskim sistemima menica je apstraktna hartija od vrednosti (gubi se svaka veza sa pravnim poslom iz kog je nastala), dok je u angloameričkom pravu menica kauzalni pravni posao (ona je vezana za osnovni pravni posao). U želji da prevazide postojeće razlike izmedu ova dva sistema, komisija Ujedinjenih nacija za medunarodno trgovačko pravo, čini značajne napore za unifikaciju meničnog prava.[631]

Neke od karakateristika menice koje su se iskristalisale u evropskim pravnim sistemima danas su:

- menica je hartija od vrednosti, koja glasi na odredenu sumu novca, čiji su instrumenti, forma, prenos i isplata propisani nonnama meničkog prava;
- pravo koje je u njoj inkorporirano ne može se bez pismene isprave preneti na drugoga, niti ostvariti;
- menica spada u red obligacionih hartija od vrednosti, jer su potraživanja koja su u njoj inkorporirana obligaciono pravne prirode. Ta potraživanja su uvek novčana, tj. menica može glasiti samo na novac, a ne na neko drugo potraživanje;
- menica je prezentaciona hartija od vrednosti (HoV), pošto imalac menice dužniku u vreme njene dospelosti, jer u suprotnom ne bi mogao da ostvari svoja prava iz menice;
- menična obaveza je strogo apstraktna obaveza;
- menična obaveza svakog meničnog potpisnika je samostalna obaveza;
- menica je strogo formalna hartija od vrednosti. Da bi se neka isprava smatrala menicom, potrebno je da ima sve menične elemente propisane zakonom;
- meničnog dužnika obavezuje samo ono što je izričito uneto u meničnu ispravu;
- menicom se zasniva stroga obaveza dužnika. Ta se strogost na odredeni način odnosi i na meničnog poverioca.[632]

1) MENIČNA NAČELA

1. Načelo pismenosti ili formalnosti. Prema ovom načelu menica može biti izdata isključivo u pismenom obliku koji je propisan zakonom. Ovim načelom olakšana je upotreba menice i obezbeđena je sigurnost u pravnom prometu.
2. Načelo inkorporacije. U menici je inkorporirano (sadržano) nečije protraživanje i da bi se to potraživanje tj. pravo iz menice moglo realizovati potrebno je da se menica poseduje.

[631] Konvencija Ujedinjenih Nacija o medunarodnim trasiranim menicama i medunarodnim sopstvenim menicama, prevod i komentar: dr Milan Radojković, Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd, 1990.

[632] Šire videti o menici, kod dr Budimir Stakić, Rodoljub Petrović, Zoran Ilić – Medunarodni platni promet, Eksportpres, Beograd, 1992, str. 132–160.

3. Načelo fiksne menične obaveze. Ova načelo pokazuje da se može dugovati ili potraživati samo ono što je sadržano u meničnoj ispravi.
4. Načelo menične strogosti se odnosi i na meničnog dužnika i na poverioca. Načelo strogosti traži od dužnika da ispuni obvavezu iz menice, pa ako on to ne učini, protiv njega se provodi brz i delotvoran sudski postupak. S druge strane, dužniku koji kasni u ispunjenju obaveze nije dozvoljeno iznošenje prigovora iz osnovnog posla. Načelo strogosti zahteva od poverioca da on pravovremeno obavi menično pravne postupke kao što su: prezentacija menice, protest, notifikacija.
5. Načelo menične solidarnosti. Svi potpisnici menice su solidarno odgovorni meničnom poveriocu za isplatu menične sume. U meničnom pravu nastaje odnos prevaljivanja. Naime, meninčni dužnik mora platiti menicu bezuslovno, a ako to on ne učini, onda je to dužan da učini drugi dužnik. Ovde nema deljenja obaveze već prevaljivanja, to znači da će dužnik koji je isplatio menicu imati pravo da od svog predhonika zahteva naplatu meničnog iznosa i troškova.
6. Načelo menične neposrednosti. Svaki menični dužnik je u neposrednom pravnom odnosu prema svakom imaocu menice. Ovo znači da imalac menice može podići tužbu protiv svakog meničnog dužnika nezavisno od toga kakav je njegov rang u menici, i zahtevati od njih isplatu meničnog iznosa.
7. Načelo menične samostalnosti. Obaveze meničnih potpisnika (dužnika) su medusobno pravno samostalne i nezavisne. Svaki menični potpis predstavlja obvavezu za sebe i on kao takav obavezuje samo njegovog potpisnika.

2) MENIČNI ELEMENTI

Sve menične elemente možemo svrstati u tri grupe i to:

1. Bitni menični elementi;
2. Pretpostavljeno bitni menični elementi;
3. Nebitni (fakultativni) menični elementi;

S obzirom na to da je menica strogo formalna isprava ona mora da sadrži sve bitne elemente koji su propisani zakonom, a to su:

- označenje isprave kao menice;
- bezuslovni nalog da se plati odredena suma novca;
- ime onoga koji treba da plati (trasata);
- označenje dospelosti menice;
- označenje mesta plaćanja;
- ime onoga kome se i po čijoj se naredbi mora platiti (remitent);
- označenje datuma i mesta izdavanja menice;
- potpis onoga koji je izdao menicu (trasant).

Pored bitnih meničnih elemenata, postoje i elementi koji se sami po sebi smatraju bitnim, i kada nisu izričito uneti u meničnu ispravu. To su:

- naznačenje dospelosti;
- mesto plaćanja;
- mesto izdanja menice.

Nebimi su oni menični elementi čije postojanje ili nepostojanje neće uticati na punovažnost menične obaveze. Postoje dve grupe nebitnih elemenata:

- oni koji se tiču subjekata menično pravnog odnosa;
- oni koji se odnose na fakultativne klauzule.

1. Izdavanje menice – je prva menična radnja u meničnom poslu. Menicu izdaje trasant. Izdavanje menice se sastoji u tome što njen izdavalac stavlja svojeručan potpis na menicu, i to na mesto odredeno za trasanta. Izdavanjem menice uspostavlja se pravni odnos izmedu trasanta i remitenta. Trasant izdaje menicu i predaje je remitentu, jer je prethodno od njega primio neku protiwrednost. U momentu izdavanja menice trasant postaje remitentov dužnik, kao i dužnik svih budućih imaoca menice (pod uslovom da je ona pribavljena na svestan i zakonit način).[633]
2. Akceptiranje menice – je menično pravna radnja kojom se neko lice, po pravilu trasat, svojim potpisom obavezuje da prihvata meničnu obavezu i da će menicu isplatiti onako kako ona glasi. Ta izjava (akcept) ima taj značaj što se od tog momenta menja glavni dužnik po menici. Do momenta stavljanja akcepta, glavni dužnik je bio trasant, a od tog momenta to je trasat. Akcpet može biti potpuni i delimični. Potpuni je ako se prihvata obaveza za ukupnu sumu, a delimični ako se prihvata obaveza samo za deo menične svote. Akcept se prema formi deli na pun i blanko. Pun akcept imamo u slučaju kada akceptant na menici stavi: izjavu o akceptiranju i ispod nje svoj potpis. Blako akcept se javlja u slučaju kada akceptant na menici stavi na odredeno mesto svoj potpis i nikakvu drugu izjavu.
3. Menični avalje izjava kojom neko lice svojim potpisom na menicu, jemči da će menični dužnik ispuniti svoju obavezu iz menice. U ulozi avaliste (meničnog jemca) može se pojaviti svako lice koje je sposobno da preuzme meničnu obavezu. Davanjem avala nastaje samostalan pravni odnos izmedu imaoca menice i lica koje je dalo aval. Aval je sredstvo obezbedenja ili zaštite, jer se njime štiti imalac menica od rizika da njegovo potraživanje ostane nenaplaćeno iz bilo kog razloga. Avalista može da bude pozvan da plati menicu i pre nego što je pokušano da se naplata izvrši od glavnog dužnika.

   Postoje dve vrste avala: pun i blanko. Pun aval sadrži ime lica za koje se daje aval i potpis avaliste. Kod blanko avala postoji samo potpis avaliste.
4. Intervencija je radnj'a kojom neko lice (intervenijent) akceptira ili isplaćuje menični iznos umesto nekog potpisnika menice (honorat). Razlikuju se dve vrste intervencije: pozivna i spontana. Kod pozivne naznačen je adresat po potrebi i imalac menice dužan je da se njemu obrati. Kod spotane, intervenijent nije naznačen, već se on sam javlja da bi zaštitio kreditni ugled trasanta, ili nekog drugog meničnog dužnika (akcept za čast). Intervencije mogu da nastanu iz dva razloga: intervencija zbog neakceptiranja i intervencija zbog neisplate. Prva intervencija nastaje zbog odbijanja tresata da akceptira menicu,

[633] Da bi neko pravno ili fizičko lice uopšte moglo da se zasniva menična prava obaveze potrebno je da za to poseduje odgovarajuću sposobnost. Ta se sposobnost diferencira na meničnu pravu sposobnost i meničnu poslovnu sposobnost. Menična pravna sposobnost – sposobnost odredenog lica da bude nosilac meničnih prava i obaveza. Menična poslovna sposobnost – sposobnost odredenog lica da sopstvenim radnjama stvara prava i obaveze. Menična sposobnost može biti aktivna i pasivna. Aktivna menična sposobnost je sposobnost nekog lica da stiče prava iz menice, da bude poverilac po toj menici i ona se traži da je poseduju reminent i indosatar. Pasivna menična sposobnost je sposobnost jednog lica da može preuzimati menične obaveze i ona se obično izjednačava sa poslovnom sposobnošću, a treba da je poseduje trasant i ostali menični dužnici.

dok druga intervencija nastaje kada glavni dužnik u potpunosti ili delimično odbija da izvrši isplatu meničnog iznosa. U savremenom MPP intervencija je izgubila značaj, jer se u ulozi akceptanta ili avaliste javljaju poznate banke koje svakako neće dozvoliti neplaćanje menice ili podizanje protesta, jer bi u suprotnom ugled banke bio ozbiljno poljuljan.

5. **Prenos (indosiranje) menice** – sastoji se u tome što se putem odredene izjave (indosamenta) menica prenosi sajednog lica na drugo. Ovu izjavu imalac menice ispisuje na poledini menice, i njome on svoja prava prenosi na drugo lice (novog poverioca po toj menici). Lice koje prenosi menicu je indosant, a lice na koje se vrši prenos naziva se indosator. Kao prvi indosant najčešće se javlja remitent. Izvršenim prenosom, indosant ovlašćuje indosatora da prezentira menicu trasatu i da od njega zahteva isplatu menice. U pogledu forem indosament može biti: puni, blanko **i** rekta. Puni indosament je onaj kod koga je naznačeno ime lica na koje se menica prenosi (indosator) uz odgovarajuću klauzulu **i** potpis indosanta. Blanko indosament je onaj koji se sastoji samo iz potpisa indosanta. Ukoliko se u izjavi unese klauzula „ne po potrebi", a što znači da se zabranjuje indosiranje, onda govorimo o rekta indosamentu. U pogledu sadržine indosament možemo podeliti na vlasničke, punomoćničke i založne. Vlasnički služi za prenošenje svojine na menici, punomoćnički sadrži ovlašćenje za naplatu a založnim se menica zalaže.
6. **Prezentacija menice** je menična radnja koja se sastoji u tome što je imalac menice dužan da menicu u odredenom roku prezentira meničnom dužniku. Postoje dve vrste prezentacije: prezentacija menice na akcpet i prezentacija menice na isplatu. Prva prezentacija predstavlja poziv trasatu da prihvati (akceptira) meničnu ispravu. Prezentacija menice na akcept se mora izvršiti u odredenom roku, odnosno do roka do kog menica dospeva za naplatu. U slučaju da je menica izdata „po videnju" trasat ima pravo da zahteva da mu se menica prezentira na akceptiranje još jedanput i to posle prve prezentacije na akcpet, to je tzv. „deliberacioni rok". Druga prezentacija se mora izvršiti o dospelosti. To znači da se menica mora prezentirati najranije na dan dospelosti, ili u jednom od sledeća dva radna dna. U slučaju da se menica ne prezentira ni u sledeća dva radna dana po dospelosti, menica postaje prejudicirana. Posledica toga je da se regres ne može zahtevati.
7. **Isplate menice** – se vrši o dospelosti. Menicu je dužan da isplati glavni dužnik. To će biti akceptant ako je menica akceptirana, trasant ako nije akceptirana. Kada jedno lice izvrši isplatu, to se konstatuje na poledini menice, i dužnik posle te konstatacije oduzima menicu od imaoca. U slučaju da je isplatu menicu izvršio akceptant, ili trasant obaveza se u potpunosti gasi i svi regresni dužnici su oslobodeni menične obaveze. Medutim, ako je menicu isplatio jedan od indosanata ili njihov avalista, onda oni imaju pravo regresa od svih lica koja imaju viši rang u menici.
8. **Umnožavanje menice** – se u MPP dosta često vrši. Svrha tog je bolje obezbedenje meničnog poverioca ako dode do gubitka ili uništenja menice. Umnožavanje se vrši na dva načina: izdavanjem duplikata menice i sačinjavanjem kopije menice. Kod izdavanja duplikata menice svaki primerak menice mora da nosi svoj redni broj, jer bi se u suprotnom svaki od umnožnih primeraka smatrao kao posebna menica. Izdavanje duplikata menice može da izvrši samo trasant (na zahtev i trošak imaoca menice). Kod dupliranja menice trasat ne bi smeo

da akceptira više od jednog primerka menice (jer bi u tom slučaju i taj drugi primerak predstavljao posebnu menicu i postojala bi obaveza prema njoj). Pravo na izdavanje kopije, kao drugog načina umnožavanja menice pripada svakom imaocu menice. Na osnovu kopije ne može se dobiti ni akcpet, ni isplata. Na osnovu valjane kopije može se zahtevati original menice, i to putem tzv. „perkvizacionog protesta".

3) MERE ZA OČUVANJE MENIČNIH PRAVA

Tri osnovne mere čija je svrha očuvanje meničnih prava su:

1. Protest
2. Nofitikacija
3. Regres

1. Protest se koristi kako u unutrašnjem tako i u medunarodnom platnom prometu sa ciljem očuvanja meničnih prava. Pod protestom se podrazumeva postupak kojim se obezbeduje zaštita meničnih prava imaoca menice kada glavni dužnik nije ispunio svoju meničnu obavezu. U anglosaksonskom zakonodavstvu podnošenje menice na protest karakteristično je samo za MPP. Ukoliko imalac menice, ne podnese menicu na protest, u zakonski propisanom roku, gubi pravo naplate potraživanja po osnovu meničnog duga. Protest može biti podignut zbog: neakceptiranja, neisplate, nedatiranja, ili neizdavanja duplikata ili kopije menice kao i zbog neisplate protestnih troškova.
2. Notifikacija je akt kojim se obaveštavaju menični dužnici od strane imaoca menice da je podignut protest zbog neakceptiranja ili neisplate menične sume. Za razliku od prezentacije menice i podizanja protesta neizvršavanja notifikacije nema za posledicu gubitak meničnih prava, već je imalac jedino dužan da nadoknadi štetu koja je zbog ovog neizvršavanja nastala ali najviše do visine menične sume.
3. Regres je zahtev kojim imalac menice traži od nekog regresnog meničnog dužnika da ovaj isplati menicu u slučaju kada je akceptant ili trasatodbio isplatu menice. Kao regresni dužnici se smatraju indosanti, akceptanti, trasanti i avlisti. Regres se može istaći zbog neakceptiranja, zbog platežne nesposobnosti trasanta, trasata ili akceptanta i zbog neisplate, ili zbog delimične isplate menične svote.

4) MENICA U ANGLOSAKSONSKOM PRAVU

Postoje razlike i odstupanje u pogledu pravila koje se primenjuju u anglosaksonskom i medunarodnom meničnom pravu. Opšta karakteristika anglosaksonskog meničnog prava je znatna sloboda forme, oblika i sadržine menice. U ovom pravu menica nije potpuno apstraktna hartija od vrednosti, zatim na razliku od opšte usvojenih pravila međunarodnog meničnog prava gde je protest obavezan za očuvanje regresionoih meničnih prava, u Velikoj Britaniji protest nije obavezan da bi se sačuvala prava kod menice.

Velika Britanija i SAD, kao i zemlje koje su usvojile njihov pravni sistem, kao što smo videli ne prihvataju pravo medunarodnog meničnog prava – Jednoobrazni zakon menice, već primenjuju domaće menično pravo. Za SAD je karakteristično da je ček uglavnom potisnuo menicu.

„U angalosaksonskom pravu postoje dve vrste menice:

1. Bil of exchange;
2. Promissory note".[634]

Prva vrsta je slična vučenoj menici u međunarodnom meničnom pravu, dok je druga donekle slična sa sopstvenom menicom u istom pravu.

Možemo zaključiti da je anglosaksonsko shvatanje pravne prirode menice široko i veoma liberalno. Prema ovom shvatanju, za postojanje menice kao hartije od vrednosti dovoljno je daje hartija po naredbi (a može i na donosioca) u kojoj je određenom licu dat nalog za isplatu novca. Na ovaj način opisana i shvaćena hartija od vrednosti u medunarodnom meničnom pravu uopšte ne bi bila menica, već eventualno neki zalog za isplatu ili priznanica.

5) VRSTE MENICA

Razvoj međunarodne trgovine i platnog prometa doveo je do toga da danas imamo veliki različitih vrsta menica. U bankarskoj i poslovnoj praksi najčešće se pojavljuju: trasirana, sopstvena, blanko, domicilirana, potpuna i trasirana menica po sopstvenoj naredbi.

1. Trasirana (vučena) menica – je najčešće korišćeni oblik menice u evropskim kontinentalnim pravima. Kod ove menice, njen izdavalac (trasant) daje nalog drugom licu (trasatu), najčešće svojoj banci, da korisniku menicu (remitentu) isplati novčani iznos na koji menica glasi iz trasantovog pokrića koji se nalazi kod trasata.
2. Sopstvena menica – je jednostavniji oblik menice. Kod nje se njen izdavalac obavezuje da će isplatiti, u vreme dospelosti menice, odredenu meničnu sumu novca remitentu. Sopstvena menica (promissory note) u zemljama angloameričkog prava spada u red najčešće korišćenih trgovačkih papira u SAD.
3. Trasirana menica po sopstvenoj naredbi – je podvrsta trasirane menice u kojoj trasant izdaje menicu u svoju sopstvenu korist, tj. označava sebe ka remitenta.
4. Potpuna menica – je takva menica kad trasant, u trenutku izdavanja menice unose u menicu sve bitne elemente zakonski propisane.
5. Blanko menica – je takva menica kod koje u časunjenog izdanja nedostaje jedan ili više bitnih elemenata menice. Prilikom stavljanja ove menice u promet, njen izdavalac (trasant) ima nameru da ovlasti remitentna ili lice po njegovoj naredbi da naknadno popuni bitne elemente menice.

[634] Dr Radomir Đurović: medunarodno privredno pravo, Beograd, 1991, str. 390.

8. MEĐUNARODNI ČEK

Cek je vrlo rasprostranjena hartija od vrednosti u savremenom platnom prometu, veoma slična menici. Cek je najviše u upotrebi u zemljama anglosaksonskog područja, naročito u SAD i u Velikoj Britaniji.

Smatra se da etimološki reč „ček" potiče od engleske reči „to check" što znači kontrolisati, proveriti, zadržati. Naime, dužnik je obavezan da kontroliše i proveri da li je izdavalac čeka obezbedio pokriće kako je ček vukao na njega i da zadrži nalog za isplatu ako nema tog pokrića.

„Ček je hartija od vrednosti kojom njen izdavalac (trasanta) daje nalog (bezuslovan uput) trasatu (banci) da licu odredenom u čeku isplati naznačenom svotu novca iz transantovog pokrića".[635]

Iz definicije čeka se vidi da se ovde uspostavlja pravni odnos izmedu tri subjekta. To su odnosi između izdavaoca čeka (trasanta), čovekovog dužnika (trasata) i imaoca čeka (remitenta) ili nekog drugog lica.

Ček je sredstvo plaćanje koji zamenjuje gotov novac, odnosno to je surogat novca, koji služi za bezgotovinsko plaćanje, zbog čega ima veliki ekonomski značaj.

Sa gledišta vlasnika sredstava, odnosno lica koje vrši plaćanje, upotreba čeka je veoma pogodno, praktičnije i brže. Bezgotovinskim plaćanjem putem čeka izbegavaju se opasnosti čuvanja i manipulisanja gotovim novcem, kao što su krađa novca, habanje novčanica, fizičko uništavanje novčanica i dr. Istovremeno, deponovana sredstva u banci nose kamatu, čime se bar nominalno uvećavaju (realni prinos zavisi od inflacije).

Cek se kao izraziti instrument plaćanja (za razliku od menice koja je i instrument kreditiranja) predstavlja olakšicu u obavljanju platnog prometa kako unutrašnjeg tako i medunarodnog. Pomoću njega, se vrše plaćanja bez gotovine. Upotreba čeka dovodi do smanjene cirkulacije papirnog i kovanog novca, uklanja nekorisno držanje većih količina novca, pojeftinjuje i pojednostavljuje MPP. Isprava slična čeku nastala je još u starom veku. Medutim, mnogo sličnije savremenom čeku bile su potvrde koje su izdavali venecijanski bankari svojim klijentima koji su kod njih deponovali novac. Ipak, preovladava mišljenje da se današnji ček pojavio u Engleskoj 1742. god.

U vezi sa pravnom prirodom čeka pojavljuju se dve teorije:

1. ugovorna teorija;
2. teorija jednostranog akta.

Smatra se da su predstavnici ove druge teorije u pravu, jer ček, kao sredstvo plaćanja, predstavlja jednostrani pravni akt tj. jednostranu izjavu volje. Ovo iz razloga što izdavalac čeka daje jednostrani nalog trasatu (banci) da isplati jednu odredenu sumu novca korisniku.

Zakonodavno regulisanje čeka javlja se krajem XIX veka i početkom XX veka, baš u vreme kada se javljaju prve unifkacije čekovnog prava. Prvi značajniji rezultati u vezi unifikacije postignuti su posle I svetskog rata na Zenevskoj konferenciji 1931. g. na kojoj su usvojene tri konvencije:

[635] Dr Radomir Đurović – Medunarodno privredno pravo, Bcograd, 1991, str. 391.

1. konvencija o Jednoobraznom čekovnom zakonu;
2. konvencija o regulisanju sukoba zakona o čeku;
3. konvencija o porezima u materiji čeka.

Sve tri konvencije nisu prihvatile SAD, Kanada, Australija i niz drugih zemalja. Radom na unifikaciji čekovnog prava bavio se UNCITRAL, ali neki zapaženiji rezultati nisu postignuti.

1) SLIČNOSTI I RAZLIKE IZMEĐU MENICE I ČEKA

U savremenom prometu menica se može pojaviti u trojakoj ulozi:

a. kao sredstvo kredita (osiguranje vraćanja kredita)
b. kao sredstvo plaćanja (u unutrašnjem i medunarodnom prometu) i
c. kao sredstvo eskonta i reeskonta (prodaja i dalja prodaja meničnog potraživanja pre roka dospeća).

Izmedu menice i čeka ima mnogo sličnosti, ali i razlika, što u nastavku prikazujemo. Zajednička svojstva menice i čeka su velike, što se može videti iz pregleda najvažnijih zajedničkih instituta.

1. Načela (karakteristike) menice su identična i za ček. To su: načelo formalnosti, načelo inkorporacije, načelo samostalnosti načelo neposrednosti, načelo strogosti, načelo solidarnosti, načelo apstraktnosti i načelo novčanosti.
2. Aktivnu čekovnu sposobnost imaju sva fizička i pravna lica, odgovara pravnoj sposobnosti u gradanskom pravu;
3. Razlike koje se mogu pojaviti u upisivanju svote slovima i brojevima;
4. Indosiranje čeka i menice;
5. Avaliranje čeka i menice;
6. Plaćanje čeka i menice;
7. Amortizacija čeka i menice;
8. Protest čeka i menice;
9. Sukob zakona kod čeka i menice.

I pored velikih sličnosti, između menice i čeka, postoje i znatne razlike. Najvažnije su:

1. ček je isključivo sredstvo plaćanja, a menica pre svega sredstvo kredita, zatim eskonta i retko plaćanja;
2. trasat kod čeka može biti samo banka, što nije slučaj kod menice;
3. za svaki ček mora postojati kod banke trasata osigurano likvidno pokriće u novcu, sto nije slučaj kod menice (pokriće može biti u robi, nekom činjenju ili neosigurano);
4. ček može glasiti na donosioca, što nije slličaj kod menice, gde remitent mora biti odreden po imenu (samo blanko–indosamanetnom menica se može pretvoriti u papir na donosioca);
5. svi čekovi dospevaju po videnju, dok kod menice ima više načina dospeća (na određeni datum, na odredeno vreme od dana izdavanja itd.);
6. kod čeka postoji ustanova opoziva (čekovi se mogu opozvati) što nije slučaj kod menica;

7. kod čeka nema ustanove akcepta, intervencije, umnožavanja (osim u određenim slučajevima) za razliku od menica;
8. čekovi se mogu domicilirati, za razliku od menica;
9. čekovi ne mogu imati klauzulu o kamati, što nije slučaj kod menice;
10. kod čeka se može odbiti delimična isplata što nije slučaj kod menice;
11. kod čeka nema založnog indosamaneta, za razliku od menice;
12. ne može se izdati blanko–ček, za razliku od blanko–menice koja ima veliku primenu;
13. kod izdavanja čeka se ne plaća porez, taksa i sl. za razliku od menica.

2) ČEKOVNA NAČELA

Načela koja se javljaju u čekovnom pravu su ista načela sa kojima smo se upoznali kod menice. Pošto imaju identično značenje ovde ću ih samo nabrojati:

- načelo pismenosti;
- načelo inkoporacije;
- načelo fiskne čekovne obaveze;
- načelo strogosti;
- načelo samostalnosti;
- načelo neposrednosti.

Specifičnost načela pismenosti kod čeka u odnosu na menicu je u tome što ovde nije dozvoljena teorija propuštanja (čak u momentu izdavanja mora da ima sve bitne elemente).

Kod načela inkoporacije, za razliku od menica, amortizacija nije moguća kod svih vrsta čekova. Sa druge strane, kod čeka je dozvoljena tužba iz osnovnog posla, koja kod menice zbog njene apstraktnosti nije dozvoljena.

3) ČEKOVNI ELEMENTI

Ovo pitanje nije na jedinstven način regulisano u svim zemljama. U našoj zemlji, pa i u većini zakonodavštva pod bitnim elementima čeka podrazumevaju se:

- oznaka da je to ček;
- bezuslovni nalog za isplatu odredene sume novca (u evropskim zemljama, što nije slučaj i u zemljama anglosaksonskog prava);
- ime trasata;
- mesto plaćanja;
- datum izdavanja;
- mesto izdavanja;
- potpis trasanta.

1. Izdavanje čeka – je prva čekovno pravna radnja. Da bi trasant mogao da izda ček, on mora da ima pokriće. Inače, izdavanje čeka bez pokrića povlači odgovornost trasanta imaocu čeka za naknadu štete, a u nekim zemljama takav čin predstavlja i krivično delo.

2. Prenos čeka – se može vršiti indosamentom, putem građansko pravne cesije i običnom predajom. Putem indosamenta mogu se prenositi svi čekovi izuzev čeka na donosioca. Ček se prenosi cesijom samo u slučaju kada u čeku postoji klauzula „ne po naredbi". Ček na donosioca se predaje običnom predajom (tradicijom).
3. Avaliranje čeka je regulisano na isti način kao i kod menice.
4. Prezentiranje čeka – s obzirom da je ček isprava koja uvek dospeva po videnju, kao i činjenica da je akceptiranje čeka zabranjeno, te se iz tih razloga ček prezentira samo u cilju isplate. Izuzetak od ovog pravila je kada se čak certificira ili avizira. Banka koja certificira (potvrduje, jemči za njega) ček postaje glavni dužnik po čeku i odmah zadužuje račun izdavaoca čeka. Unošenje klauzula o certifikaciji dozvoljeno je u SAD, SR Nemačkoj, Francuskoj, Austriji i u drugim zemljama, ali ne u našem zakonodavstvu.
5. TspIatu čekovne sume – treba da izvrši trasat označen u čeku kod koga trasant ima pokriće. Trasat u našem zakonodavstvu može biti banka. Isplata u gotovom novcu jedino se ne vrši kada je reč o bariranom čeku.
6. Opozivanje čeka – je radnja koja se sastoji u tome što trasant čeka zabranjuje trasatu da izvrši isplatu čeka iz deponovanog pokrića.
7. „Protest je javna isprava na kojoj se od strane nadležnog organa potvrduje da je subjekt koji podiže protest bez uspeha preduzimamo o roku zakonom predvidene radnje."[636] Protest kod čeka može da bude podignut zbog: neisplate čekovne sume, zbog odbijanja obračuna banke, zbog neisplate protesnih troškova i sl.
8. „Notifikacija čeka – predstavlja obaveštenje dužnika (indosant i trasant) o odbijanju trasata da izvrši isplatu čeka, a kojim se dužnicima daje mogućnost da obezbede sredstva za isplatu čeka."[637]
9. „Regres – predstavlja pravo imaoca čeka da zahteva od trasanta i ostalih čekovnih dužnika isplatu čekovnog iznosa u slučaju kada trasat odbije da izvrši isplatu delimično ili u celini."[638]

U jugoslovenskom pravu dozvoljeno je izdavanje duplikata čeka samo u MPP, pri čemu se primenjuju ista pravila kao i kod menice.

Cekovne tužbe i prigovore podižu imaoci čeka u cilju zaštite svojih prava. U čekovnom pravu postoje tri vrste tužbi:

- tužba iz osnovnog posla;
- regresna tužba;
- tužba zbog neosnovanog obogaćanja.

Tužba iz osnovnog posla je dopuštena zbog toga što ček nije kao menica potpuno apstraktna hartija, već je vezan za odredeni pravni posao (kauzalan). Regresna tužba se podnosi u slučaju kada je i pored preduzimanja zakonom predviđenih radnji, isplata ipak izostala (imalac čeka je podnosi protiv indosanta i trasanta). Tužba zbog neosnovanog bogaćenja u čekovnom pravu se može podići kad više ne postoje uslovi za podizanje tužbe iz osnovnog posla.

---

636 Dr Predrag Trifunović – Banke, Beograd, 1980. str. 172. i 173.
637 Ibidem.
638 Ibidem.

Uslovi koji moraju da budu ispunjeni da bi se ugasila čekovna prava i obaveze, uglavnom su isti kao i kod menice. Pa tako čekovna obaveza prestaje: isplatom čekovnog iznosa od strane trasata, zastareiošću potraživanja, novacijom, oproštajem duga, kompenzacijom, konfuzijom, propuštanjem.

4) VRSTE ČEKOVA

Raznovrsne potrebe medunarodnog prometa uticale su na stvaranej različitih vrsta čekova. Sve većem razvoju međunarodne trgovine putničkog prometa, turističkih usluga i sl. nije odgovarao više osnovni oblik čeka. Jer sa jedne strane osnovni oblik čeka tj.

1. Gofovinskl ček može dobro da služi za povlačenje novca koji izdavalac čeka ima na računu kod banke kao i za virmanska plaćanja. Medutim upotreba ovog čeka vezana je za određeni rizik (krada). Da bi se ovaj rizik smanjio, izdaje se obračunski (barirani, precrtani) ček. Gotovinskim čekom trasant daje nalog trasatu da se korisniku čeka iz njegovog pokrića izvrši isplata iznosa čeka.
2. Barirani ček kao instrument bezgotovinskog plaćanja koristi se za prenos sredstava sa računa trasanta (nalogodavca) na račun remitenta (korisnika) čeka. Precrtavanje čeka može biti opšte i posebno. Precrtavanje je ošte kada se izmedu povučenih paralelnih linija ne imenuje odredena banka (takav ček se može naplatiti preko bilo koje banke). Precrtavanje je posebno kada se izmedu ovih linija navede određena banka koja vrši isplatu čekovnog iznosa. Barirani čekje prvi putpravno regulisan engleskim jezikom iz 1882. godine. On je prihvaćen i ženevskom konvencijom.
3. Cirkularni ček izdaje banka korisniku koji kod nje ima pokriće, pozivajući njene filijale i poslovne jedinice da takav ček isplate. Korist od ove vrste čeka je u brzom i lakom realizovanju isplate čeka na velikom teritorijalnom prostranstvu.
4. Dokumentarni čekovi su čekovi kod kojih je isplata čekova uslovljena odgovarajućom istovremenom prezentacijom odredenih robnih dokumenata. U dokumentamom čeku moraju biti označeni dokumenti koji treba da budu prezentovani prilikom isplate. Ova prezentacija robnih dokumenata predstavlja dokazivanje da je korinisk čeka izvršio svoje obaveze iz predhodnog ili istovremenog pravnog odnosa, a koje on ima prema trasantu.
5. Akreditivni čekovi su posebna vrsta čekova kojim se uz nih olakšica i povlastica ostvaruje utvrđena ekonomska politika stimulacijom pojedinih privrednih delatnosti i pojedinih privrednih aktivnosti od strane države.
6. Vizirani čekovi su dosta česti u poslovnoj praksi i oni sadrže klauzulu koju na njih stavlja banka o postojanju pokrića u trenutku izdavanja čeka. To ne znači da banka garantuje i za mogućnost realizacije čeka.
7. Certificirani čekovi su izuzetno sigumi čekovi, jer kod njih kao i kod viziranih čekova banka stavlja klauzulu o postojanju pokrića u trenutku izdavanja čeka, ali ovde banka vrši i blokadu pokrića u visini čekovnog iznosa radi zaštite sigurnosti naplate tog čeka dospelosti.

Ove spomenute vrste čekova su rezultat podele čekova prema obliku i nameni. Pored ove postoji i klasifikacija prema načinu odredivanja korisnika. Tako se razlikuju:

1. **Ček na ime – je** svaki onaj ček na kome je ime korisnika označeno na čeku (prenosi se indosamentom);
2. **Ček na donosioca** – je ček kod koga nije naznačen korisnik čeka (prenosi se neposrednom predajom);
3. **Ček po naredbi** – je ček kog koga se ispred naziva korisnik stavlja klauzula „po naredbi", na osnovu koje se daje mogućnost da se izvrši isplata korisniku koji je naznačen na čeku ili po njegovoj naredbi nekom drugom (prenos čeka vrši se indosamentom, a ukoliko na njemu stoji klauzula „ne po naredbi", onda cesijom);
4. **Sopstveni trasirani ček** – je ček trasiran na samog sebe, u kom slučaju dolazi do konfuzije trasanta i trasata.

Postoji nekoliko vrsta čekova koji se češće pojavljuju u međunarodnom platnom prometu:

1. Ček vučen od jedne banke na drugu, pri čemu su trasat i trasant različite banke;
2. Blagajnički čekovi kod kojih je trasat i trasant ista banka;
3. Bankarska uputnica koja imu istu funkciju kao i blagajnički ček, samo se razlikuje po formi i nazivu. To je ček koji se naplaćuej kod banke koja ga je i izdala;
4. Čekovi USA Treasurer, koji predstavljaju čekovne državne blagajne SAD–a (služe) za isplate penzija porodicama umrlih iseljenika);
5. Putnički čekovi koji po pravilu glase na valutu zemlje gde će se utrošiti, ili u dolarima.

Najpoznatiji emitenti putničkih čekova su: American Expres Company, New York, Thomas Cook and Son Ltd, Ldndon, Bank of America, New York, Barclays Bank Int, London, Deutsche Bank, Frankfurt i dr.

Veliki značaj imaju Euro čekovi koje izdaju, odnosno prodaju i prihvataju mnoge bankarske organizacije širom sveta.

Nakon četvrt veka od svog osnivanja euroček garantni sistem se i dalje širi. 32 zemlje akceptiraju euroček u lokalnoj valuti, upravo kao i banknote, 10.000 banaka u 22 zemlje izdaje unificirani euroček tako da je u cirkulaciji 40 miliona unificiranih euroček garantnih kartica i 1,25 miliona ATM kartica, koje se koriste u 23.000 automata instaliranih u 14 zemalja.

Uvođenjem unificiranog euročeka i euroček garantne kartice, stvorena je mogućnost da korisnik prema potrebi, sam ispunjava iznos čeka i to u nacionalnoj valuti zemlje u kojoj boravi, a banka trasat garantuje da će ček biti plaćen ukoliko se isplata vrši po utvrdenim i važećim pravilima za isplatu. Korišćenjem euroček instrumenta omogućeno je direktno plaćanje roba i usluga u 32 zemlje i samo sa jednim instrumentom i jednom vrstom čekova možete obići sve ove zemlje oslobodeni rizika koje sa sobom nosi efektiva.

Drugi zajednički evropski sistem je Eurocard, čiji je partner Mastercard. Euroček i Eurokard zajedno drže kontrolu na evropskom tržištu. Ova dva sistema poslednjih godina veoma tesno saraduju u realizaciji značajnih zajedničkih projekata kao što su uvodenje čiste elektornske debitne kartice.

Eurocard – Master Card izdaje 700 evropskih banaka, a prihvata je 7,2 miliona punktova u nebankarskom sektoru širom sveta. Efikasnu tehničku infrastrukturu za deo

poslova sa stanovništvom i operacije kliringa Eurocard obezbeđuje preko EPSS (European Pavment Systems Services), sistema koji su osnovali zajedno sa euročekom i Master Cardom. Preko EPSS Eurocard nudi svojim članovima razmenu podataka, automatizaciju, kliring i net settlement sistem za više vrsta valuta u Evropi.[639]

Prema tome, uloga čeka u MPP je izuzetna. Neki autori smatraju da je primena češća u međunarodnim plaćanjima evropskih zemalja nego u slučaju van evropskih zemalja. Međutim, ovo ne važi, za, recimo, SAD gde je ček svojom upotrebom uglavnom potisnuo upotrebu gotovine i menica.

Opšta karakteristika čekova u MPP – je da po pravilu glase na stranu valutu. U MPP sa zemljama anglosaksonskog pravnog sistema naročito su upotrebi barirami čekovi po naredbi ili na donosioca. Isto tako često se primenjuje aviziranje čeka zbog pravne sigurnosti, što u izvesnoj meri usporava medunarodni čekovni promet.

9. BANKARSKA GARANCIJA

Sigurnost da će se u okviru domaćih i međunarodnih finansijskih transakcija, ugovorene obaveze izvršiti u ugovorne obaveze izvršiti u ugovorenom roku, postiže se instrumentom bankarske garancije. Po pravilu, bankarska garancija se zahteva kada su u pitanju specifični poslovi koji nalažu čvršću obavezu **i** osiguravanje da će se ugovorom preuzete obaveze realizovati kako je naznačeno.

Izdavanjem garancije, banka garant obezbeduje korisnika, garancije od mogućnosti neizvršenja preuzetih obaveza navedenih u ugovoru, odnosno bankarskoj garanciji. Tačnije banka garantuje da će obaveze izvršiti ili ugovorna strana – nalogodavac garancije ili sama banka.

Forma i sadržaj garancije nisu strogo propisani, kao kod drugih instrumenata kojima se osigurava bankarska obaveza. Medutim, Savet Medunarodne trgovinske komore u Parizu, usvojio je 1978. godine Jednoobrazna pravila za ugovorne garancije. Jugoslavija (SFRJ) je jedna od zemalja čije su banke kolektivno prihvatile Jednoobrazna pravila.[640]

Po pravilu, bankarske garancije se izdaju u pisanoj formi. U izuzetnim slučajevima, one se izdaju usmeno, putem telefona ili drugih savremenih sredstava koja služe za poslovnu komunikaciju, i tako da se naznače najbitniji elementi koji se kasnije potvrduju u pisanom obliku.[641]

Pravna doktrina je podelila mišljenje po osnovu odgovora na pitanje: **„Šta** je to bankarska garancija"? Pod bankarskom garancijom se u jednom delu pravne doktrine podrazumijevaju svi oblici obezbedenja, koje daju banke kao što su jemstvo, menični aval, menični akcept, zalaganje hartija od vrednosti i drugih vrednosnih stvari itd. Drugi deo

639 Dr Života Ristić – Tržište novca, Beograd, 1990, str. 79.
640 Ibidern.str. 81.
641 OECD, Financial Market Trends, Paris, 1989, str. 66–69. i M. Johnsn: Eurobands – MNTs, Comparate Finance, juni 1988, str. 31.

doktrine zastupa stanovište da je bankarska garancija specifično sredstvo obezbedenja u međunarodnom prometu, pri čemu jedni **u** bankarskoj garanciji vide ugovor, a druga grupa autora u njoj vidi jednostrani pravni posao.

U SAD–u banke nisu ovlašćene da daju garancije, **već** samo osiguravajuće organizacije. Interesantno je primetiti, da se u Francuskoj dugo vodila rasprava izmedu banaka **i** osiguravajućih ogranizacija oko nadležnosti za davanje garancija. Ovaj spor **je** okončan 1952. god. u korist banaka, što znači da su jedino banke dobile pravo da se bave poslovima davanja i primanja garancija.

U praksi se pravi razlika izmedu garancije i super–garancije, mada obe predstavljaju instrument obezbedenja plaćanja koji se koristi u slučaju da prodavac–dobavljač traži **od** kupca da mu podnese garanciju ili pak **i** super–garanciju u slučaju da oceni da postoji rizik oko naplate robe.

Garanciju obično daje poslovna banka kod koje kupac ima otvoren račun, i ona garantuje da će robu platiti ukoliko kupac kao glavni dužnik to o roku ne učini. Ako prodavac–poverilac nedovoljno poznaje, ili pak nema poverenja u banku koja je dala garanciju, može da traži posebnu garanciju izdatu od banke koju on odredi. Ova druga garancija naziva se super–garancija. To znači, ako kupac o roku ne plati robu, poverilac se može obratiti za naplatu bilo banci koja je izdala garanciju ili pak banci koja je izdala super–garanciju. Po pravilu obratiće se za naplatu banci koja je izdala super–garanciju tek nakon nemogućnosti naplate od banke koja je izdala garanciju. Ukoliko kupac o roku isplati robu garancije se povlače i nemaju praktičnu primenu. To najbolje govori da one ne predstavljaju instrument plaćanja, već instrument obezbedenja piaćanja, jer one stupaju na snagu samo u slučaju kada kupac nije u mogućnosti da u celini ili delimično isplati svoj dug.

Bankarska garancija u poslovnom svetu uživa veliku reputaciju, jer ima brojne prednosti nad ostalim sredstvima obezbeđenja platnog prometa, u medunarodnim okvirima. Ona njenom korisniku omogućuje da brzo i najčešće bez spora realizuje svoje potraživanje. A sa drage strane, one su značajne i stoga jer iza njih stoje banke kao moćne finansijske institucije. Naime, u poslovnm svetu se pretpostavlja da je banka stručna i oprezna finansijska organizacija koja neguje poslovni moral, svoj ugled i koja efikasno izvršava preuzete obaveze. Saglasno prethodno rečenom, bankarska garancija je skupo sredstvo obezbeđenja, naročito kad je izdaje neka prvoklasna banka.

Dva bitna svojstva garancije su dovela do tog da je poverioci veoma rado prihvataju, to su neopozivost i bezuslovnost. Neopozivost znači da banka ne može odustati od veće date garancije, ili je povući bez prethodne saglasnosti svih učesnika u garancijskom poslu. Dok bezuslovnost pod sobom podrazumeva izostajanje pokušaja prinudne naplate od glavnog dužnika, jer je poverilac ovlašćen da se obrati banci odmah kada nastupi garantovani slučaj. Garancija po svojoj prirodi predstavlja vrstu ličnog obezbedenja. Bankarska garancija se redovno izdaje u pismenom obliku, a samo izuzetno usmenim putem, telefonski ili telegrafski. Forma i sadržina kod ovog instrumenta nisu propisani, već su uslovljeni dugogodišnjem praksom. Bitai elementi bankarske garancije su:

- naziv i sedište banke koja izdaje garnciju;
- naziv i sedište primaoca (korisnika) garancije;
- naznačenje posla čije se ispunjenje obezbedenje garancijom, kao i iznos bankarske garancije;
- rok važenja bankarske garancije (obično 15–30 dana duži od roka izvršenja obaveze za koju se daje garancija);

- potpisi ovlašćenih lica;
- mesto i datum izdavanja garancije;
- broj agencije;
- klauzula o vraćanju garancije;
- ostale klauzule.

Poslovi bankarske garancije odvijaju se između sledećih pravnih lica (učesnici garancije):

1. Nalogodavac garancije – dužnikje preduzeće koje se obavezuje svom partneru da će izvršiti ugovorene obaveze i za koje će garantovati banka.
2. Banka garant – korisniku garancije da će u ugvorenom roku nalogodavac garancije izvršiti svoje preuzete obaveze navedene u garanciji, te da će izvršenje preuzeti banka ukoliko to ne učini nalogodavac.
3. Korisnik garancije – poverilac – koji stiče pravo potraživanja prema banci garantu ukoliko dužnik ne odgovori obavezama.

Broj učesnika u poslu bankarske garancije može se povećati u specifičnim slučajevima posredovanja neke domaće ili inostrane banke, odnosno kad se traži izdavanje super garancije pored izdavanja osnovne bankarske garancije.

Prema tome kod bankarske garancije stvara se triangularni pravni odnos izmedu sledećih lica: dužnika (nalogodavac garancije), garanta (banka koja izdaje garanciju) i poverioca (korisnika garancija).

Izmedu poverioca i garanta iz osnovnog posla često se uključuje više banaka, jedna u ulozi neposrednog garanta, druga kotragaranta, a treća u ulozi supergaranta. Učešće jedne ili više banaka zavisi od složenosti poslovnih operacija. Bankarska garancija funkcioniše tako što dužnik daje nalog svojoj banci da neposredno ili uz posredovanje neke druge banke (najčešće u zemlji korisnika) izda u svoje ime a za njegov račun garanciju trećem licu, budućem korisniku garancije.

1) VRSTE BANKARSKIH GARANCIJA

U zavisnosti od kriterijuma podele, bankarske garancije mogu se podeliti u četiri grupe:

1. prema vrsti posla čije izvršenje se obezbeduje
2. prema uslovima koji treba da budu ispunjeni da bi se isplatio garantni iznos
3. prema zavisnosti bankarske garancije od osnovnog posla
4. prema broju banaka koje učestvuju u garancijskom poslu.[642]

1) Podela bankarske garancije prema vrsti ugovora čije se izvršenje obezbeduje garancijom:

a. Licitirana garancija – ovom garancijom se banka obavezuje da će korisniku garancije isplatiti garantovanu sumu za slučaj da učesnik na licitaciji, čija je ponuda prihvaćena, ne ispuni obaveze predviđene u licitacionom poslovima.
b. Garancija za dobro izvršenje posla – kod ove garancije banka je dužna da korisniku garancije (kupcu) isplati određenu sumu ako dužnik iz

[642] Dr S. Jović: *Bankarstvo,* Naučna knjiga, Beograd, 1990.

osnovnog posla (prodavac, davalac usluga) ne ispuni ili neuredno ispuni svoje ugovorne obaveze. Visina garantnog iznosa najčešće se odreduje u fiksnom iznosu ili u najvećem iznosu (tz. „plafon" garancija).

c. Garancija za vraćanje avansa – pod ovom garancijom podrazumeva se takva garancija kojom banka preduzima obavezu da će korisniku garancije isplatiti garantnu sumu za slučaj da isporučilac (prodavac) ne ispuni svoju ugovornu obavezu za koju je položen avans ili ne vrati avans na drugi način. Visina garantnog iznosa jednaka je primljenom avansu, ali to ne mora uvek da bude tako.

2) Podela bankarske garancije prema uslovu koji treba da bude ispunjen da bi garantni iznos mogao da bude isplaćen:

a. Uslovna garancija – kod ove vrste garancije naveden je uslov koji mora da bude ispunjen da bi korisnik garancije stekao pravo da se obrati banci sa zahtevom za isplatu garantnog iznosa. Ako takav uslov nije naveden u garanciji, smatra se da je to bezuslovna garancija.

b. Bezuslovna garancija – za razliku od uslovne, ne traži se da korisnik garancije podnosi dokaze da je ispunjen uslov za isplatu garantnog iznosa. Dovoljno je da se banci podnese zahtev za isplatu sa izjavom da dužnik iz osnovnog posla nije o roku ispunio svoju ugovomu obavezu. Ova garancija se obično prepoznaje po tome što je u njoj sadržana klauzula „na prvi poziv".

3) Podela bankarskih garancija prema zavisnosti od osnovnog posla:

a. Samostaina garancija – lii garancija sa klauzulom „bez prigovora" je oblik garancije koji se danas masovno koristi u poslovima međunarodne trgovine. Pošto je samostalna garancija pravno odvojena od osnovnog ugovora, banka može prema korisniku garancije da ističe samo prigovore iz garancije, a ne iz osnovnog posla.

b. Akcesorna bankarska garancija – je takva garancija kod koje banka može prema njenom korisniku isticati sve prigovore koje može da ističe jemac prema glavnom dužniku.

Ova garancija se retko koristi u poslovima međunarodne trgovine.

4) Podela bankarske garancije prema broju banaka koje učestvuju u garancijskom poslu:

a. Supergarancija – poverilac će od dužnika zahtevati da mu ovaj pribavi i supergaranciju u slučaju kada on (poverilac – nema dovoljno poveranja u banku koja je izdala garanciju, pa zahteva izdavanje supergarancije od neke sigurnije i poznatije banke.

b. Kontragarancija je garancija koju daje banka dužnika banci poverioca, da bi ova druga na bazi te kontragarancije koja predstavlja garanciju ino banke odobrila garantni iznos korisniku (poveriocu).

Pored ova četiri osnovna kriterijuma u praksi je poznata još jedna podlea gafancija i to na pokrivene i nepokrivene. Kod pokrivenih garancija nalogodavac polaže pokriće iz kog banka isplaćuje garantni iznos korisnika garancije. S druge strane, kod nepokrivene garancije banka isplaćuje garantni iznos iz sopstvenih sredstava, a za račun nalogodavca.

c. I pored velikog broja garancija koje se javljaju u medunarodnim plaćanjima, može se konstatovati da sve one imaju jednu zajedničku karakterisitku, a to je da predstavljaju sredstvo obezbeđenja plaćanja samo jedne strane bilo da je to kupac ili prodavac.

10. PROBLEMI I RIZICI MEĐUNARODNOG PLATNOG PROMETA

1) DETERMINANTE FUNKCIONISANJA MEĐUNARODNIH PLAĆANJA

Opšta kriza u svetu danas, utiče na stvaranje negativnih posledica u funkcionisanju međunarodnih plaćanja. Međunarodni ekonomski odnosi po obimu razmene i po ukupnom kretanju fondova kapitala i dalje su vrlo impoznatni, ali su opterećeni slabostima koje su prisutne u pojedinim nacionalnim privredama. Uzroci ovih slabosti su sa jedne strane političke prirode kao što su zategnuti odnosi, nestabilnost, transformacije jednih društveno–političkih sistema ili integracija drugih i sl. mada se na njima nećemo zadržati jer izlaze iz okvira ove problematike. S druge strane, ispoljavanje ekonomskih problema u vezi materijalne proizvodnje, nezaposlenosti, prezaduženosti i inflacije kao i neki drugi problemi isto tako predstavljaju ograničenja, i otežavaju obavljanje medunarodnog prometa.

Kao što se vidi sistem međunarodnih plaćanja nije autonoman i izdvojen, odnosno izolovan od onoga što se dogada na širem ekonomskom i političkom planu, i reforma ovog sistema je problem koje se ne može rešiti bez promene postojećih odnosa u svetu. Sadašnji problemi koji postoje u svetu pokušavaju se rešiti merama ekonomske politike koje su kratkoročnog karaktera, i kojim se nezadovoljavajuća kretanja uspevaju popraviti ali samo do izvesnog stepena. Medutim, sadašnje stanje nije moguće prevazići bez ozbiljnijeg ulažanja u njegovu suštinu, koju čine duboko narušeni odnosi strukturne prirode.

Znači neki od faktora koji utiču na otežano funkcionisanje medunarodnog platnog prometa su:

1. posleratnom periodu došlo je do izgradnje prerađivačkih kapaciteta, koji su forsirani u odnosu na bazične kapacitete. Ovako jednostrana orijentacija, koja je bila posledica tržišne opredeljenosti i razvoja potrošačkog mentaliteta u industrijski razvijenim, pa i onim nerazvijenim zemljama, dovela je do velikog raskoraka između ove dve vrste kapaciteta. Ovaj problem je još zaoštren sa izbijanjem naftnih šokova 1973. i 1979. g.
2. Nezaposlenost je sledeći značajan svetski problem koji se manifestuje u disparitetu izmedu novootvorenih radnih mesta i ponude radne snage. Sa druge

strane, postoji problem neadekvatne kvalifikacione strukture radne snage, kao i sve izraženiji socijalni problem.

3. Pored nezaposlenosti savremenu svetsku privredu u velikoj opterećuje prezaduženost. Ovaj problem je aktuelniji za zemlje u razvoju i nerazvijene zemlje. Medutim, ovo pitanje značajno je kako za zemlje koje su dužnici, tako i za zemlje poverioce.
4. Ovim tendencijama treba dodati i jako naglašeno prisustvo inflacije, jer visoka inflacija znači nestabilnost na deviznim tržištima, a stalna nestabilnost na njima jedan je od uzroka daljeg pogoršavanja medunarodne saradnje a posebno međunarodne trgovine.
5. Jedan od osnovnih problema MPP je kako obezbediti odgovarajuću likvidnost za ostvarenje plaćanja. Likvidnost se na medunarodnom planu može definisati kao mogućnost zemalja da podmire uredno i o roku svoje novčane obaveze prema inostranstvu, odnosno to količina deviznih rezervi sa kojima zemlje raspolažu, i koje mogu brzo, efikasno, bez ograničenja upotrebiti za svoja medunarodna plaćanja. „Likvidnost je važna ekonomska kategorija i odrediti optimalno potrebnu količinu deviznih rezervi tj. stepen likvidnosti u medunarodnim plaćanjima, koji će osigurati napredak svetske ekonomije bez uticaja na povećanju inflacije, predstavlja veoma složen i odgovoran zadatak”.[643]

   Dug period vremena, zlato je jedino igralo funkciju deviznih rezervi. Posle sloma zlatnog standarda, i jedne od njegovih modifikacija, američki dolar zauzima položaj dominantnog komponenta monetarnih rezervi većine zemalja, kao najmoćnija i najstabilnija valuta. Medutim, zlato se i dalje zadržalo kao standardno obračunsko sredstvo u medunarodnim plaćanjima. Značaj i sigumost koju je dolar posedovao proizilazili su iz fiksnog odnosa dolara zajednu finu uncu zlata. Ovaj zlatno–dolarski standard trajao je sve do 70–ih godina, kada je odlukom Predsednika SAD–a obustavljena konvertibilnost dolara, da bi se već 1973. godine uveli varijabilni devizni kursevi. Ova dogadanja su označila kraj bretowoodskog sistema (čije su dve osnovne poluge bili konvertibilnost valuta i fiksni devizni kursevi) i ujedno reformu medunarodnog sistema koja je pored devalvacije obuhvatila i uvođenje specijalnih prava vučenja (SPV) kao dopunskog platežnog sredstva, kao i širenje granica oscilacija deviznog kursa sa (+)1 na +/– 2,35%. SPV nisu zakonsko sredstvo plaćanja nijedne zemlje, već jedna apstraktna, veštački uvedena kategorija. SPV su bila uvedena u cilju povećanja medunarodne likvidnosti i otklanjanja deficita medunarodnih plaćanja, čijim uvodenjem su se povećale medunarodne monetarne rezerve.

   U cilju poboljšanja likvidnosti u medunarodnim plaćanjima, tzv. „klub desetorice” je 1974, nakon pada zlatno–dolarskog brentonwoodskog sistema predložio davanje kredita, izmedu članica MMF, uz polaganje zlata kao pokrića (polaganje zlata Centralnim bankama kreditora od strane zemalja korisnika kredita). Ovo rešenje je kratko trajalo i bilo je prihvatljivo samo za najrazvijenije zemlje. S druge strane, negativna strana ovog rešenja je bila, što su na ovaj način podstaknute inflatome tendencije.
6. Konvertibilnost valuta je danas jedan od bitnih elemenata i faktora nesmetanog funkcionisanja medunarodnih plaćanja. Iako su, zemlje sa konvertibilnom valutom u porastu, s druge strane, javljaju se zemlje kod kojih je uvedena, ali kao nepotpuna, uz različita ograničenja što sve nepovoljno utiče na MPP.

[643] Dr S. Jović, op. cit., str. 147.

7. U poslednjih 20 godina, došlo je do ekspanzije međunarodne trgovine i intenzivnog kretanja novca i kapitala u svetskim okvirima. Kao kočnica ovakvom progresu javljaju se razna trgovinska ograničenja i carinske barijere, koje zemlje uvode da bi zaštitile nacionalnu privredu od inostrane konkurencije. Medutim, integracioni procesi teku, pored zastoja na kratak rok, nezaustavljivo na globalnom planu.

Svi do sada navedeni faktori koji su svaki na svoj način ometali funkcionisanje MPP mogli bi se svrstati u objektivne faktore. Pored ovih moguća je i pojava nekih neracionalnosti i slabosti subjektivnog karaktera, kao što su neažurnost odredenih službi ubanci, neekonmičnost i neefikasnost, neodgovornost, nečuvanje poslovnih tajni i sporost. Sa druge strane, u obavljanju ovih plaćanja moguće su neke kriminalne radnje kao što je recimo falsifikovanje dokumentacije. Za ovu vrstu finansijskog prekršaja odgovora. Rešavanjem ovakvih sporava je u nadležnosti Međunarodnog arbitražnog suda.[644]

2) RIZIK DEVIZNIH KURSEVA

Ukidanjem Bretton Woods sistema i uvodenjem fluktuirajućih kurseva, valutni rizik, do tada zanemarljiv, postaje dominantni rizik u oblasti međunarodne razmene. Postojeće sigurnost da će se za robu i usluge čije su vrednosti izražene u stranoj valuti dobiti planirani iznos domaće valute koji bi obezbedio pokriće troškova i predvidenu dobit, nestala je jer su fluktuirajući kursevi, od tada pa sve do danas, pokazali velike oscilacije.

Rizik deviznih kurseva (valutni rizik) možemo da definišemo kao rizik od promene u imovini, prihodima i konkurentsfcoj poziciji banke zbog oscilacija u visini kurseva. Njegovom uticaju nisu izloženi samo direktni učesnici u međunarodnoj razmeni već i svi subjekti jednog društva.

Naime, velike fluktuacije kurseva su danas vrlo česta pojava, koje mogu da imaju vrlo negativne ili pak pozitivne (što je ređe) posledice za učesnike međunarodnih plaćanja, tj. da ih dovedu do ogromnih gubitaka ili zarada. Kursni rizik je evidentan ne samo kod uzimanja i vraćanja kredita, nego i u svim ostalim stavkama aktive i pasive banaka, koje su vrednovane u stranim sredstvima plaćanja kao obaveze ili potraživanja. Treba istaći, da je on naročito izražen kod dugoročnih poslova, jer je kod njih veća neizvesnost i nepredvidivost.

(1) Vrste izloženosti valutnom riziku

Postoje tri vrste izloženosti valutnom riziku:

- ekonomska
- transakciona
- konverziona (bilansa)

Ekonomska izloženost se može definisati kao izloženost riziku koja rezultira iz realne promene kursa valuta u odnosu na valute konkurenata, koja ima suprotan efekat na konkurentske troškove i prema tome na prodaju, graničnu stopu dohotka i procenat učešća na tržištu.[645]

---

644 Ibidem, str. 147.
645 Ibidem, str. 148.

Karakteristike ekonomske izloženosti valutnom riziku su:

- da nastaje pre ekonomske transakcije i obično odreduje da li će do nje doći,
- da je vezana za realne a ne nominalne promene kurseva,
- da se generalno može reći da se ne pojavljuje u finansijskim izveštajima,
- da može da utiče na domaću prodaju u domaćoj valuti,
- da teži da ima različite vremenske raspone.

Transakciona izloženost se može definisati kao izloženost koja može da dovede do toga da se ne ostvari planirana zarada u finansijskim transakcijama u kojima prodajna cena i troškovi nisu u istoj valuti, zbog suprotnih promena u vrednosti kursa u odnosu na kurs korišćen kod utvrdivanja cene, tj. izmedu perioda utvrdivanja cena i naplate učinjene usluge.

Osobenost transakcionog rizika su:

- nepodudarnost izmedu valute u kojoj se izražava cena i valute u kojoj se izražavaju troškovi,
- dobici ili gubici su izazvani razlikama izmedu planiranih kurseva korišćenih prilikom određivanja cena i kurseva ostvarenih u trenutku naplate, kada se vrši konverzija iz valute prodaje u valutu troškova,
- odredivanje vremena konverzije valuta je veoma važno ako se žele povezati stavke u valuti koje će se konvertovati.

Bilansna izloženost, vezana je za uticaj promene kurseva na aktivu i pasivu bilansa stanja i prihode i rashode bilansa uspeha izmedu dva bilansna perioda.

Kada banke pripremaju svoje bilanse stanja moraju da stavke koje nisu u domaćoj valuti konvertuju u istu. Postavlja se pitanje po kom kursu treba pojedine stavke konvertovati iz valute u kojoj se dogodila poslovna promena, u valutu u kojoj se iskazuje bilans i ostali poslovni izveštaji. TJ svetu postoje različita mišljenaj po ovom pitanju.

(2) Merenje izloženosti na promenu deviznih kurseva

Procena osetljivosti različitih finansijskih pozicija na promene u deviznim kursevima je potrebna da bi se mogao izabrati racionalni metod pokrivanja od valutnih rizika.

Generalni koncept koji se koristi u operacionalnom merenju izloženosti promeni deviznih kurseva je elastičnost valutnih kurseva:

$$\text{Elasticnost} = \frac{\text{\% promene u „cash-flow“}}{\text{\% promene u kursu}}$$

Gde je „cash–flow” (ili ekvivalentno vrednost imovine) izražen u valuti matične kompanije a kurs predstavlja cenu strane valute izraženu u valuti matične kompanije. Kod utvrdivanja elastičnosti kursa treba znati da:

1. Elastičnost veća od jedan ili manja od minus jedan znači da je stavka veoma izložena i da će se njena vrednost promeniti za više od jedan – na – jedan osnovi sa promenom kursa.
2. Elastičnost od jedan ili minus jedan znači da se vrednost stavke menja po osnovi jedan – na – jedan sa promenama kursa.

3. Elastičnost jednaka nuli znači da je stavka savršeno pokrivena i da je njena vrednost neosetljiva na promene kursa.

Kada je elastičnost za konkretnu stavku procenjena, onda se njena izloženost može izračunati množenjem sa njenom neto vrednošću.

(3) Metodi i instrumenti neutralisanja i pokrivanja valutnih rizika

U praksi banka u razvijenim tržišnim ekonomijama prisutni su sledeći metodi i instrumenti neutralisanja i pokrivanja valutnih rizika:

- Strukturisanej plasmana u devizama u skladu sa deviznim izvorima,
- Prevremeno i zakasnelo izmirivanje obaveza i naplata u stranoj valuti,
- Paralelni krediti,
- Simulirajući krediti,
- Svop aranžmani,
- Tenninski ugovori,
- Valutne opcije,
- Složene valute.

Neki od instrumenata i operacija koji se primenjuju u cilju zaštite i obezbedenja od kursnog rizika objavićemo u nastavku.

Promptno (ili spot) kupljene (ili prodate) devize predstavljaju praktično sporazum između prodavca i kupca da se ugovorene kupoprodajne obaveze izvrše odmah, a najdalje u roku od dva radna dana od zaključenja posla. Kod spot kupoprodaje, i kupac i prodavac utvrduju, zajednički (ugovorno), iznose u obe valute (tj. i dolar i marka), promptni kurs, banka i valuta. Terminska kupoprodajna deviza, pak, implicira da se izmedu učesnika ugovoraju obe vrste deviza, kojima se trguje, momenat dospeća posla, odnosno ček na koji se dotični posao zaključuje, terminski kurs i poslovna banka. A to pak znači da poslovi čiji rok izvršenja nije spot, odnosno valuta dva radna dana od zaključenog posla, spadaju, po definiciji, u terminske kupoprodaje deviza. Pri tome, važno je napomenuti da postoje razlike izmedu terminskog kursa i promptnog kursa (koji se naziva tzv. kursni pip ili point u zavisnosti od toga da li se radi o vrednosti petog ili četvrtog decimalnog mesta jednog kursa), a rezultat je razlika u kamatnim stopama.

Terminske devizne transakcije, svop, opcije i fjučers ugovori jesu savremeni oblici osiguranja od deviznog rizika, nove bankarske transakcije na međunarodnom tržištu novca i diverzifikovani finansijski instrumenti. Terminske devizne transakcije podrazumevaju i kupovinu od strane neposrednih učesnika na internacionalnom tržištu novca, jedne valute drugom, s tim što će se isporuka biti na tačno utvrdeni datum –flksni termin i topo ceni, odnosno terminskom kursu koji se utvrduje na dan zaključenja ugovora.[646]

Svop (swop) poslovne operacije reprezentuje integritet promptne (spot) devizne kupoprodaje i terminalne devizne kupoprodaje. Svop posao jedne američke banke (npr.) ilustruje promptnu prodaju određene sume maraka za dolare i simultano terminsku kupovinu te iste sume maraka za dolare, odnosno promptnu kupovinu određene količine (svote) maraka za dolare i simultanu terminsku prodaju te iste svote maraka za dolare.

Valutne opcije, pak, daju pravo (bez obaveze) da se može kupiti, odnosno prodati odredena strana valuta po strogo ugovorenoj ceni na termin.koji je izvan konteksta spota,

[646] Ibidem, str. 148.

odnosno na budući datum. Pri tome, valutna opcija reprezentuje hartiju od vrednosti koja je predmet kupoprodaje na terminskom opcionom tržištu. „Predmet kupoprodajnog ugovora mogu biti dva osnovna tipa valutnih opcija, i to:

- coll opcija koja daje pravo njenom vlasniku, novom kupcu, da kupi odredeni iznos deviza po unapred dogovorenoj ceni, a prodavca, njenog bivšeg vlasnika, obavezuje da na prvi poziv njenog novog vlasnika, ispuni sve želje novog vlasnika opcije, npr. isporuči mu devize,
- put opcija koja daje pravo njenom vlasniku novom kupcu, da proda odredeni iznos deviza po unapred dogovorenoj opcionoj ceni, a prodavca, njenog bivšeg vlasnika, obavezuje da na prvi poziv njenog novog vlasnika ispuni sve njegove želje, npr. preuzme devize."[647]

Fjučers (futures) ugovori jesu finansijski instrumenti kojima se trguje na terminskim tržištima novca, ali bez fizičkog prenosa instrumenata pri sklapanju ugovora. Tržišnim operacijama se fjučers ugovorima sarno stvaraju prava i obaveze da se kupljeni odredeni instrument isporuči na dan koji je označen u ugovoru (bez obzira što se oba partnera izlažli riziku nesolventnosti).

[647] Ibidem, str. 149.

GLAVA SEDAMNAESTA

ZAKON O TRŽIŠTU HARTIJA OD VREDNOSTI I DRUGIH FINANSIJSKIH INSTRUMENATA[648]

Ovim zakonom utvrđuju se:

1. uslovi i postupak izdavanja hartija od vrednosti;
2. trgovina hartijama od vrednosti na orgonizovanom tržištu hartija od vrednosti (u daljem tekstu: organizovano tržište);
3. organizacija, struktura i način funkcionisanja organizovanog tržišta u Republici Srbiji (u daljem tekstu: Republika);
4. pojam i delatnosti organizatora tržišta;
5. osnivanje i delatnost učesnika na organizovanom tržištu;
6. organizacija i nadležnost Komisije za hartije od vrednosti (u daljem tekstu: Komisija);
7. organizacija i nadležnost Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti (u daljem tekstu: Centralni registar).

Sve odredbe ovog zakona koje se odnose na hartije od vrednosti primenjuju se i na druge finansijske instrumente, ukoliko ovim zakonom nije drukčije određeno.

1) OSNOVNI POJMOVI

Pojedini pojmovi, u smislu ovoga zakona, imaju sledeća značenja:

1. hartije od vrednosti su prenosivi elektronski dokumenti kojima se trguje na finansijskom tržištu iz kojih za zakonite imaoce proizlaze prava i obaveze u skladu sa ovim zalonom i odlukom izdavaoca o izdavanju hartija od vrednosti;
2. dragi finansijski instrumenti su svi ostali finansijski instrumenti koji predstavljaju ugovorni odnos između dve ili više strana, koji izražavaju ugovoreno pravo ili obavezu, odnosno pravo na naplatu, a po svojoj prirodi su u vezi sa finansijskim tržištem;
3. dužničke hartije od vrednosti su obveznice i druge hartije od vrednosti koje imaocu daju pravo na isplatu glavnice, kamate, kao i druga prava;
4. standardizovani finansijski derivati su finansijski instrumenti koji predstavljaju standardizovani ugovorni odnos dve ili više strana, kod koga realizacija standardizovane ugovorene obaveze zavisi od ispunjenja prethodno ugovorenih

[648] Službeni glasnik RS", broj 47 od 2 juna 2006. godine.

uslova; predmet ugovora mogu biti akcije, kamatne stope, strane valute, odredena vrsta robe, berzanski indeksi i dr;

5. inostrane hartije od vrednosti su hartije od vrednosti čije je izdavanje odobrilo nadležni organ za hartije od vrednosti u inostranstvu; inostranim hartijama od vrednosti smatraju se i hartije od vrednosti u inostranstvu; inostranim hartijama od vrednosti smatraju se i hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti koje izdaju domađa pravna lica u inostranstvu;
6. zakoniti imalac hartije od vrednosti je vlasnik hartije od vrednosti koja se svodi na računu hartija od vrednosti kod Centralnog registra;
7. privilegovana informacija je bilo koja informacija o tačno određenim činjenicama koje se odnose na jednog ili više izdavalaca, kupca odnosno prodavca hartija od vrednosti ili o činjenicama koje se odnose na jednu ili više hartija od vrednosti, koje nisu dostupne javnosti, a mogu uticati direktno ili indirektno na izdavaoca, trgovinu hartijama od vrednosti, odnosno na njihovu cenu na organizovanom tržištu;
8. izdavalac je lice koje upućuje javnu ponudu u postupku izdavanja hartija od vrednosti ili druge finansijske instrumentejeao i lice koje je izdalo hartije od vrednosti ili druge finansijske instrumente, odnosno pokrovitelj emisije koji je pravno lice i koji vrši otkup hartija od vrednosti od izdavaoca na osnovu ugovora o vršenju usluga organizovanja izdavanja hartija od vrednosti sa obavezom njihovog otkupa radi dalje prodaje;
9. investitor je lice koje kupuje hartije od vrednosti i druge finansijske instrumente, izuzev pokrovitelja emisije koji hartije od vrednosti kupuje od izdavaoca radi njihove dalje prodaje;
10. profesionalni investitor je pravno lice koje, zbog vrste svoje delatnosti, može da proceni značaj buduće investicije u hartije od vrednosti ili druge finansijske instrumente;
11. organizator tržišta je pravno lice koje ima dozvolu Komisije za rad i koje obavlja poslove organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i standardizovanim finansijskim derivatima, kao i druge poslove u skladu sa ovim zakonom;
12. brokersko–dilersko društvo je pravno lice koje ima dozvolu Komisije za obavljanje delatnosti brokersko–dilerskog društva u skladu sa ovim zakonom;
13. ovlašćena banka je banka koja ima dozvolu Komisije za obavljanje delatnosti brokersko–dilerskog društva u skladu sa ovim zakonom;
14. kastodi banka je banka koja ima dozvolu Komisije za obavljanje poslova vođenje računa hartija od vrednosti za račun klijenata i postupanja po nalogu klijenata i obavlja druge poslove u skladu sa ovim zakonom, kao i Narodna banka Srbije koja može da obavlja poslove kastodi banke bez dozvole Komisije– za hartije od vrednosti čiji su izdavaoci Republika Srbija i jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave;
15. Centralni registar je akcionarsko drušrvo koje obavlja poslove jedinstvene evidencije o zakonitim imaocima hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i o pravima iz tih hartija, odnosno instrumenata, zatim o pravima trećih lica na hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima i o tim licima, kao i poslove kliringa i saldiranja hartija od vrednosti i kliringa i saldiranja novčanih obaveza i potraživanja nastalih po osnovu poslova sa hartijama od vrednosti i obavlja druge poslove u skladu sa ovim zakonom;

16. kliring je utvrđivanje obaveza i potraživanja po osnovu hartija od vrednosti i novčanih sredstava između učesnika na organizovanom tržištu u vezi sa hartijama od vrednosti;
17. saldiranje je izvršenje obaveza između učesnika na organizovanom tržištu prenosom hartija od vrednosti i novčanih sredstava po osnovu poslova sa hartijama od vrednosti.

2) KOMISIJA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI

Komisija vrši nadzor nad primenom ovog zakona i obavlja druge poslove u skladu s tim zakonom kojim se uređuje investicioni fondovi, zakonom kojim se ureduje preuzimanje akcionarskih društava i drugim zakonom kojim se uređuje poslovanje sa hartijama od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu.

Ovaj zakon se primenjuje na skdeće finansijske instrumente:

1. hartije od vrednosti;
2. standardizovane finansijske derivate (u daljem tekstu: finansijski derivati)
3. druge finansijske instrumente kojima se trguje u skladu sa pravilima poslovanja organizatora tržišta, na koja saglasnost daje Komisija.

Ovaj zakon neprimenjuje se na:

1. polise osiguranja osiguravajućih društava;
2. hartije od vrednosti koje se izdaju povodom prometa robe i usluga, kao što su menica, ček, pismeni uput (asignacija), konosman, tovarni list, skladišnica i druge hartije od vrednosti čiji su izdavanje i promet uređeni posebnim zakonom;
3. druge isprave o dugu, novčanom depozitu ili štednji koje nemaju svojstva hartije od vrednosti u skladu sa ovim zakonom;
4. izvedene i druge finansijske instrumente koji nisu utvrđeni u skladu sa ovim zakonom;
5. udele u ortačkom, komanditnom i društvu sa ograničenom odgovornošću, investicione jedinice otvorenih investicionih fondova i dobrovoljih penzijskih fondova;
6. dužničke hartije od vrednosti čiji je izdavalac Republika i Narodna banka Srbije, osim kad je ovim ili drugim zakonom dnigčije određeno.

3) PRIMARNA I SEKUNDARNA PONUDA HARTIJA OD VREDNOSTI

Primarna ponuda hartija od vrednosti je prva ponuda za prodaju hartija od vrednosti koju vrši izdavalac tih hartija.

Svaka druga ponuda, odnosno trgovina hartijama od vrednosti je sekundarna ponuda hartija od vrednosti.

Primarna javna ponuda hartija od vrednosti je izdavanje hartija od vrednosti na osnovu javne ponude koju vrši izdavalac.

Sekundarna javna ponuda hartija od vrednosti je svaka druga javna ponuda, odnosno trgovina hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu koju vrši njen imalac.

Javna ponuda hartija od vrednosti je javni poziv upućen neodredenom broju nepoznatih lica da izvrše upis i uplatu hartija od vrednosti u postupku primarne javne ponude ili da kupe hartije od vrednosti u sekundarnoj javnoj ponudi.

Javno društvo, u smislu ovog zakona, je pravno lice koje je kao izdavalac hartija od vrednosti uspešno izvršilo najmanje jednu primarnu javnu ponudu tih hartija od vrednosti i koje je dobilo dozvolu Komisije za izdavanje, odnosno uključenje tih hartija na organizovano tržište.

Javno društvo ima obavezu finansijskog izveštavanja, izveštavanja o svom pravnom statusu i poslovanju, kao i o svim činjenicama koje mogu bitnije uticati na cenu hartija od vrednosti, i to na način propisan ovim zakonom.

4) ORGANIZOVANO TRŽIŠTE

Organizovano tržište je tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata koje je dostupno javnosti i na kome se po unapred propisanim pravilima trguje hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima, a koje organizuje organizator tržišta i nad kojim nadzor vrši Komisija.

Organizovano tržište obuhvata berzansko tržište i vanberzansko tržište.

Berzansko tržište na kome se obavlja trgovina hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima koji su primljeni na listing berze i kojima se trguje u skladu sa pravilima koje propisuje berza.

Vanberzansko tržište je tržište na kome se obavlja trgovina hartijama od vrednosti i dmgim finansijskim instrumentima kojima se trguje u skladu sa pravilima koje propisuje organizator vanberzanskog tržišta.

Hartijama od vrednosti može da se trguje na organizovanom tržištu samo ukoliko je izdavalac, u skladu sa odredbama ovog zakona, od Komisije dobio odobrenje za izdavanje hartija od vrednosti, odnosno za uključenje hartija od vrednosti na organizovano tržište.

Izuzetno bez odobrenja Komisije, na organizovanom tržištu se može trgovati hartijama od vrednosti koje izdaju Republika i Narodna banka Srbije.

5) PROFESIONALNI INVESTITORI

Profesionalni investitori, u smislu ovog zakona, jesu:

- banke sa sedištem u Republici;
- međunarodne finansijske institucije kao to su: Međunarodna banka za obnovu i razvoj, Medunarodno udruženje za razvoj, Međunarodna finansijska korporacija i Evropska banka za obnovu i razvoj;
- osiguravajuća društva sa sedištem u Republici;
- društva za upravljanje investicionih i dobrovoljnim penzijskim fondovima sa sedištem u Republici;
- brokersko–dilerska društva sa sedištem u Republici;

- banke, osiguravajuća društva, brokersko–dilerska društva, društva za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima i investicioni i penzijski fondovi sa sedištem u državama članicama Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (u daljem tekstu: OECD), državama članicama Evropske unije (u daljem tekstu: EU) i druga pravna lica sa sedištem u Republici ili u državama članicama OECD i EU, koja svoja novčasna sredstava ulažu u hartije od vrednosti radi ostvarenja dobiti na osnovu razlike u ceni ili radi zaštite finansijske imovine od tržišnih rizika, odnosno radi ostvarivanja prava iz hartija od vrednosti.

Kvalifikovano učešće, u smislu ovog zakona, postoji kada pravno ili fizičko lice ima direktno ili indirektno učešće, poseduje akcije s pravom glasa ili druga prava na osnovu kojih učestvuje u upravljanju ili ima učešće u kapitalu u drugom pravnom licu u iznosu od najmanje *5%*.

Povezana lica, u smislu ovog zakona, su pravna lica koja su međusobno povezana upravljanjem, kapitalom ili na drugi način, tako da poslovanje ili rezultati poslovanja jednog llica mogu bitno uticati na poslovanje, odnosno rezultate poslovanja drugog lica.

Povezanim licima, u smislu ovog zakona, smatraju se i lica koja su međusobno povezana:

- kao članovi porodice;
- tako da jedno lice, odnosno lica koja se smatraju povezanim licima, u skladu sa ovim članom, zajedno, posredno ili neposredno, učestvuju u drugom licu;
- tako da oba lica učešće ima isto lice, odnosno lica koja se smatraju povezanim licima u skladu sa ovim članom;
- na način propisan za povezana lica zakonom kojim se uređuje pravni položaj privrednih društava;
- kao članovi uprave ili nadzornog odbora i članovi porodice tih lica.

Članovi porodice, u smislu ovog zakona, jesu:

- supružnici, odnosno lica koja žive u vanbračnoj zajednici;
- krvni srodnici u pravoj liniji neograničeno;
- srodnici do trećeg stepena srodstva, u pobočnoj liniji, uključujući i srodstvo po tazbini;
- usvojilac i usvojenivi i potomei usvojenika;
- staralac i štićenici i potomei štićenika.

1. OSNOVNA OBELEŽJA HARTIJA OD VREDNOSTI

Hartije od vrednosti, u smislu ovog zakona, izdaju se, prenose i evidentiraju u obliku elektronskog zapisa u informacionam sistemu Centralnog registra.

Hartije od vrednosti naročito sadrže:

1. oznaku vrste hartije od vrednosti;
2. oznaku klase, odnosno serije hartije od vrednosti ako je izdavalac izdao više klasa, odnosno serija hartija od vrednosti iste vrste;
3. naziv, sedište i matični broj izdavaoca hartije od vrednosti;
4. naziv, sedište i matični broj pravnog lica, odnosno ime, prezime, adresu i jedinstveni matični broj fizičkog lica na čije ime glasi hartija od vrednosti;
5. nominalnu vrednost celokupne emisije hartija od vrednosti;
6. nominalnu vrednost hartija od vrednosti, odnosno knjigovodstvenu vrednost ako se akcije izdaju bez nominalne vrednosti;
7. opis, prava i obaveza koje hartija od vrednosti sadrži i način njihovog ostvarenja; S) datum izdavanja, odnosno upisa hartije od vrednosti u Centralni registar.

Posebne elemente pojedinih vrsta hartija od vrednosti i jednoobraznu identifikaciju hartija od vrednosti utvrđuje Centralni registar.

Hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti koji se izdaju u skladu sa ovim zakonom mogu izdavati u Republici:

1. pravna lica sa sedištem na teritoriji Republike (u daljem tekstu: domaća pravna lica);
2. Republika, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave, pravna lica korisnici budžetskih sredstava i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja, u skladu sa zakonom;
3. Narodna banka Srbije;
4. pravna lica sa sedištem na teritoriji država članica OECD i EU i na teritoriji susednih država sa čijim institucijama nadležnim za kontrolu tržišta hartija od vrednosti Komisija ima zaključen ugovor kojim se uređuje saradnja nadležnih organa za kontrolu tržišta (u daljem tekstu: hartije od vrednosti stranih pravnih lica), u skladu sa ovim zakonom.

1) VALUTA

Hartije od vrednosti koje domaća pravna lica izdaju i kojima trguju u Republici izražene su u dinarima.

Dužničke hartije od vrednosti koje izdaju lica i dužničke hartije od vrednosti koje izdaju strana pravna lica mogu biti izražene u stranoj valuti.

Za izdavanje hartija od vrednosti izraženih stranoj valuti izdavalaca je dužan da pribavi prethodnu saglasnost Narodne banke Srbije.

Na izdavanje hartija od vrednosti izraženih u stranoj valuti izdavaoca primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuje javni dug. Na izdavanje hartija od vrednosti izraženih u stranoj valuti izdavaoca primenjuku se odredbe zakona kojim se uređuje organizacija i nadležnost Narodne banke Srbije.

2. PRAVA I OGRANICENJE PRAVA IZ HARTIJA OD VREDNOSTI

Prava iz hartija od vrednosti i prava na hartija od vrednosti mogu sticati i njima raspolagati domaća i strana fizička i pravna lica, osim ako posebnim zakonom nije drukčije određeno.

Prava zakonitih imalaca hartija od vrednosti (u daljem tekstu: zakoniti imalac) iz tih hartija nastaju upisom hartija od vrednosti na njihov račun koji se vodi u Centralnom registru.

Izuzetno**,** kad kastodi banka vodi račune hartija od vrednosti kod Centralnog registra u svoje ime, a za račun zakonitih imalaca koji su klijenti te banke, odnosno u ime klijenata te banke koji nisu zakoniti imaoci, a za račun zakonitih imalaca–zakoniti imalac ovih hartija od vrednosti jeste lice za čiji račun kastodi banka vodi račune hartija od vrednosti.

Prenos prava iz hartija od vrednosti vrši se prenosom hartije od vrednosti na račun novog zakonitog imaoca u Centralnom registru.

Prava trećih lica na hartijama od vrednosti stiču se i prenose upisom tih prava i njihovih imalaca u Centralnom registru.

Pravima iz hartija od vrednosti se može neograničeno raspolagati u pravom prometu, osim ako ovim ili drugim zakonom nije drukčije određeno.

Izuzetno od stava 1. Ovog člana, raspolaganje pravima iz hartija od vrednosti može biti ograničeno:

1. ako zakoniti imalac u pismenoj formi izjavi da se odriče raspolaganja odredenim ili svim pravima koja proističu iz hartija od vrednosti, ali n u korist drugog lica, u skladu sa zakonom kojim se uređuje privredna društva;
2. ako nadležni sud donese odluku o zabrani raspolaganja određenim ili svim pravima iz hartija od vrednosti.

Ograničenja raspolaganja pravima iz hartija od vrednosti upisuje se na račun zakonitog imaoca tih hartija u Centralnom registru.

3. VRSTE HARTIJA OD VREDNOSTI I DRUGIH FINANSIJSKIH INSTRUMENATA

Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti sledeće hartije od vrednosti:

1. akcije – hartije od vrednosti koje glase na deo osnovnog kapitala akcionarskog društva;
2. dužničke hartije od vrednosti
3. varanti – hartije od vrednosti koje imaocu daju pravo na kupovinu, odnosne prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenta, odredenog dana, odnosno u određenom periodu, po unapred određenoj ili odredivoj ceni;
4. depozitne potvrde– hartije od vrednosti koje izdaju banke koje poseduju inostrane akcije ili obveznice deponovane kod banke u inostranstvu, a koje predstavljaju domaći ekvivalent inostranih akcija ili obveznica, odnosno sadrže istovetna prava i obaveze, kao i inostrane hartije od vrednosti na koje se odnose.

Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti i druge hartije od vrednosti, odnosno finansijski instrumenti koje se utvrđuje u skladu sa ovim zakonom i aktom Komisije.

Obaveze iz dužničkih hartija od vrednosti ne mogu dospevati pre isteka roka od 30 dana od dana njihovog izdavanja.

Izuzetno obaveze iz dužničkih hartija od vrednosti čiji je izdavalac Republika i Narodna banka Srbije mogu dospevati i pre isteka roka iz tog stava.

Dužničke hartije od vrednosti mogu biti kratkoročne ili dugoročne.

Obaveze iz kratkoročnih dužničkih hartija od vrednosti dospevaju u roku do 365 dana od dana njihovog izdavanja.

Dužničke hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti koji se mogu zameniti za akcije ne mogu biti osnov za sticanje akcija pre isteka roka od šest meseci od dana njihovog izdavanja.

Standardizovani finansijski derivati mogu biti predmet javne ponude ako su utvrđeni pravilima poslovanja organizatora tržišta na koje saglasnost daje Komisija.

Standardizovani finansijski derivati su fjučers ugovoti i opcijski ugovori. Fjučers ugovor može biti:

1. fjučers ugovor sa isporukom predmeta ugovora prenosivi standardizovani ugovor kojim se kupac obavezuje da plati unapred ugovorenu cenu na dan dospeća utvrđen ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora, odnosno kojim se prodavac obavezuje da na taj dan isporuči predmet ugovora;
2. fjučers ugovor bez isporuke predmeta ugovora prenosivi standardizovani ugovor kojim se ugovome strane obavezuju da na dan dospeća utvrđen ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora, isplate

razliku između ugovorene cene predmeta ugovora i cene predmeta ugovora na dan dospelosti.

Opcijski ugovor je prenosivi standardizovani ugovor kojim kupac stiče pravo da, uz obavezu plaćanja ugovorene premije na dan, odnosno dane dospeća utvrđene ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora– kupi ili proda predmet ugovora po ceni utvrđenoj ugovorom, a prodavac preuzima obavezu da tog dana proda ili kupi predmet ugovorne obaveze.

Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti i drugi finansijski instrumenti s predmetom ugovora čiji su vrsta, količina, kvalitet i draga svojsrva .standardizovani i od čije cene na tržištu zavisi vrednost finansijskog instrumenta, ako su utvrđeni odlukom organizatora tržišta.

Standardizovanim finansijskim instrumentima može se trgovati samo na organizovanom tržištu pod uslovima i na način koji su utvrđeni ovim zakonom i aktima organizatora tržišta.

4 IZDAVANJE HARTIJA OD VREDNOSTI JAVNOM PONUDOM

Hartije od vrednosti se izdaju javnom ponudom, uz objavljivanje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti i upućivanje javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Lice koje namerava da izda hartije od vrednosti dužno je da o tome pripremi prospekt za izdavanje hartija od vrednosti i da Komisija podnese:

1. zahtev za davanje odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti;
2. odluku izdavaoca o izdanju hartija od vrednosti i njihovo uključivanje na tačno određeno vanberzansko tržište;
3. primerak prospekta za izdavanje hartija od vrednosti;
4. primerak skraćenog prospekta za izdavanje hartija od vrednosti (u daljem tekstu: skraćeni prospekt)
5. javni poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti;
6. osnivačkt akt izdavaoca;
7. rešenje o upisu u registar privrednih subjekta;
8. finansijske izveštaje, koji se izrađuju u skladu sa zakonom koji se izrađuju u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija
9. izveštaj o reviziji finansijskih izveštaja, koji se izrađuje u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija;
10. potvrdu banke o stanju na računu izdavaoca u poslednjih 60 dana pre podnošenja zahteva;

11. saglasnost nadležnog organa, ako je ovim ili drugim zakonom određeno da je izdavanje hartija od vrednosti dozvoljeno samo uz prethodnu saglasnost tog organa.

Kada se izdavanje akcija vrši u postupku osnivanja otvorenog akcionarskog društva, osnivači tog društva dužni su da o tome pripreme prospekt za izdavanje hartija od vrednosti i da Komisiji podnesu dokumente.

Kada izdavanje hartija od vrednosti vrši pokrovitelj emisije na osnovu ugovora sa izdavaocem o otkupu emisije, za pripremu prospekta za izdavanje hartija od vrednosti odgovoran je izdavalac.

Javna ponuda hartija od vrednosti može se vršiti samo po prethodno pribavljenom rešenju oodobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti, koje donosi Komisija.

Ništavo je svako sticanje hartija od vrednosti izdavanjem na osnovu ponude putem oglasa, reklama, pisma, telefonskog poziva ili drugom radnjom kojom se kupovina hartija od vrednosti određenog društva čini dostupnom većem broju unapred neodređenih lica, a koja nije učinjena u skladu sa ovim zakonom.

Registar rešenja o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti vodi Komisija.

1) PROSPEKT ZA IZDANJE HARTIJA OD VREDNOSTI

Prospekt je pisani javni dokument koji sadrži podatke koji investitoru omogućavaju jasan i celovit uvid u stvarni (objektivni) pravni i finansijski položaj izdavaoca hartija od vrednosti, u njegove poslovne mogućnosti i u prava i obaveze koje proizlaze iz hartija od vrednosti na koje se prospekt odnosi, kao i druge podatke bitne za donošenje investicione odluke.

Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti sastoji se od:

1. uvodnog dela prospekta, koji sadrži osnovne podatke o izdavaocu, podatke o hartijama od vrednosti koje se nameravaju izdavati i podatke o nameni sredstava dobijenih izdavanjem tih hartija od vrednosti;
2. osnovnog prosperta, koji sadrži detaljne podatke o izdavaocu, poslovanju izdavaoca i podatke o hartijama od vrednosti koje su izdate, a nisu povučene, odnosno nije im istekao rok dospeća.

Skraćeni prospekt je izvod iz prospekta koji se javno obavljuje i koji sadrži podatke iz uvodnog dela prospekta.

Kada oceni da je to potrebno radi zaštite investitora, Komisija može od podnosioca zahteva tražiti da pojedine podatke u prospektu za izdavanje hartija od vrednosti na odgovarajući način posebno istakne.

Formu i sadržinu zahteva za odobrenje prospekta za izdavanje harija od vrednosti, odluke o izdavanju hartija od vrednosti, odluke o izdavanju hartija od vrednosti, prospekta za izdavanje hartija od vrednosti i skraćenog prospekta, propisuje Komisija.

5. PONUDA HARTIJA OD VREDNOSTI STRANOG PRAVNOG LICA I INOSTRANIH HARTIJA OD VREDNOSTI

Ponuda i promet hartija od vrednosti stranog pravnog lica na teritoriji Republike vrši se u skladu sa odredbama ovog zakona o izdavanju hartija od vrednosti javnom ponudom, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Ponudu i promet hartija od vrednosti može organizovati samo brokersko–dilersko društvo, odnosno ovlašćena banka ako ima:

1. dozvolu Komisije za obavljanje delatnosti organizovanja izdavanja hartija od vrednosti;
2. zaključen ugovor o organizovanju ponude i prometa hartija od vrednosti sa stranim pravnim licem izdavaoca hartija od vrednosti
3. prethodno dobijenu saglasnost Narodne banke Srbije za promet hartija od vrednosti stranog pravnog lica na teritoriji Republike.

Ponuđa i promet hartija od vrednosti javnom ponudom stranog pravnog lica može se vršiti ako to pravno lice ima odobrenje nadležnog organa za nadzor nad tržištem hartija od vrednosti na teritoriji države članice OECD i EU odnosno na teritoriji susednih država, u kojoj su hartije od vrednosti izdate, a sa kojima Komisija ima zaključen ugovor kojim se ureduje saradnja nadležnih organa za nadzor nad tržištem hartija od vrednosti.

Ponuda i promet hartija od vrednosti javnom ponudom stranog pravnog lica ne može se vršiti bez prethodno dobijenog rešenja o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti stranog pravnog lica, koje donosi Komisija.

Na prospekt na osnovu koga se vrši ponuda i promet hartija od vrednosti stranog pravnog lica shodno se primenjuje odredbe ovog zakona o prospektu za izdavanje hartija od vrednosti.

Uz zahtev za odobrenje prospekta za ponudu i promet hartija od vrednosti stranog pravnog lica, podnosi se:

1. ugovor o organizovanju ponude i prometa hartija od vrednosti zaključen između stranog pravnog lica izdavaoca hartija od vrednosti i brokersko–dilerskog društva, odnosno ovlašćene banke;
2. saglasnost Narodne banke Srbije za ponudu i promet hartija od vrednosti stranog pravnog lica;
3. original i overeniprevod ostale dokumentacije koja se podnosi uz zahtev za odobrenje prospekta za ponudu i promet hartija od vrednosti.

1) REGISTRACIJA PROSPEKTA INOSTRANIH HARTIJA OD VREDNOSTI

Javna ponuda inostranih hartija od vrednosti može se vršlti uz prethodnu registraciju prospekta za izdavanje tih hartija od vrednosti koji je odobrio inostrani organ.

Rešenje o registraciji prospekta donosi Komisija, koja vodi i registar tih rešenja.

2) DEPOZITNE POTVRDE

Javna ponuda inostranih hartija od vrednosti može se vršiti u obliku depozitnih potvrda ako je prospekt za izdavanje hartija od vrednosti na osnovu kojih se izdaju te potvrde odobrio inostrani organ.

Izdavalac depozitnih potvrda može biti samo banka, i to:

1. ako ima prethodnu saglasnost Narodne banke Srbije za izdavanje depozitnih potvrda;
2. ako je zaključila ugovor sa izdavaocem inostranih hartija od vrednosti.

6. POSTUPAK IZDAVANJA HARTIJA OD VREDNOSTI JAVNOM PONUDOM

Postupak izdavanja hartija od vrednosti otpočinje upućivanjem javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti i objavljivanjem skraćenog prospekta za izdavanje hartija od vrednosti u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike.

Javni poziv sadrži:

1. podatke o datumu otpočinjanja upisa i uplate i o roku za upis i uplatu hartija od vrednosti;
2. podatke o mestu na kome se mogu izvršiti upis i uplata, odnosno izvršiti uvid ili dobiti primerak prospekta za izdavanje hartija od vrednosti;
3. najvažnije podatke o izdavaocu i o hartijama od vrednosti koje će se izdavati.

Komisija bliže propisuje sadržaj javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti, način njegovog objavljivanja i sadržaj upisnice.

Izdavalac je dužan da javni poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti objavi u roku od 30 dana prijema rešenja o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti.

Skraćeni prospekt za izdavanje hartija od vrednosti objavljuje se u isto vreme kad i javni poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti, u istom dnevnom listu u formi jedinstvenog oglasa.

Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti i skraćeni prospekt stavljaju se na raspolaganje svim zainteresovanim licima– na mestima određenim za upis i iplatu tih hartija.

Izdavalac, brokersko– dilersko društvo i ovlašćena banka, koje je ovlastio izdavalac dužni su da svakom zainteresovanom licu, na njegov zahtev, uruče primerak prospekta za izdavanje hartija od vrednosti ili skraćenog prospekta.

Upis hartija od vrednosti vrši se u brokersko– dilerskom društvu ili banci– članovima Centralnog registra, na osnovu pismenog ugovora koji zaključuju to brokersko– dilersko društvo, odnosno ta banka i izdavalac.

Uplata hartija od vrednosti vrši se u banci– članu Centralnog registra, na osnovu pismenog ugovora koji zaključuju ta banka i izdavalac.

Kad izdavanja hartija od vrednosti vrši banka, uplata tih hartija od vrednosti se vrši u drugoj banci– članu Centralnog registra, na osnovu pismenog ugovora koji zaključuju ta druga banka i izdavalac.

Uplata hartija od vrednosti vrši se u novcu.

7. TRGOVINA HARTIJAMA OD VREDNOSTI NA ORGANIZOVANOM TRŽIŠTU

Sekundarna ponuda hartija od vrednosti, odnosno trgovina hartijama od vrednosti obavlja se na organizovanom tržištu, osim ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Na organizovanom tržištu mogu trgovati samo njegovi članovi brokersko– dilerska društva i ovlašćene banke, a druga lica – jedino posredstvom članova organizovanog tržišta.

Vlasničkim hartijama od vrednosti kojima se trguje na jednom organizovanom rržištu u Republici ne može se trgovati na drugom organizovanom tržištu u Republici.

Trgovina na organizovanom tržištu podrazumeva javnu ponudu hartija od vrednosti i povezivanje ponude i potražnje hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

Trgovina hartijama od vrednosti obavlja se isključivo na organizovanom tržištu u Republici koje obuhvataju berzansko i vanberzansko tržište, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Trgovina hartijama obavlja se isključivo u skladu sa odredbama ovog zakona, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Organizaciju i propisivanje uslova organizovanog tržišta, nadzor nad poslovanjem članova organizovanog tržišta, kao i prijem hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata na organizovano tržište vrši organizator tržišta.

8. IZVEŠTAVANJE JAVNIH DRUŠTVA

Javno društvo je dužno da o svom poslovanju izveštava javnost na način utvrđen ovim zakonom i aktima Komisije.

Obaveza izveštavanja prestaje kada, na osnovu zahteva javnog društva, Komisija donese rešenje o brisanju tog društva iz registra javnih društva, odnosno kada stupi na snagu odluka o povlačenju hartija od vrednosti sa organizovanog tržišta.

Obaveza izveštavanja za izdavaoca dužničkih hartija od vrednosti prestaje po isteku dvih obaveza koje proizlaze iz tih hartija od vrednosti.

Kada nastupe okolnosti koje bi mogle bitnije uticati na poslovanje hartija od vrednosti, a nije reč o opštepoznatim okolnostima, javno društvo je dužno da odmah izda javno saopštenje o takvim okolnostima (izveštaj o bitnim događajima) u jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike.

Primerak izveštaja javno društvo je dužno da istovremeno dostavi Komisiji i organizatoru tržišta na kome se trguje hartijama od vrednosti tog javnog društva.

Javno društvo nema obavezu da izda izveštaj ako postoje opravdani razlozi koji ukazuju da bi takvo javno saopštenje ozbiljno ugrozilo poslovanje javnog društva.

1) FINANSIJSKI I IZVEŠTAJI O REVIZIJI

Javno društvo je dužno da Komisiji, organizatoru tržišta i brokersko– dilerskom društvu sa kojim ima zaključen ugovor dostavi:

1. usvojen godišnji finansijski izveštaj koji se sastavlja u skladu sa zakonom kojim se ureduje računovodstvo i revizija– najkasnije do 31 marta **tekuće** godine za prethodnu poslovnu godinu;
2. usvojen izveštaj o izvršenoj reviziji godišnjeg finansijskog izveštaja koji se sastavlja u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija– osam dana od ižvršene revizije, a najkasnije do 15. Jula **tekuće** godine za prethodnu poslovnu godinu;
3. usvojen polugodišnji finansijski izveštaj– najkasnije do 31 avgusta **tekuće** godine za javna društva čijim se hartijama od vrednosti trguje na berzi.

Ako nadležni organ izdavaoca odbije da usvoji izveštaje, izdavalac je dužan da o tome obavesti Komisiju i organizovano tržište na kome se trguje hartijama od vrednosti javnog društva najkasnije narednog radnog dana od dana odbijanja izveštaja i da podnese overen prepis zapisnika sa sednice na kojoj je razmatran taj izveštaj, kao i da odluku o odbijanju javno objavi u jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike.

Javno društvo je dužno da, najkasnije u roku od tri dana od dana isteka roka za predaju izveštaja o obavljenoj reviziji godišnjeg finansijskog izveštaja, koji sadrži:

1. rezime godišnjih finansijskih izveštaja i izveštaj.
2. podatke o promenama pravnog i finansijskog položaja javnog društva;

3. obaveštenje o mestu na kome se **može** izvršiti uvid u kompletan finansijski izveštaj i izveštaj revizora;
4. izjavu o bitnim promenama podataka iz prospekta;
5. druge propisane podatke.

Akcionarsko društvo čijim se akcijama trguje na organizovanom tržištu dužno je da, najkasnije u roku od 30 dana od isteka roka za predaju izveštaja o obavlj'enoj reviziji gidišnjeg finansijskog izveštaja, objavi godišnji izveštaj o poslovanju na način iz člana 64. Stav 1. Ovog zakona.

Uprava akcionarskog društva čijim. se akcijama .trguje na organizovanom tržištu dužna je da sačini izjavu o šestomesečnom planu poslovanja tog društva i da je objavi**.**

9. PRIVILEGOVANE INFORMACIJE

Niko ne može da stiče, kupuje, prodaje ili na drugi način raspolaže hartijama od vrednosti korišćenjem privilegovanih informacija.

Zabrana korišćenja privilegovanih infonnacija odnosi se na sva lica koja znaju ili su morala znati da poseduju privilegovanu informaciju, a posebno na lica koja su u obavljanju svojih poslova, svoje profesije ili funkcije saznala za privilegovane informacije, kao što su :

1. zaposleni kod izdavaoca;
2. članovi uprave i nadzornog odbora izdavaoca;
3. revizor, portfolio menadžer, investicioni savetnik, broker, finansijski analitičar, računovođa, knjigovoda, advokat, aktuar, procenjivač, veštak ili sudija.

Zabrana korišćenja privilegovanih informacija odnosi se i na:

1. sva lica koja imaju učešće u kapitalu izdavaoca od najmanje 10%;
2. zavisno društvo izdavaoca;
3. sva lica koja su stekla privilegovanu informaciju a znaju, odnosno mogla su znati da su je stekla od lica navedenih u ovom članu.

10. ORGANIZATOR TRŽIŠTA

Organizator tržišta obavlja delatnost organizovanja berzanskog i vanberzanskog tržišta, u skladu sa ovim zakonom. Organizator tržišta može biti berza i organizator vanberzanskog tržišta. Organizator tržišta je pravno lice osnovano kao akcionarsko društvo, u skladu sa zakonom kojim se uređuje privredna društva. Delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzanskom, odnosno vanberzanskom tržištu ne može se obavljati bez prethodno dobijene dozvole Komisije za rad berze, odnosno dozvole za rad organizatora vanberzanskog tržišta. Komisija vodi registar izdatih dozvola za rad organizatora tržišta. Dozvoljeno je spajanje organizatora tržišta isključivo sa grugim organizatorom tržišta, uz prethodno dobijenu saglasnost Komisije. Komisija bliže uređuje postupak spajanja organizatora tržišta i dokumentaciju koja se podnosi.

1. BERZA

Berza je pravno lice organizovano kao akcionarsko društvokoje, u skladu sa ovim zakonom, obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzanskom tržištu, odnosno na berzanskom i vanberzanskom tržištu. Osnivač, odnosno akcionar može biti Republika Srbija, domaće i strano pravno i fizičko lice. Kada lice namerava da stekne kvalifikovano učešće, odnosno namerava da stekne akcije s pravom glasa tako da njegovo učešće u kapitalu berze dostigne, pređe ili padne ispod 5%, 10%,T5%, 20%, 33%, ili 50% od ukupnog broja glasova u skupštini berze, dužno je da predhodno obavesti Komisiju koja vrši procenu i daje predhodnu saglasnost. Sadržinu i način objavljivanja obaveštenja propisuje Komisija. Odredba ne odnosi se na Republiku i Narodnu banku Srbije. Komisija u periodu koji ne može trajati duže od 3 meseca od prijema obaveštenja odlučuje o podobnosti i pouzdanosti novih lica koja stiču kvalifikovano učešće i o t'ome donosi rešenje. Komisija će doneti pozitivno rešenje ukoliko se na osnovu dobijenih informacija može zaključiti da lica koja poseduju kvalifikovano učešće imaju dobru poslovnu reputaciju i da im je finansijski položaj takav da se može predpostaviti da neće imati negativan uticaj na poslovanje berze. Bliže uslove za određivanje kriterijuma podobnosti i pouzdanosti lica koja stiču kvalifikovano učešće utvrđuje Komisija. Berza, odnosno Centralni registar odmah obaveštava Komisiju o prelasku, odnosno spuštanju ispod 5%, 10%, 15%, 20%, 33% ili 50% od ukupnog broja glasova u skupštini berze. Ako banka i osiguravajuće društvo stiče kvalifikovano učešće u smislu ovog zakona , neophodna je predhodna saglasnost Narodne banke Srbije. Berza je dužna da najmanje jedanput godišnje dostavi Komisiji podatke o licima koja poseduju kvalifikovano učešće, kao i podatke o njihovom procentualnom učešću u kapitalu berze. Lice koje stekne kvalifikovano učešće, odnosno pređe pragove iz stava 3. Ovog člana suprotno odredbama ovog člana, odnosno bez saglasnosti Komisije, gubi pravo glasa po osnovu tako stečenih akcija. Na berzu se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Organizovanje trgovine hartijama od vrednosti obuhvata sledeće poslove:

1. organizovanje javne ponude hartija od vrednosti i povezivanje ponude i tražnje hartija od vrednosti;
2. objavljivanje informacije o ponudi, tražnji i tržišnoj ceni hartija od vrednosti i drugih podataka značajnih za trgovinu hartijama od vrednosti;
3. utvrđivanje i objavljivanje kursnih lista hartija od vrednosti;
4. objavljivanje drugih poslova u skladu sa ovim zakonom.

Berza ne može trgovati hartijama od vrednosti, niti davati savete koji se odnose na kupovinu i prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, kao ni savete o izboru brokersko–dilerskog društva ili ovlašćene banke, ne može obavljati poslove koji su ovim zakonom određeni kao delatnosti brokerskog–dilerskog društva, niti druge poslove.

Novčani deo osnovnog kapitala berze ne može biti manji od 1.000.000 evra u dinarskoj protivrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate.

2. DOZVOLA ZA RAD BERZE

Komisija izdaje dozvolu za rad berze na osnovu podnetog zahteva. Uz zahtev, prilaže se:

1. osnivački akt berze;
2. dokaz o poreklu osnivačkog kapitala;
3. dokaz o uplati osnovnog kapitala na privremeni račun kod banke;
4. dokaz o kadrovskoj i organizacionoj osposobljenosti i tehničkoj opremljenosti;
5. statut berze
6. pravila poslovanja berze;
7. pravilnik o listingu i kotaciji berze;
8. spisak osnivača, odnosno akcionara berze sa izvodom iz registra privrednih subjekata, odnosno overenim prevodom izvoda iz registra za strana pravna lica;
9. podaci o učešću lica u osnovnom kapitalu berze, koje se izražava u procentima;
10. tarifnik berze;
11. podaci o članovima uprave berze.

Komisija donosi rešenje o davanju dozvole za rad berze kad utvrdi:

1. valjanost zahteva;
2. da članovi uprrave berze ne ispunjavaju uslove iz ovog zakona;
3. da poreklo osnovnog kapitala nije jasno i nesumljinvo na osnovu priloženih dokaza odnosno da dostavljene podatke nije moguće proveriti;
4. da je struktura povezanih lica takva da onemogućava efikasno vršenje nadzora nad poslovanjem berze;
5. da lica koja poseduju kvalifikovano učešće ne ispunjavaju kriterijume podobnosti i pouzdanosti.

Komisija donosi rešenje o davanju dozvole za rad berze u roku od 60 dana od dana podnošenja urednog zahteva. Dozvola za rad berze daje se na neodređeno vreme.

Berza stiče svojstvo pravnog lica upisom u registar privrednih subjekata. Berza je dužna da u roku od 30 dana od dana prijema rešenja Komisije o davanju dozvole za rad i rešenja o davanju predhodne saglasnosti za izbor, odnosno imenovanje članova uprave berze, podnese prijavu za upis u registar privrednih subjekata, u skladu sa zakonom kojim se uređuje registracija privrednih subjekata. Izvod iz upisa u registar privrednih subjekata berza dostavlja Komisiji, u roku od sedam dana od dana prijema rešenja o upisu. Berza ne sme da otpočne da obavlja delatnost za koju je dobila dozvolu za rad pre upisa te delatnosti u registar privrednih subjekata.

Pravno lice koje nije dobilo dozvolu za rad berze u skladu sa ovim zakonom, kao ni preduzetnik, ne mogu u pravnom prometu koristiti naziv berza, niti reči u izvedenog značenja, ošim ako to nije propisano drugim zakonom.

Komisija donosi rešenje o davanju predhodne saglasnosti za izbor, odnosno imenovanje idrektora, odnosno predsednika i članova upravnog odbora berze (u daljem tekstu: član uprave).

Za člana uprave berze može biti izabrano lice za koje je data saglasnost a i koje nije;

1. pravosnažno osuđivano za krivačno dela protiv radnih odnosa, privrede, imovine, pravosuđa, pranja novca, javnopg reda i pravnog saobraćaja i službene dužnosti, a za koje je kao najmanja mera propisana kazna zatvora u trajanju od jedne godine, kao ni za kruivično delo utvrđeno ovim zakonom;
2. izvršilo težu povredu odredba ovog zakonaa o pravilima sigurnog i dobrog poslovanja, o zabrani korišćenja i saopštavanja privilegovanih informacija, odnosno o zabrani manipulacije, pravila o upravljanju rizikom ili na drugi način teže ugrozilo interese učesnika na organizovanom tržištu.

Član uprave berze ne može biti lice koje je član uprave:

1. drugog organizatora tržišta ili je njegov zaposleni;
2. brokersko–dilerskog društva ili ovlašćene banke;
3. banke sa kojima ima zaključen ugovor;
4. povezanih lica u odnosnu na lica.

Član uprave berze mora imati odgovarajuću poslovnu reputaciju i najmanje tri godine radnog iskustva stečenog u obavljanju poslova u vezi sa hartijama od vrednosti u zemlji ili inostranstvu na poslovima;:

1. u brokersko–dilerskom društvu;
2. na berzi hartija od vrednosti, odnosno finansijskih derivata;
3. u banci;
4. u drušštvu za upravljanje investicionim ili dobrovoljnim penzijskim fondovima;
5. u osiguravajućem fondovima;
6. u Narodnoj banci Srbije, organu državne uprave, organizaciji ili pravnom licu koje poslove u vezi sa hartijama od vrednostima obavlja za račun države kao poverene poslove;
7. u Komisiji;
8. U Centralnom registru;

9. naučnog radnika iz oblasti hartija od vrednosti, pravilno prava, računovodstva i revizije;
10. u privrednom društvu ili drugom pravnom licu na finansijskim poslovima.

Komisija će berz dati dozvolu za rad ako berza:

11. ima najmanje tri lica koja su zaposlena na neodređeno vreme, koja imaju dozvolu za obavljanje poslova brokera, a koja im ranije nije oduzimana i ispinjavaju uslove

3. ZAPOSLENI NA BERZI

Zaposleni na berzi ne mogu biti članovi uprave, niti zaposleni kod brokersko–dilerskih društava, banaka ili izdavaoca hartija od vrednosti čijim se hartijama od vrednosti truje na berzi.

Zabrana traje i po prestanku radnog odnosa – najviše šest meseci od dana prestanka radnog odnosa, ako je to predviđeno ugovorom op radu.

4. OPŠTI AKTI BERZE

Opšti akti berze su statut, pravila poslovanja, pravilnik o tarifi, pravilnik o listingu i kotaciji i drugi opšti akti.

Pravilima poslovanja berze uređuju se naročito:

1. vrste poslova, uslovi i način njihovog obavljanja;
2. uslovi i način obavljanja poslova članova berze;
3. vrste” **i** uslovi trgovine hartijama od vrednsoti i drugiom finansijskim instrumentima;
4. opšti uslovi i način prijema hartija od vrednosti sa listinga;
5. uslovi i način izdavanja, poblačenja i brisanja finansijskih derivata;
6. način utvrđivanja i objavljivanja kamatnih stopa, odnosno cena hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata kojima se trguje na berzi;
7. naćin obavljanja obračunskih transakcija za izvršenje poslova zaključenih na berzi;
8. međusobna prava i obaveze berze i članova berze;
9. nedozvoljene radnje, odnosno manipulacije na tržištu;
10. nadzor i mere u nadzoru;
11. druga pitanja osd značaja za rad berze.

Pravilnik o listingu i kotaciji uređuju se posebni uslovi i postupak finansijskih instrumenata, kao i brisanja sa listinga, odnosno isključenje, zatim bliža pravila o postupku i učesnicima u trgovanju hartijama od vrednsoti na berzi, kao i druga pitanja značajna za listing i kotaciju.

Berza ima komisiju za listing i kotaciju hartija od vrednosti. Članovi komisije imenuje upravni odbor berze.

Berza je dužna da od komisije pribavi predhodnu saglasnost na izmenuu:

1. osnivačkiki akt;
2. statuta;

3. pravila poslovanja;
4. pravilnika o listingu;
5. pravilnika o taroifi.

Poslove trgovine hartijama od vrednsoti na berzi obavljaju članovi berze.

Izuzetno od stava 1. ovog člana, hartijam aod vrednosti na berzi mogu trgovati Republika i Narodna banka Srbije.

Clanovi berze su brokersko–dilerska društva i ovlšćene banke.

Statutom berze propisuju se uslovi za sticanje svojstva člana berze, opšta pitanja nadzora koji berza sprovodi nad poslovanjem člana berze, kao i uslovi za isključenje člana i prestanak članstva.

Prijem u članstvo berze vrši se na osnovu podnetog zahteva i dokumentacije propisane aktima berze.

Berza će prliniti u članmstvo brokersko–dilersko društvo, odnosno ovlaćenu banku, ako ispunjavaju uslove za sticanje svojstva člana berze utvrđene statutom berze.

Berza ne sme povrediti princip ravnopravnosti članova berze. Clan berze je dužan naročito da:

1. se pridržava svih akata berze;
2. savesno obavlja poslove na berzi;
3. ne zloupotrebljava informacije jkoje nisu dostupne učesnicima na berzi;
4. pismeno obaveštava berzu o svakoj promeni ovlašćenja, prava, obaveza i odgovornosti u opravnom prometu, a naročito o promenama koje se odnose na uslove na osnovu kojih je stekao članstvo na berzi;
5. plača članarinu, proviziju od zaključenih poslova trgovine hartijama od vrednosti na berzi i druge naknade utvrđene pravilnikom o tarifi.

5. INFORMACIONI SISTEM BERZE

Berza organizuje informacioni sistem kojim se obezbeđuje:

1) da svi učesnici u trgovini sa hartijam od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima mogu istovremeno, ravnopravno i pod jednakim uslovima davati i prihvatati naloge za kupovinu i prodaju hartija od vrednosti i drugim instrumentima na berzi imaju u istom trenutku jednak pristup informacijama o hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima kojima se obavlja trgovina.

6. BERZANSKO TRŽIŠTE

Na berzanskom tržištu može se trgovati samo hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima koji su primljeni na listing berze.

Uslovi za listing i kotaciju hartija od vrednosti i drugih instrumenata na berzi propisuje berza, pravilnik o listingu i kotaciji tih hartija na koji Komisija daje saglasnost.

Hartije od vrednosti i druge finasijske instrumente berza ulključuje na berzansko tržište na zahtev izdavoca i ako su ispunjeni uslovi za prijem na listing berze utvrđeni pravilnikom o listing u i kotaciji.

Berza javno objavljuje na svojoj internet stranici i u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike listu izdavalaca i vrstu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenat za kpje je donela ređšenje o prijemu na listing berze, u roku od dva dana od dana donošenja rešenja.

Izuzetno dužničkkkim hartijama od vrednosti koje izdaju Republika i Narodna banka Srbije, može se trgovati na berzanskom tržištu bez posebnih uslova koje utvrđuje berza za druge izdavaoce hartija od vrednosti.

Inostrane hartije od vrednosti, odnosno hartije od vrednosti koje izdaju strana pravna lica, mogu se primiti na listing i kotirati na berzi pod usloivma utvrđenim ovim zakonom i aktima berze.

Trgovina hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instruumentima na berzi može početi posle objavljivanja o prijemu na listing hartija od vrednosti.

Berza utvrđuje kursnu listu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata kojima se trguje na berzi.

Kursna lista je izveštaj berze koji mora sdržati podatke o hartijama od vrednosti i drugim i finasijskim instrumentima kojima se trgovalo tog dana, količinma, cenama i promenama cena.

Kursna lista dostavlja se svakoga dana Komisiji.

Berza je dužna da svakodnevno u najmanje dva dnevna lista jkoji se distribuirajuna celoj mteritoriji Republike i u prostorijama berze – objavljuju kursnu listu hartiju od vredmnosti i druhgih finansijskih instrumenata kojima se trgovalo na berzi.

6. ORGANIZATOR VANBERZANSKOG TRŽIŠTA

Oragnizator vanberzanskog tržišta je pravno lice organizovalo kao akcionarsko društvo koje, u skladu sa ovim zakonom , obavlja delatnost organizovanja trgovine hartija od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na vanberzanskom tržištu.

Osnivač, odnosno akcionar organizatora vanberzanskog tržišta može biti Republika, domaće i strano, pravno i fizičko lice.

Na organizatora vanberzanskog tržišta primenju se odredbe zakona kojim se uređuje privredna društva, ako ovim zakonom nije drugčije određeno.

Novčani deo osnovnog kapitala organizatvora vanberzanskog tržišta ne može biti manji od 750.000 evra u dinarskoj protivrednsoti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate.

Na vanberzansko tržište se uključuju hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti, odnosno na zahtev izdavaoca za prelazak sa jednog na drugo organizovano tržište.

Organizatior vanberzanskog tržišta propisuje način prijema hartija od vrednosti i drugih finasijskih instrumenata koji ispunjavaju uslove.

Berza, odnosno organizator vanberzanskog tržišta je dužan da Komisiji dostvlja:

1. podatke o trgovini hartijama od vrednosti i drugim finasijskim instrumentima – svakodnevno, na kraju radnog dana;
2. podatke o prijemu u članstvo, odbijanje prijema i prestanka članstva – roku od tri dana od dana prijema, odbijanje ili prestanka članstva;

3. podatke o prijemu na listing, odbijanju prijema i isključenju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata sa listinga – roku o tri dana od dana prijema, odbijanja ili isključenja;
4. godišnje finansijske izveštaje, sa izveštaje o izvršenoj reviziji finansijskih ieštaja, i izveštaj o poslovanju – do 15. Jula tekuće godine za predhodnu godinu;
5. mesečne izveštaje o poslovanju – do 25. U mesecu za predhodni mesec;
6. podatke o svakoj promeni u vezi sa ispunjenjem usklova propisanih za obavljanje delatnosti za koje je dobijena dozvola za rad – u roku od osam dana od dana nastanka promene;
7. mesečne izveštaje o izvršenom nadzoru – do 15. U mesecu za predhodni mesec;
8. druge podatke i informacije – po zahtevu Komisije.

7. TRGOVINA STANDARDIZOVANIM FINASIJSKIM DERIVATIMA

Trgovina standizovanim finasijskim derivatima vrši se na organizovanom tržištu, a nestandardizovanim finasisjkim derivatima van organizovanog tržišta.

Organizator tržišta propisuje uslove za uvođenje standardizovanih finasijskih dewrivata u trgovinuu na organizovanom tržištu, uslove za obavljanje trgovine tim derivatima, odnosno kliringa i saldiranje,po predhodno pribavljanoj saglasnosti Komisije.

Komisija zabranjuje uvodenje standardizovanog finasijskog derivata u trgovinu, odnosno zabranjuje dalju trgovinu standardizovanim finansijkim derivatom čija je trgovina započeta na organizovanom tržištu ako je potrebno radi zaštite investitora.

Standardizovanim finasijskim derivatima može se trgovati van organizovanog tržišta kada se ponuda za kupovinu, odnosno prodaju vrši bez javnog oglašavanja ako se, s obzirom na vrstu standardizovanog Fmasisjkog derivata, njime može trgovati i van organizovanog tržišta i ako:

1. kupovinu, odnosno i prodaju standardizovanih finansijskih derivata vrši Narodna banka Srbije;
2. su ugovorne strane profesionalni investitori.

Na trgovinu standardizovanim finansijskimderivatima, zabranu zloupotrebe poverljivih informacija i izmirenje obaveza iz poslova zaključenih u trgovini tim instrumentima, shodno se primenjuju odredbe ovog zakona o trgovini hartijama od vrednosti i izmerenju obaveza iz poslova zaključenih u trgoivini hartijama od vrednosti.

11. OVLAŠĆENI UČESNICI NA ORGANIZOVANOM TRŽIŠTU

1. BROKERSKO – DILERSKO DRUŠTVO

Brokersko–dilerska društvo je pravno lice organizovano kao akcionarsko društvo koje delatnosti obava na organizovanom tržištu u skladu s aovim zakonom.

Na brokersko–dilersko društvo primnjuju se odredbe zakona kojim se uređuje privredna društva, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Deklatnost brokersko–dilerskog društva ne mogu se obavljati bez dozvole za obavljanje tih delatnosti na organizovanom tržištu, koju daje Komisija.

Brokersko–dilersko društvo može osnovati pravno i fizičko lice.

Brokersko–dilersko društvo može obavljati sledeće delatnosti:

1. posredovanje u kupovini i prodaji hartija od vrednsoti i drugih finansijskih instrumenata i kupovina i prodaju tih instrumenata u svoje ime, a za račun nalogodavca, odnosno u ime za račun nalogodavca (brokerski poslovi);
2. kupovina i prodaja hartija od vrednosti i drugih fmasisjkih instrumenata u svoje ime i za svoj račun, radi ostavrivanja razlike u ceni (dilerski poslovi);
3. obavezna kupovina i prodaja hartija od vrednosti i drugih fmasijskih instrumenata u svoje ime i za svoj račun po ceni koju unapred objavljuje brokersko–dilersko društvo (poslovni market–mejkera);
4. upravljanje hartijama od vrednosti i drugim finasijskim instrumentima u ime i za račun nalogodavca (poslovi portfolio menadžera);
5. organizovanje izdavanje hartija od vrednosti i drugih finasijskih instrumenata bez obaveze otkupa neprodatih hartija od vrednosti, odnosno organizovanje uključivanja hartija od vrednosti na organizovano tržište (poslovi agenta emisije);
6. organizovanje izdavanja hartija od vrednosti i drugih finasijksih instrumenata sa obavezom njihovog otkupa od iuzdavaoca neprodatih hartija od vrednosti (poslovi pokrovitelja emisije);
7. pružanje savetodavnih usluga u vezi s poslovanjem hartija od vrednsoti i drugih finasijskih instrumenta (poslovi investicionog savetnika),.

Poslove invsticionog savetnika brokersko–dilersko društvo ne može obavljati kao jednu delatnost.

Novčani deo osnovnog kapitala brokersko–dilersko društvo ne može biti manji od:

1. 50.000 evra u dinarskoj protiwrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate za obavljanje delatnosti
2. 100.000 evra u dinarskoj protivrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate za obavljanje delatnosti zakona.

Osnovni kapital uplaćuje se u celosti pre upisa brokersko–dilersko društva u registar privrednih subjekata.

Brokersko–dilersko društvo koje ispunjava uslov u pogledu novčanog dela osnovnog kapitala za obavljanje delatnosti za koju je propisan niži iznos.

Brokersko–dilersko društvo dužno je da trajno održava minimalni iznos osnovnog kapitala za obavljanje delatnosti.

Brokersko–dilersko društvo može obavljati delatnost ako ispunjava uslove kadrovske i organizacione osposobljenosti i tehničke opremljenoti u skladu sa ovim zakonom i aktom Komisije.

Pod kadrovskom osposljenošeu brokersko–dilerskog društva podrazumeva se da to društvo ima najmanje jedno lice zaposleno na neodređeno vreme sa dozvolom za obavljanje poslova brokera.

GLAVA OSAMNAESTA

ZAKON O INVESTICIONIM FONDOVIMA

Ovim zakonom uređuje se:

1. organizovanje i upravljanje otvorenim investicionim fondovima (u daljem tekstu: otvoreni fond);
2. osnivanje i upravljanje zatvorenim investicionim fondovima (u daljem tekstu: zatvoreni fond);
3. osnivanje i upravljanje privatnim investicionim fondovima (u daljem tekstu: privatni fond);
4. osnivanje, delatnosti i poslovanje društva za upravljanje investicionim fondovima (u daljem tekstu: privatni fond).
5. poslovi i dužnosti kastodi banke, u smislu ovog zakona;
6. nadležnost Komisije xa hartije od vrednosti (u daljem tekstu: Komisija);
7. druga pitanja od značaja za oblast investicionih fondova.

1. ZNAČENJE POJEDINIH POJMOVA

Pojedini pojmovi, u smislu ovog zakona, imaju sledeća značenja:

1. *društvo za upravljanje investicionim fondovima* – privredno društvo koje organizuje, osniva i upravlja investicionim fondovima, u skladu sa zakonom;
2. *Investicioni fond*–institucija kolektivnog investiranja u okviru koje se prikupljaju i ulažu novčana sredstvs u različite vrste imovine sa ciljem ostvarenja prihoda i smanjenja rizika ulaganja;
3. *kastodi banka–banka* koja vodi račun investicionog fonda i obavlja druge kastodi usluge za račun investicionog fonda, a u pogledu sredstava investicionog fonda postupa samo po nalozima društva za upravljanje koji su u skladu sa zakonom i prospektom investicionog fonda;
4. *član, odnosno akcionar investicionog fonda–fizicko* ili pravno lice na čije ime su registrovane investicione jedinice, odnosno akcije investicionog fonda;
5. *investiciona jedinica* – srazmerni obračunski udeo u ukupnoj neto imovini investicionog fonda;

6. *kvalifikovano učešće* – poseduje lice koje je posrednoilineposredno imalac akcija, odnosno drugih prava na osnovu kojih stiče više od 10% učešća u kapitalu ili glasačkih prava drugog lica;
7. *prospekt* – osnovni dokument investicionog fonda koji potencijalnim investitorima pruža potpune i jasne informacije za donošenje odluke o ulaganju;
8. *povezana lica* – pravna lica koja su medusobno povezana upravljanjem, kapitalom ili na drugi način, radi postizanja zajedničkih poslovnih ciljeva, tako da poslovanje ili rezultati poslovanja jednog lica mogu bitno uticati na poslovanje, odnosno rezultate poslovanja drugog lica. Povezanim licima, u smislu ovog zakona,smatraju se i lica koja su medusobno povezana:
   - kao članovi porodice,
   - tako da jedno lice, odnosno lica koja se smatraju povezanim licima, u skladu sa ovim članom, zajedno, posredno ili neposredno učestvuju u drugom licu,
   - tako da u oba lica učešće ima isto lice, odnosno lica koja se smatraju povezanim licima u skladu sa ovim članom,
   - na način propisan za povezana lica zakonom kojim se uređuje pravni položaj privrednih društava,
   - kao članovi uprave ili nadzornog odbora i članovi porodice tih lica;
9. članovi porodice u smislu ovog zakona jesu:
   - supružnici, odnosno lica koja žive vanbračnoj zajednici,
   - potomei i preci u pravnoj liniji neograničeno,
   - srodnici do trećeg stepena srodstva, u pobočnoj liniji, uključujući i srodstvo po tazbini,
   - usvojilac i usvojenici i potomei usvojenika,
   - staralac i štićenici i potomei štićenika

2. DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE

Društvo za upravljanje osniva se isključivo kao zatvoreno akcionarsko društvo. Na društva za upravljanje primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, osim ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Društvo za upravljanje:

1. organizuje i upravlja otvorenim fondom;
2. osniva i upravlja zatvorenim fondom;
3. upravlja privatnim fondom.

Društvo za upravljanje upravlja investicionim fondom donošenjem investicionih odluka i vršenjem administrativnih i marketiških poslova i aktivnosti. Drustvo za upravljanje može poveriti obavljanje administrativnih i marketiških poslova i aktivnosti

drugim licima, pri čemu se odgovornost društva za upravljanje ne isključuje. Društvo za upravljanje može da organizuje, osniva i upravlja sa više investicionih fondova. Društvo za upravljanje je dužno da se u svom poslovanju pridržava odredaba zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti, pravila sigurnog i dobrog poslovanja, korišćenja i saopštavanja privilegovanih informacija. Pravo glasa na osnovu akcija koje čine imovinu investicionog fonda ostvaruje društvo za upravljanje koje upravlja investicionim fondom.

Društvo za upravljanje ne može, neposredno ili preko povezanih lica, imati učešće u kapitalu i upravljanju drugim pravnim hcima i ne može sticati investicione jedinice, odnosno akcije investicionog fonda kojim upravlja.

Novčani deo osnovnog kapitala društva za upravljanje iznosi 200.000 (dvesta hiljada) evra u dinarskoj protivrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate. Novčani deo osnovnog kapitala uplaćuje se na privremeni račun kod banke u celosti pre upisa društva za upravljanje u registar privrednih subjekata. Društvo za upravljanje je dužno da u svom poslovanju obezbedi da novčani deo osnovnog kapitala društva uvek bude u visini koja nije manja od dinarske protivrednosti 200.000 (dvestahiljada) evra. U toku poslovanja društva za upravljanje novčani deo osnovnog kapitala se može držati i u hartijama od vrednosti sa rokom dospeća do jedne godine čiji je izdavalac Republika Srbija (u daljem tekstu: Republika) ili Narodna banka Srbije.

Društvo za upravljanje je dužno da angažuje najmanje po jednog portfolio menađera za svaki investicioni fond kojim upravlja i jednog ovlaščenogintemog revizora, zaposlene na neodređeno vreme. Portfolio menađer može upravljati samo jednim investicionim fondom. Društvo za upravljanje je dužno da ispuni minimalne uslove organizacione i tehničke osposobljenosti, koje propisuje komisija.Na izdavanje i oduzumanje dozvole za obavljanje poslova portfolio menađera shodmo se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti.

Lice koje namerava da osnuje društvo za upravljanje dužno je da podnese Komisiji zahtev za izdavanje dozvole za rad društva za upravljanje (u daljem tekstu: dozvola za rad).

Domaća i strana fizička i pravna lica mogu osnovati društvo za upravljanje. Jedno domaće i strano fizičko i pravno lice i sa njim povezana lica ne može imati kvalifikovano učešće u više od jednog društva za upravljanje.

Domaće pravno lice sa većinskim državnim, odnosno društverrim kapitalom ili drugo sa njim povezano lice ne može biti osnivač društva a upravljanje.

Izuzetno banke i društva za osiguranje sa većinskim državnim, odnosno društvenim kapitalom mogu biti osnivači društva za upravljanje.

Lica koja prilikom osnivanja ili u toku poslovanja društva za upravljanje, stiču kvalifikovano učešće moraju ispunjavati uslove. Komisija donosi rešenje o izdavanju dozvole za rad i vodi Registar društava za upravljanje. Uz zahtev za izdavanje dozvole za rad podnosi se:

1. osnivački akt društva za upravljanje;
2. dokaz o uplati osnovnog kapitala na privremeni račun kod banke;
3. dokaz o poreklu osnivačkog kapitala;
4. pravila poslovanja društva za upravljanje;
5. organizacioni dijagram društva za upravljanje

6. spisak akcionara po prezimenu, imenu i adresi, odnosno izvod iz registra privrednih subjekata za pravna lica – akcionare društva za upravljanje, odnosno overeni prevod izvoda iz registra za strana pravna lica;
7. dokaz o organizacionoj i tehničkoj osposobljenosti;
8. spisak lica koja će bbavljati poslove portfolio menađera i ovlašćenog internog revizora, sa dokazima o stručnim kvalifikacijama, kao i spisak predloženih članova uprave.

Kada su osnivači društvza upravljanje banke, društva za osiguranje, druge finansijske institucije, odnosno lica kontrolisana od njih, pored dokumentacije, podnosilac zahteva dužan je da Komisiji dostavi i izveštaj o bonitetu izdat od strane domaćeg, odnosno stranog organa nadležnog za kontrolu poslovanja banaka, društava za osiguranje i drugih finansijskih institucija.

Za direktora i člana uprave društva za upravljanje može biti izabrano lice koje nije pravosnažno osuđivano za krivična dela protiv radnih odnosa, privrede, imovine, pravosuđa, javnog reda i pravnog saobraćaja, službene dužnosti, mita i korupcije, kao i za krivična dela i privredne presupe utvrćene zakonima kojima se uređuje tržište hartija od vrednosti, privatizacija, delatnost osiguranja, banaka i drugihfinansijskih organizacija. Direktor i član uprave društva za upravljanje ne može biti lice koje je:

1. član uprave ili zaposleni drugug društva za upravljanje;
2. član uprave ili zaposleni kastodi banke sa kojom je društvo za upravljanje zaključilo ugovor;
3. funkcioner, postavljeno, odnosno imenovano lice ili državni službenik;
4. povezano lice sa licima

Direktor i članovi uprave društva za upravljanje moraju imati visoku školsku spremu, s tim da direktor i najmanje jedna polovina članova uprave moraju imati najmanje tri godina radnog iakustva stečenog u obavljanju poslova u vezi sa hartijama od vrednosti u zemlji ili inostranstvu na ooslovima:

1. u brokersko–dilerskom društvu;
2. na berzi hartija od vrednosti, odnosno finansijskih derivata;
3. u banci;
4. u društvu za upravljanje investicionim ili dobrovolinim penzijskim fondovima;
5. u društvu za osiguranje;
6. u centralnoj banci ili drugom državnom organu ili organizaciji;
7. u pravnom licu koje poslove u vezi sa hartijama od vrednosti obavlja za račun države kao poverene poslove.

3. INVESTICIONI FONDOVI

Otvoreni fond ima naziv. Zatvoreni i privatni fond imaju poslovno ime. Naziv i poslovno ie ne mogu biti u suprotnosti sa odabranim investicionim ciljem investicionog fonda.

Naziv otvorenog fonda sadrži oznaku "otvoreni investicioni fond" ili skraćenicu "o.i.f." Ili "oif *. Poslovno ime zatvorenog fonda sadrži oznaku "zatvoreni investicioni fond" ili skraćenicu "z.i.f." Ili "zif". Poslovno ime privatnog fonda sadrži oznaku "privatni investicioni fond" ili skraćenicu "p.i.f." Hi "pif".

Domaća i strana pravna i fizička lica mogu ulagati u investicione fonove, u skladu sa odredbama ovog zakona.

Društvo za upravljanje koje namerava da organizuje otvoreni, odnosno osnuje zatvoreni fond, dužno je da podnese Komisiji zahtev za izdavanje dozvole za organizovanje otvorenog, odnosno osnivanje zatvorenog fonda.

Komisija donosi rešenje po zahtevu u roku od 30 dana od dana podnošenja zahteva. Uz zahtev za izdavanje dozvole podnosi se:

1. nacrt prospekta i skraćenog prospekta investicionog fonda;
2. nacrt osnivačkog akta zatvorenog fonda;
3. nacrt ugovora sa kastodi bankom;
4. spisak lica koja će obavljati poslove portfolio menađera investicionog fonda fonda koji se organizuje, odnosno osniva;
5. nacrt ugovora o upravljanju zatvorenim fondom.

Komisija može zahtevati drugu dokumentaciju i obaveštenja od značala za rad investicionog fonda. Ako Komisija utvrdi da je zahtev nepotpun ili nepravilan, ostavlja naknadni rok za dopunu ili otklanjanje nepravilnosti koji ne može biti duži od osam dana. Kada Komisija odlučuje o zahtevu za izdavanje dozvole za rad društva za upravljanje, istovremeno odlučuje i o zahtevu iz stava 1. Ovog člana, ukoliko su podneti istovremeno. Dozvola za investicioni fond ne može se izdati bez pozitivno rešenog zahteva za izdavanje dozvole za rad društva za upravljanje. Prilikom izdavanja dozvole za organizovanje otvorenog fonda i dozvole za osnivanje zatvorenog fonda Komisija daje saglasnost na sadržaj prospekta i skraćenog prospekta. Investicioni fond se može osnovati na određeno ili neodrećeno vreme.

Komisija izdaje dozvolu kada uzimajući u obzir predložene investicione ciljeve, veličinu i druge bitne karakteristike investicionog fonda, proceni;

1. da visina osnovnog kapitala društva za upravljanje omogućava održivo upravljanje investicionim fondom;
2. da portfolio menađeri koji će upravljati investicionim fondom poseduju dozvolu izdatu u skladu sa zakonom kojim se urećuje tržište hartija od vrednosti;
3. da će na adekvatan način biti zaštićeni interesi članova, odnosno akcionara investicionog fonda.

Investicioni fond smatra se organizovanim odnosno osnovanim danom upisa u Registar investicionih fondova. Komisija izdaje izvod o upisu u Registar investicionih fondova kada se ispune sledeći uslovi:

1. Komisija izda dozvolu za organizovanje otvorenog, odnosno dozvolu za osnivanje zatvorenog fonda;
2. društvo za upravljanje zaključi ugovor sa kastodi bankom;
3. društvo za upravljanje podnese dokaz o sakupljenim sredsvima u minimalnom iznosu na računu kod kastodi banke;
4. organ, odnosno organizacija nadležna za voćenje privrednih registara izda izvod iz registra za zatvoreni fond.

U skladu sa odabranim investicionim ciljem investicioni fondovi mogu biti:

1. fond rasta vrednosti imovine;
2. fond prihoda:
3. balansirani fond;
4. fond očuvanja vrednosti imovine.

Investliona politika investicionog fonda sadrži:

1. način sprovođenja investicionog cilja iz stava ovog člana;
2. najveći i najmanji deo sredstava investicionog fonda koji se može ulagati u pojedine hartije od vrednosti i nekretnine;
3. najveći deo sredstava koji se raože držati na novčanom računu investicionog fonda;
4. način izmene investicione politike.

Imovina investicionog fonda može se ulagati u:

1. dužničke hartije od vrednosti koje izdaje Narodna banka Srbije, u skladu sa zakonom kojim se uređuje organizacija i nadležnost Narodne banke Srbije;
2. dužničke hartije od vrednosti koje izdaju Republika, jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave u Republici i druga pravna lica uz garanciju Republike, u skladu sa zakonom kojim se uređuje javni dug:
3. hartije od vrednosti koje izdaju medunarodne finansijske institucije;
4. dužničke hartije od vrednosti koje izdaju države članice EU, OECD–a, odnosno susedne države, kojima se trguje na organizovanim tržištima u tim zemljama;
5. hipotekarne obveznice koje se izdaju na teritoriji Republike;
6. hartije od vrednosti koje izdaju pravna kica sa sedištem u republici, kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici;
7. hartije od vrednosti koje izdaju strana pravna lica, kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici;
8. hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u državama članicama EU, OECD–a, odnosno susednim državama, kojima se trguje na organizovanim tržištima u tim zemljama;
9. depozitne potvrde koje izdaju ovlašćene banke sa sedištem u Republici ili u državama članicama EU, odnosno OECD–a na osnovu deponovanih hartija od vrednosti;
10. novčane depozite u bankama sa sedištem u Republici osnovanim u skladu sa zakonom kojim se uređuje poslovanje banaka i drugih finansijskih organizacija;

11. novčane depozite u bankama u državama članicama EU, odnosno OECD– a;
12. finansijske derivate kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici;
13. finansijske derivate kojima se trguje na organizovanom tržištu u državama članicama EU, odnosno OECD–a;
14. akcije zatvorenih fondova sa sedištem u republici;
15. akcije investicionih fondova sa sedištem u državama članicama EU, odnosno OECD–a, ukoliko se njihovim akcijama trguje na organizovanom tržištu;
16. akcije akcionarskih društava registrovanih u Republici kojima se ne trguje na organizovanom tržištu;
17. udele ortačkih, komanditnih i društava sa ograničenom odgovornošću registrovanih u Republici;
18. nepokretnosti koje se nalaze na teritoriji Republike.

Komisija može propisati dodatne kriterijume za ulaganje imovine investicionog fonda u hartije od vrednosti u inostranstvu. Ulaganje u finansijske derivate dozvoljeno je isključivo radi smanjenja investicionog rizika i samo ukoliko uivesticioni fond ima dovoljno imovine da namiri obaveze koje iz finansijskog derivata mogu proisteći. Osnov ugovora o finansijskom derivatu mogu biti:

1. hartije od vrednostija**;**
2. berzanski indeksi formirani od hartija od vrednosti na berzi sa sedištem u Republici ili u državama članicama EU, odnosno OECD–a;
3. strane valute i valutni kursevi;
4. kamantne stope

Ograničenje ulaganja imovine investicionog fonda

Na ulaganje imovine, primenjuju se sledeća ograničenja:

1. do 10% imovine investicionog fonda može se ulagati u hartije od vrednosti, odnosno finansijske derivate jednog izdavaoca ili ukupno u hartije od vrednosti, odnosno finansijske derivate dva ili više izdavalaca koji su povezana lica;
2. do 20% imovine investicionog fonda može se ulagatiu novčane depozite u jednoj banci ili ukupno u novčane depozite u dve ili više banaka koje su povezana lica;
3. imovina investicionog fonda ne može se ulagati u pokretne stvari.

U jednu vrstu hartija od vrednosti koje izdaje Republika, Narodna bankaSrbije, odnosno drugo pravno lice uz garanciju Republike, može se ulagati do 35% imovine investicionog fonda. Narodna banka Srbije propisuje uslove pod kojima i način na koji se može ulugati imovina investicionih fondova u inostranstvu.

Imovina investicionog fonda ne može se ulagati u hartije od vrednosti i druge finansijske instrumente koje izdaje:

1. društvo za upravljanje;
2. banka koja obavlja katodi usluge za investicioni fond;
3. brokersko dilersko društvo, odnosno ovlašćena banka koja za društvo za upravljanje obavlja poslove osredovanja u trgovanju hartijama od vrednosti;
4. akcionar društva za upravljanje;
5. povezano lice sa licima.

Imovina investicionog fonda mora se ulagati u skladu sa ograničenjima ulaganja predviđenim ovim zakonom i prospektom investicionog fonda. U slučaju odstupanja od

ograničenja ulaganja iz ovog zakona i prospekta investicionof fonda, a usled nastupanja okolnosti koje društvo za upravljanje nije moglo predvideti, odnosno na koje nije moglo uticati, društvo za upravljanje je dužno da odma obavesti Komisiju i da u roku od tri meseca od dana odstupanja, uskladi strukturu imovine investicionog fonda sa ograničenjima ulaganja.

Imovina investicionog fonda se drži odvojeno od imovine društva za upravljanje i imovine kastodi banke. Imovina investicionog fonda ne može biti predmet zaloge, ne može se uključiti u likvidacionu ili stečajnu masu društva za upravljanje niti kastodi banke niti može biti predmet prinudne naplate u cilju namirivanja potraživanja prema društvu za upravljanje, investicionom fondu i kastodi banci. Društvo za upravljanje i sa njim povezana lica ne mogu zaključivati ugovore sa investicionim fondom kojim upravlja to društvo, osim ugovora o upravljanju.

Vrednost imovine investicionog fonda čini zbir vrednosti hartija od vrednosti iz portfolija fonda, nekretnina u vlasništvu fonda, depozita novčanih sredstava fonda kod banaka i druge imovine. Vrednost imovine investicionog fonda se obračunava prema tržišnoj vrednosti. Neto vrednost imovine investicionog fonda obragunava društvo za upravljanje i dostavlja ga kastodi banci kod koje se vodi račun investicionog fonda. Kastodi banka vrši kontrolu i potvrđivanje obračunate neto vrednosti imovine investicionog fonda. Način i učestalost obračunavanja tržišne vrednosti. za pojedine kategorije imovine i obračunavanja neto vrednosti imovine invest;icionog fonda propisuje Komisija, u skladu sa međunarodno priznatim stanđardima.

Društvo za upravljanje je dužno da objavljuje prinos investicionog fonda dva puta godišnje, zaključno na dan 30. Iuna, odnosno 31. Decembra tekuće godine. Prinos se izračunava za poslednjih 12 meseci do dana objavljivanja, odnosno kumulativno za period od pet godina i od početka poslovanja. Izuzetno od ulaganja tokom cele prve godine poslovanja se ne objavljuje. Prinos se objavljuje u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na internet stranici društva za upravljanje ili investicionog fonda. Komisija propisuje način izračunavanja prinosa investicionog fonda, uključujući načela zaokruživanja vrednosti

1. OGLAŠAVANJE INVESTICIONOG FONDA

Investicioni fond ima prospekt i skraćeni prospekt.

Skraćeni prospekt se isključivo koristi radi oglašavanja investicionog fonda i mora odgovarati sadržini prospekata.

Prospekt mora sadržati sve informacije na osnovu kojih potencijalni invesitori mogu steći jasnu pretstavu o investicionom fondu i doneti najpovoljniju odluku o ulaganju.

Prilikom pristupanja investicionom fondu, lice koje pristupa podpisuje izjavu kojom potvrdjuje da u potpunosti razume prospektJeao i vrste i način naplaćivanja naknada.

Prospekt investicionog fonda sadrži:

1. podatke o investicionom fondu;
2. podatke o društvu za upravljanje;
3. posjovno ime i sedište kastodi banke;

4. podatke o naknadama i troskovima koji padaju na teret investicionog fonda;
5. datum izdavanja prospekta.

Podaci o investicionom fondu su:

1. naziv investicionog fonda;
2. vrsta investicionog fonda;
3. datum organizovanja,odnosno osnivanja investicionog fonda i rok na koji se organizuje,odnosno osniva,ukoliko se organizuje,odnosno osniva na odredjeno vreme;
4. vreme i mesto gde se može izvršiti uvid u finansijske izveštaje investicionog fonda;
5. poreski tretman investicionog fonda,odnosno članova i akcionara investicionog fonda –poreske stope i osnovice i naćin njihovog obraćunavanja;
6. opis odabranog investicionog cilja,investiciona politika i glavni rizici u vezi sa njom,odnosno kategorija zatvorenog fonda;
7. kriterijumi za obrazovanje i diversifikaciju portofolija hartija od vrednosti;
8. trenutna struktura imovine investicionog fonda,i to:
   - procentualno učešće hartija od vrednosti prema vrsti hartija od vrednosti,nazivu i sedištu izdavaoca i nazivu i sedištu organizovanig tržišta na kome se trguje tim hartijama, kada takve hartije od vrednosti ćine više od 1 %ukopne vrednosti imovine investicionog fonda,
   - procentualno učešće novčanih depozita prema nazivu i sedištu banke kod koje su deponovana novčana srectva, kada depoziti u toj banci čine više od 1 % ukupne vrednosti imovine investicionog fonda,
   - procentualno učešće nepokretnosti prema vrsti i mestu gde se nepokretnost nalazi;
9. neto prinos investicionog fonda;
10. podaci o visini naknada i troškova;
    - naknade za upravljanje društvu za upravljanje za prethodnu godinu, izraženu kao procenat vrednosti imovine investicionog fonda,
    - iznos troškova kupovine i prodaje hartija od vrednosti, troškova kastodi banke i eksterne revizije na teret imovine investicionog fonda za prethodnu godinu, izraženu kao procenat vrednosti imovine investicionog fonda,
    - pokazatelj ukupnih troškova koji se izračunava tako što se ukupan iznos naknade za upravljanje i troškova na teret imovine investicionog fonda podeli sa vrednošeu imovine investicionog fonda;
11. vreme i mesto gde se investicione jedinice mogu kupovati i otkupljivati i način obračuna cene prilikom otkupa prilikom otkupa, odnosno broj i način upisa akcija zatvorenog fonda;
12. vreme i način raspodele prihoda, odnosno dobiti, ukoliko se raspodeljuju;
13. vreme i mesto gde se objavljuju o vrednosti investicionih jedinica i način obračuna, odnosno neto vrednost imovine po akciji zatvorenog fonda i njena tržišna cena;
14. način obaveštavanja članova, odnosno akcionara investicionog fonda o promename investicione politike;

15. način obaveštavanja članova investicionog fonda o promenama pravilnika o tarifi;
16. osnovi za raspuštanje investicionog fonda i pojedinosti o raspuštanju, naročito u vezi sa pravima članova, odnosno akcionara investicionog fonda.

Podaci o društvu za upravljanje su:

1. poslovno ime, sedište i registracioni broj društva za upravljanje;
2. ime i ovlašćenja direktora i članova uprave društva za upravljanje;
3. imena i adrese akcionara koji poseduju kvalifikovano učešee;
4. visina osnovnog kapitala društva za upravljanje;
5. spisak i vrsta svih investicionih fondova, ukoliko društvo za upravljanje upravlja sa više investicionih fondova;
6. poslovno ime i sedište preduzećaeviziju koje vrši eksternu reviziju finansijskih izveštaja društva za upravljanje i investicionog fonda;
7. vreme i mesto gde se može izvršiti uvid u opšte akta i finansijske izveštaje društva za upravljanje. Bližu sadržinu i standarizovani format prospekta i skraćenog prospekta, kao teksta kojim se investitori upozoravaju o glavnim rizicima ulaganja propisuje Komisija.

2. MARKETING

Radi pozivanja na pristupanje investicionom fondu, isključivo društvo za upravljanje može javno oglašavati investicioni fond kojim upravlja, putem objavljivanja oglasa, javnih poziva i reUamnih materijala ili na drugi način. Tekst oglasa, odnosno poziva ne sme sadržati netačne informacije, odnosno informacije koje mogu stvoriti pogrešnu predstavu o uslovima ulaganja i poslovanju investicionog fonda. Oglašavanje upoređivanjem je dozvoljeno samo ukoliko je konkretno, objektivno, istinito i potpuno. Pri upoređivanju sa ostalim investicionim fondovima, društvo za upravljanje mora da pruži jasnu sliku o investicionom fondu koji oglašava i ostalim investicionim fondovima.

1. Posrednici

Društvo za upravljanje može neposredno ili preko posreclnika pružati prodajne usluge. Prodajnim uslugama smatra se pružanje informacija o modalitetima i načinu ulaganja u investicioni fond, podela prospekta i posredovanje pri kupovini, odnosno prodaji investicionih jedinica. Posrednici mogu biti banke i brokersko–dilerska drustva. Za postupke i štetu koju rilikom pružanja prodajnih usluga pričine posrednici, pored njih odgovara i društvo za upravljanje.

Otvoreni fond fukcioniše na principu prikupljanja novčanih sredstava putem izdavanja investicionih jedinica **i** otkupa investicionih jedinica na zahtev člana fonda. Otvoreni fond nema svojstvo pravnog lica. Minimalno novčana sradstva za otpočinjanje poslovanja otvorenog fonda ne mogu biti manja od 200.000 (dvestahiljada) evra u dinarskoj protivrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate **i** moraju se uplatiti na račun kod kastodi banke u roku od tri meseca od dana upućivanja javnog poziva za kupovinu investicionih jedinica. U slučaju da se ne prikupe novčana sredstva u iznosu **i** u roku iz stava 3. ovog člana, kastodi banka je dužna da u roku od osam dana izvrši povraćaj prikupljenjih sredstava. Imovina otvorenog fonda je u svojini članova fonda.

Imovina otvorenog fonda može se ulagati isključivo u imovinu. Otvoreni fond ne može sticati više od 20% vlasničkog učešća, odnosno akcija sa pravom glasa jednog izdavaoca. Imovinom otvorenog fonda ne mogu se zazimati otvorene pozicije.

Društvo za upravljanje donosi pravilnik o tarifi za svaki otvoreni fond posebno **i** naplaćuje naknade u skladu sa njim. Društvo za upravljanje može naplaćivati naknadu za kupovinu **i** naknadu za otkup investicionih jedinica od članova otvorenog fonda. Naknada za otkup investicionih jedinica iznosi najviše 1% vrednosti investicionih jedinica koje se otkupljuju. Iz imovine otvorenog fonda mogu se naplaćivati:

1. naknada društvu za upravljanje za upravljanje imovinom fonda;
2. troškovi kupovine i prodaje hartije od vrednosti;
3. troškovi kastodi banke;
4. troškovi eksterne revizije

Naknada obračunava se dnevno, a naplaćuje mesečno.Ostale troškove snosi društvo za upravljanje. Komisija može detaljnije urediti vrste naknada, njihove maksimalne iznose, izveštavanje o naknadama, kao **i** postupke sprečavanje manipulacije naknadama, troškovima **i** tržišnim cenama.

Utvđivanje neto vrednosti imovine otvorenog fonda po investicionoj jedinici se vrši svakog radnog dana i objavljuje u najmanje jednom dnevnpm liSfu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i internet stranici dfuštva za upravljanje ili otvorenOg fonda. Sticalae mvesticione jedinice ima sledeća prava:

1. pravo na srazmerni deo prihoda;
2. pravo rta otkup;
3. pravo na sražmerni deo trgovine otvoreribg fonda u slučaju raspustanja;
4. druga prava u skladu sa ovim zakonom,

Investicione jedinice otvorenog fonda daju ista ‘prava članovima fonda.

Investicione jedinice se ne mogu slobodno prenositi, osim po osnovti rtašleđivanja i ugovora o poklonu. Društvo za upravljanje vodi registar investićiorlih jedinica i evidentira svaku kupovinu i otkup investicionih jedinida.

Sticanje investicionih jedinica može se vršiti isključivo kupovinom u novcu. Cena investicione jedirlice sastoji sa od neto vrednosti imovine otvorenog fbnda *‘pa* investicionoj jedinici na dan uplate, uvećarie za naknadu za kupovinli ukoliko je društvo za upravljanje u skladusa pravilnikom o tarifi. Prilikom sticanja invcsticionih jedinica član otvorenog fonda ne može steći više od 10% neto vre’dnosti i’rribvine otvorenog fonda.

Otvoreni fond je dužan da’ otkupi investicione jedinice ri’a načiri pfedviden prospektom, a najkasnije u roku od pet dana od’dana podnošenja zahteva ža OtkUp investicionih jedinica najkašnije u roku od pet dana od dana pbdriošenja zahteva člaria fonda za otkup investicionih jedinica.

Otkupna cena investićione jedinice sastoji se od rieto vfednbšti imbvine otvorenog fonda po investicionoj jedinici na dan podnošenj’a žahteva, umanjene za naknadu za otkup ukoliko je društvo za upravljanje naplaćuje u skladu sa pravilnikom o tarifi.

Društvo za upravljanje može, u svoje ime a za račun otvorenog fonda, uzeti kredit čiji je iznos do 10% vrednosti imovine fonda sa rokom otplate do 90 dana, isključivo radi održavanja potrebnog nivoa likvidnosti fonda.

Uzimanje kredita iz inostranstva za račun investicionog fonda vrši se u skladu sa zakonom kojim se uređuju kreditni poslovi sa ino stranstvom.

Društvo za upravljanje ugovorom u pisanoj formi može preneti pravo upravljanja otvorenim fondom na drugo društvo za upravljanje, uz prethodnu saglasnost Komisije.

Društvo za upravljanje kome je preneto pravo upravljanja preuzima sva prava i obaveze koje ima društvo za upravljanje koje vrši prenos.

Dva meseca pre prenosa prava iz stava 1. ovog člana društvo za upravljanje obaveštava članove fonda.

Spajanje otvorenih fondova se može vršiti spajanjem uz pripajanje i spajanjem uz organizovanje.

Spajanjem uz pripajanje jedan otvoreni fond prestaje da postoji bez raspuštanja prenoseći drugom otvorenom fondu celu svoju imovinu i obaveze u zamenu za izdavanje investicionih jedinica članovima otvorenog fonda prestalog spajanjem od strane otvorenog fonda kojem se pripaja.

Spajanjem uz organizovanje dva ili više otvorenih fondova prestaju da postoje bez raspuštanja prenoseći celu svoju imovinu i obaveze na novi otvoreni fond u zamenu za izdavanje investicionih jedinica članovima prestalih otvorenih fondova od strane novog otvorenog fonda.

Komisija daje saglasnost za spajanje otvorenih fondova.

Otvoreni fond ostvaruje prihode od kamata, dividendi i ostvarenih kapitalnih dobitaka.

Društvo za upravljanje mora naznačiti u prospektu otvorenog fonda način raspodele prihoda. Raspodela prihoda može se vršiti samo u gotovom novcu.

3. ZATVORENI INVESTICIONI FOND

Zatvoreni fond je pravno lice organizovano kao otvoreno akcionarsko društvo.

Zatvoreni fond prikuplja novčana sredstva prodajom akcija putem javne ponude.

Društvo za upravljanje Osniva i upravlja zatvorenim fondom.

Društvo za upravljanje ima pravo na podmirenje troškova osnivanja iz imovine zatvore'nOg fonda do iznosa 2% vrednosti osnovnog kapitala pri osnivanju zatvorenog fonda.

Na zatvorene fondove primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti i odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Utvrđivanje neto vrednosti imovine zatvorenog fonda po akciji vrši se najmanje jedanput mesečno i objavljuje u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na internet stranici društva za upravljanje ili zatvorenog fonda.

Ograničenje *ulnšnja* imovine zatt'arenog invesSLionug funda

Imovina zatvorenog fonda može se ulagati u imovinu propisanu.

Zatvoreni fond ne može sticati **više** od 20% vlasničkog učešća, odnosno akcija sa pravom glasa jednog izdavaoca, odnosno dva ili **više** izdavaoca koji su povezana lica.

Ulaganja u nepokretnosti mogu **biti** ulaganj u zemljište, zgrade (poslovne, stambene, stambeno poslovne, ekonomske i dr.) i posebne delove zgrada (stanovi, poslovne prostorije i dr.), koji su upisani u javnim knjigama o evidenciji ne pokretnosti i pravima na njima, **čiji** prenos svojine nije ograničen i na kojima nije zasnovano pravo zaloge, pravo plodouživanja, pravo upotrebe, pravo stanovanja ili pravo stvamog tereta.

U jednu nepokretnost može se uložiti najviše do 20% imovine zatvorenog fonda. Imovina zatvorenog fonda koja se sastoji od nepokretnosti upisuje se u knjige iz stava 1. Ovog člana kao svojina fonda, uz navođenje naziva drustva za upravljanje i evidentira se u kastodi banci.

Vrednost nepokretnosti u koje se ulaže imovina zatvorenog fonda obavezno procenjuje ovlašćeni procenjivač. Nepokretnosti moraju **biti** osigurane od **svih** rizika. Akcionari zatvorenog fonda nemaju pravo **preče** kupovine **pri** prodaji nepokretnosti. Zatvoreni fond se može zaduživati bez ograničenja, s **tim što** se zaduživanje u inostranstvu **vrši** u skladu sa zakonom kojim se uređuju kreditni poslovi sa inostranstvom.

Osnovni kapital zatvorenog fonda može biti samo u novcu. Osnovni kapital zatvorenog fonda ne može **biti** manji od 200.000 (dvestahiljada) evra u dinarskoj protiwrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate.

Osnovni kapital zatvorenog fonda uplaćuje se u celosti na račun kod kastodi banke, pre upisa tog fonda u Registar investicionih fondova.

Organi zarvorenog fonda su skupštana i nadzorni odbor. Upravljanje zatvorenim fondom vrši društvo za upravljanje.

Akcije zatvorenog fonda glase na ime, nedeljive su i neograničeno prenosive.

Društvo za upravljanje je dužno da uvrsti akcije zatvorenog fonda na organizovano tržište, u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti, u roku od 30 dana od dana upisa u Registar investicionih fondova.

Zatvoreni fond je dužan da svaku narednu emisiju akcij a j avno nudi.

Zatvoreni fond može eticati sopstvene akcije samo uz prethodnu saglasnost Komisije i ako o tome dostavi obaveštenje javnosti u pisanoj formi objavljeno najmanje 15 dana unapred u jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na internet stranici društva za upravljanje ili zatvorenog fonda.

Javni poziv za upis akcija zatvorenog fonda ne može se uputiti pre izdavanja dozvole za osnivanje tog fonda.

Javni poziv za upis akcija zatvorenog fonda vrši se u skladu sa odredbama zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti.

Uz dokumentaciju koja se podnosi Komisije za , odobrenje distribucije akcija podnosi se i prospekt zatvorenog fonda.

Upis i uplata akcija vrši se kod kastodi banke.

Društvo za upravljanje upravlja zatvorenim fondom na osnovu ugovora o upravljanju.

Ugovor o upravljanju u ime zatvorenog fonda zaključuje nadzomi odbor fonda. Ugovor o upravljanju obavezno sadrži:

1. obaveze društva za upravljanje;
2. vrste, iznos i način obračuna naknada zaobavljene usluge;

3. vrste troškova koji će se naplaćivati iz imovine fonda, uključujući i administrativne troskove za poslovanje organa zatvorenog fonda;
4. odredbe da li i pod kojim uslovima društvo za upravljanje poverava obavljanje administrativnih i marketinških poslova i aktivnosti drugim licima;
5. osnove za raskid ugovora, kao i prava i obaveze društva za upravijanje i zatvorenog fonda u slučaju raskida ugovora;
6. dužinu otkaznog roka u slučaju raskida ugovora.

Društvo za upravljanje najmanje jedanput mesečno podnosi izveštaje nadzornom odboru zatvorenog fonda o kupljenim i prodatim hartijama od vrednosti i imovini, kao i o rezultatima poslovanja fonda.

Na zahtev nadzornog odbora zatvorenog fonda društvo za upravljanje podnosi i posebne dodatne izveštaje.

Društvo za upravljanje dostavlja polugodišnje i godišnje finansijske izveštaje svim akcionarima zatvorenog fonda sa izveštajem eksterne revizije.

Društvo za upravljanje predlaže skupštini zatvorenog fonda način raspodele dobiti fonda.

Nakon sastavljanja finansijskih izveštaja, dobijenog izveštaja eksterne revizije i odluke skupštine zatvorenog fonda, društvo za upravljanje izdaje kastodi banci nalog za raspodelu dobiti akcionarima fonda.

4. PRIVATNI INVESTICIONI FOND

Privatni investicioni fond je pravno lice organizovano kao društvo sa ograničenom odgovornošeu, u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva.

Minimalni novčani ulog člana privatnog fonda ne može biti manji od 50.000 evra u dinarskoj protiwrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate.

Privatni fondovi ne podležu opštim odredbama o investicionim fondovima koje se tiču izdavanja dozvole za investacioni fond, ulaganja imovine fonda, ograničenja ulaganja imovine fonda, ograničenja raspolaganja imovinom fonda, utvrđivanja prinosa investacionog fonda, izdavanja prospekta, marketanga, posjednika.

Na privatne fbndove ne primenjuju se odredbe ovog zakona kojima je regulisano obavljanje kastodi usluga i vođenje računa kod kastodi banke, kao i redovno izveštavanje Komisije i investitora, osim dostavljanja godišnjeg finansijskog izveštaja.

Privatni fond se može zaduživati bez ograničenja, u skladu sa svojim pravilima poslovanja.

Upravljanje privatnim investicionim fondom isključivo obavlja društvo za upravljanje, u skladu sa ugovorom o upravljanju zaključenim sa privatnim fondom.

Društvo za upravljanje dostavlja Komisiji ugovor o upravljanju iz stava 6. ovog člana i pravila poslovanja. Komisija upisuje privatni investicioni fond u Registar investicionih fondova.

Na privatne fond'ove snodho se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva.

1. Pravila poslovania

Obavezni opšti akt privatnog fonda su pravila poslovanja. Pravila poslovanja privatnog fonda sadrže:

1. opis inveetacionih ciljeva, investicionu politiku i glavne rizike u vezi sa njom;
2. vrednost udela;
3. pravila o prenosu udela;
4. iznos minimalnog novčanog uloga po članu;
5. način utvrđivanja neto vrednosti imovine fonda;
6. odredbe o izveštavanju članova fonda;
7. rok na koji se fond osniva, ukoliko se osniva na određeno vreme;
8. postupak raspuštanja fonda;
9. druga pitanja od značaja za poslovanje fonda.

Pravila poslovanja moraju biti dostupna zainteresovanim investitorima. Izmene i dopune pravila poslovanja dozvoljene su samo nakon pismenog pristanka svih članova privatnog fonda.

Izmene i dopune pravila poslovanja privatnog fonda dostavljaju se Komisiji.

4. KASTODI BANKA

Društvo za upravljanje je dužno da, u roku od osam dana od dana dobijanja dozvole za organizovanje otvorenog, odnosno osnivanja zatvorenog fonda, zaključi sa kastodi bankom ugovor o obavljanju kastodi usluga za svaki investicioni fond posebno.

Ugovorom kastodi banka se obavezuje da će obavljati poslove,nskladu sa članom *11,* ovog zakona, a društvo za upravljanje se obavezuje da plaća naknadu kastodi banci.

Kastodi usluge za jedan investicioni fond obavlja isključivo jedna kastodi banka.

Kastodi banka obavlja sledeće kastodi usluge:

1. otvara i vodi račune hartija od vrednosti koje čine imovinu otvorenog fonda kod Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti (u daljem tekstu: Centralni registar), u svoje ime, a za račun članova otvorenog fonda (zbirni kastodi račun);
2. otvara i vodi račune hartija od vrednosti koje čine imovinu zatvorenog fonda kod Centralnog registra, u ime i za račun zatvorenog fonda;
3. otvara novčani račun investicionog fonda, vrši prikupljanje uplata investicionih jedinica, vrši prenos novčanih sredstava prilikom ulaganja imovine i • vrši otkup investicionih jedinica;
4. obaveštava društvo za upravljanje o neophodnim korporativnim aktivnostima u vezi saimovinom investicionog fonda;

5. izvršava naloge društva za upravljanje za kupovinu i prodaju imovine investicionog fonda, ukoliko nisu u suprotnosti sa zakonom i prospektom fonda;
6. kontroliše i potvrđuje obračunatu neto vrednost imovine otvorenog i zatvorenog fonda, vrednost investicione jedinice, odnosno neto vrednost imovine po akciji;3)
7. kontroliše obračun prinosa otvorenog fonda;
8. obaveštava Komisiju o uočenim nepravilnostima u poslovanju društva za upravljanje odmah nakon što uoči takve nepravilnosti;
9. obaveštava društvo za upravljanje o izvršenim nalozima i drugim preduzetim aktivnostima u vezi sa imovinom investacionog fonda;
10. podnosi, u ime investicionog fonda, Komisiji i drugim nadležnim organima prigovor protiv društva za upravljanje za štetu nastalu nečinjenjem ili neadekvatnim upravljanjem fondom.

Kastodi banka može obavljati poslove za više investicionih fondova. Kastodi banka ne može biti povezano lice sa društvom za upravljanje. Kastodi banka se stara da se prodaja, izdavanje i otkup investicionih jedinica vrši u skladu sa zakonom, pravilima poslovanja i investicionom politikom investicionog fonda.

Ako društvo za upravljanje ne postupi u skladu sa stavom **1.** ovog člana, komisija donosi rešenje kojim odreduje novu kastodi banku.

Komisija može predložiti društvu za upravljanje promenu kastodi banke ako su usled njenog poslovanja interesi članova, odnosno akcionara investicionog fonda značajnije ugroženi.

5. NADZOR

Komisija vrši nadzor nad sprovođenjem ovog zakona, donosi podzakonske akte za izvršavanje ovog zakona za koje je ovlašćena i vodi Registar društava za upravljanje i Registar investicionili fondova.

U vršenju svoje nadležnosti Komisija donosi rešenja koja su konačna. .

Komisija vrši nadzor poslovanja društava za upravljanje i investicionih fondova, kao i nadzor nad obavljanjem kastodi usluga kastodi banke u smislu ovog zakona.

Ako u okviru svoje nadležnosti Komisija utvrdi da postoje pravna lica koja obavljaju delatnost društava za upravljanje ili posluju kao investicioni fondovi, a nemaju dozvolu niti su registrovani na osnovu ovog zakona, zabraniće obavljanje poslova koje po ovom zakonu obavljaju društva za upravljanje i investicioni fondovi i preduzeti druge mere u skladu sa zakonom.

Neposredan nadzor poslovanja društava za upravljanje i investicionih fondova, kao i nadzor nad obavljanjem kastodi usluga kastodi banke Komisija vrši u poslovnim

prostorijama društava, fondova i kastodi banaka najmanje jedanput godišnje, a po potrebi i češće.

Ovlašćeno lice Komisije može u postupku neposrednog nadzora:

1. pregledati opšte akte, poslovne knjige, izvode sa računa i druge dokumente drupggva za upravljanje, investicionog fonda i kastodi banke i sačiniti kopije dokumenata;
2. zahtevati informacije o pojedinim pitanjima značajnim za poslovanje društva za upravljanje, investacionog fonda i kastodi banke.

O izvršenom neposrednom nadzoru nad poslovanjem sastavlja se zapisnik.

Ako u postupku nadzora društva za upravljanje, investicionog fonda i kastodi banke utvrdi nezakonitosti, odnosno nepravilnosti u poslovanju Komisija donosi rešenje kojim nalaže društvu za upravljanje, odnosno kastodi bancida utvrđene nepravilnosti otkloni u roku koji ne može biti duži od 60 dana od dana prijema tog rešenja.

Ukoliko društvo za upravljanje i kastodi banka ne postupe po rešenju. Komisija preduzima jednu ili više mera:

1. izriče javnu opomenu;
2. pokreće postupak pred nadležnim organom;
3. povlači saglasnost na imenovanje članova uprave, odnosno direktora;
4. daje nalog za zabranu izdavanja investicionih jedinica u trajanju do tri meseca.

Komisija donosi rešenje o oduzimanju dozvole za rad društvu za upravljanje:

1. ako u roku od 30 dana ne podnese registracionu prijavu u skladu sa zakonom kojim se uređuje registracija privrednih subjekata;
2. ako ne obavlja delatnost duže od dve godine;
3. ako je dozvola izdata na osnovu neistinitih podataka;
4. ako pored upravljanja investicionim fondovima obavlja i neku drugu delatnost;
5. ako prestane da ispunjava uslove propisane za dobijanje dozvole za rad;
6. ako izvrši težu povredu odredaba ovog zakona i odredaba zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti;
7. ukoliko ni posle preduzetih mera društvo za upravljanje ne postupi po izdatom nalogu;
8. kada društvo za upravljanje dostavi obaveštenje Komisiji o nameri prestanka obavljanja delataosti i podnese zahtev za brisanje iz Registra;
9. zbog pokretanja postupka stečaja ili likvidacije

MONETARIZAM VERSUS KEJNZIJANIZAM

MONETARIZAM VERSUS KEJNZIJANIZAM

1. MONETARISTIČKA I KEJNZIJANSKA MONETARNA TEORIJA

Nekada bulionisti protiv antibulionista i pristalice Currency škole protiv pobornika Banking škole, a danas monetaristi protiv kejnzijanaca, odnosno monetarizam protiv fiskalizma.[649] Brza popularizacija monetarizma posledica je polemike o monetarnoj i fiskalnoj politici (posle uspeha "nove ekonomije" Waltera Hellcra) u kontekstu ekonomske politike SAD i Fridmanove kontraofanzive u rehabilitaciji uloge novca (N. G. Johnson). Intelektualni konflikti u monetarnoj analizi u velikoj meri zavise od postavki na kojima se zasniva fiskalna politika (Brunner),[650] jer, se često isuviše tvrdi da "monetaristika", odnosno monetaristička analiza ne pripisuje fiskalnoj politici nikakav makroekonomski značaj, iako se analiza fiskalne politike postepeno menja tokom dvadesetak godina Sa teorijskog stanovišta, amblem društvene pripadnosti, kao etiketa monetarista, pruža samo informaciju o načinu izražavanja, mišljenja i preferiranja u domenu novca i njegovoj ulozi u makroekonomskom sistemu, ali ne i o svim teorijskim pitanjima koja nisu u žiži monetarističkofiskalističkih raspona.[651] Jer, dvadesetogodišnja debata[652] vešto je prebacila ekonomiste sa teorijskih koncepcija na polje empirijskih pitanja (B. Fridman).

U vremenu 40-tih i 50-tih godina kvantitet novca nije smatran važnim u odnosu na efektivnu tražnju, nezaposlenost i inflaciju, iako su pojedine analize inkorporisale LM krivulju u okviru Hicksove interpretacije Kejnza (Kagan). Stoga se monetarizam, sa tezom "novac jeste važan", javlja kao reakcija na tezu "novac nije važan".[653] Od tada datira optužba monetarista od strane fiskalista iz razloga što su prvi jednostrano proglasili

[649] Vivien Lévy Garbona i Gerard Marek, Les paradigmes monetaires: Keynes, Friedman et les autres, Economic appliquée 4/82, st. 599-642.

[650] K. Brunner i A. H. Meltzer, Liquidity Traps for Money, Bank Credit and Interest Rates, Journal of Political Economy, januar-februar 1968, st. 1-38., K. Brunner, M. Fratianni, J. Jordan, A. Meltzer i M. Neumann, The Role of Monetary and Fiscal Policy in Moderate Inflation, Journal of Money, Credit and Banking, februar 1973., K. Brunner, "Yale" and Money, The Journal of Finance, mart 1971, st. 165-175.

[651] E. S. Phelps, Inflation Policy and Unemployment Theory, W. W. Norton and Company, N. York, 1972. i E. S. Phelps (Ed.), Microeconomic foundations and Employment and Inflation Theory, Norton, N. York, 1970. i Crack on the Demande Side: A Year of Crisis in Theoretical Macroeconomics, American Economic Review 2/82, st. 378-381.

[652] F. S. Mishkin, Monetary Policy and Short Term Interest Rates: An Efricient MarketsRational Expectations Approach, The Journal of Finance 1/82, st. 63-72., W. L. Coats, Interest Rate Consequences of Targeting Mopsu, Staff papers, mart 1982, st. 31-47. i R. W. Haffer i S. E. Hein, Monetary Rolisu and ShortTerm Real Rates of Interest, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, 1982. st. 13-19.

[653] A. James Meigs, Moneu Matters, Harper and Row, N. York, 1972. i J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976.

685

postavku da je "samo novac važan", odnosno da je novac na prvom mestu u strukturi mnogih uticaja na tražnju, iako promene novčane mase često deluju sa zakašnjenjem.[654]

Poslednje dve decenije, u razvoju finansijske misli, ispunjene su mnogim raspravama monetarista (pristalice monetarizma, pobornici kvantitativne teorije novca, protivnici kejnzijanstva) i fiskalista (kejnzijanci i neokejnzijanci, nemonetaristi, pristalice fiskalizma)[655] koje se svode uglavnom na to da li monetarne ili fiskalne varijabile predstavljaju osnovne determinante celokupne privredne aktivnosti i najpogodnije instrumente politike ekonomske stabilizacije.[656] Širenje monetarizma u jednostavnom i površnom obliku i ofanzivni nasrtaji monetarista u sprovođenju ekonomske politike provokatorski su delovali na fiskaliste i odigrali značajnu ulogu u privrednim poremećajima – tvrdi Modigliani, koji se, simultano pita: "treba li da se odreknemo politike stabilizacije", ako uđemo u monetarističku raspravu. No, posle višegodišnje žestoke rasprave između vodećih monetarista i kejnzijanaca sada i jedna i druga oštro napadana strana ističu da između njih i ne postoje značajnija teorijska i analitička neslaganja.[657] I Modigliani tvrdi da ne postoje ozbiljnija analitička neslaganja između vodećih monetarista i fiskalista. Čak je na izjavu Miltona Fridmana "sad smo svi kejnzijanci" uzvratio izjavom "svi smo monetaristi", pod uslovom da se monetarizmom podrazumeva dodeljivanje glavne uloge "količine novca u regulisanju proizvodnje i cena". Modigliani u stvari smatra da u raspravama među monetaristima i kejnzijancima nije predmet monetarizam nego uloga koju treba dodeliti politici stabilizacije. Nemonetaristi u osnovi smatraju da privredu treba stabilizovati odgovarajućom monetarnom i fiskalnom politikom, dok monetaristi tvrde da ne postoji potreba za stabilizacijom privrede.[658]

Američki monetarizam je krajem 50-tih godina počeo ofanzivu u tri pravca: (1) protiv uverenja u efikasnost fiskalne politike u sprovođenju konjunkturne politike, (2) protiv vladajuće predstave o dejstvima monetarne i kreditne politike i (3) protiv verovanja u efikasnu stabilizacionu politiku. Ofanziva protiv nemonetarista, odnosno fiskalista (ili kejnzijanaca i postkejnzijanaca) počela je upravo sa Fridmanovim dokazivanjem da fiskalna politika nije ispunila očekivane nade verovanja u do tada efikasni instrument, da stabilizaciona politika nije delovala kontraciklično već prociklično i da treba praviti razliku između tradicionalnog kreditnog i novog monetarnog gledišta, s obzirom da

---

654 Oštre suprotnosti mišljenja ekonomista, po mišljenju Cagana, javljaju se naročito posle analiza Oxforda (R. W. S. Andrews i J. E. Meade), Kembridža i Harvada (J. Ebersoie).

655 S. M. Goidfeld, the Demand for Money Revisited, Comments and Discussion, Brookings Papers on Economic Activity, No. 3, 1973, J. C. Di Tata, Contemporaneons Aggregate Information and the Oplimal Money Supply Feedbaek Rule, Banco Central de la Republica Argentina, juli 1983., G. A. Akerlof i M. D. Ross, The Short Run Demand for Money, The Economic Journal, Vol. 90, 1980, st. 885-900, OECD, La demande de Monnaie dans la principeaux pays de TOCDE, Perspectives economiques de TOCDE, Paris 1979, J. D. Fitoussi, PoLltique monétaire et regulation de l'activité économique, Referat na Kolokvijumu "Les experiences monetaristes", Aixen – Provence, 1981., Politique monetaire ou politique économique, Problemes économiques 1791/82, st. 2-8 i La theorie du controle optimale et ses application en politique économique, Problemès économiques 1791/82, st. 8-16.

656 T. Mayer, The Structure of Monetarism, Kredit und Kapital, No. 2 i 3, 1975, st. 191-218 i 293-316. i Some Reflections on the Current State of the monetarist Debate, Zeintschrift fur Nationalokonomic, No. 12, 1978, st. 61-84.

657 P. Samuelson, Pure Theory of Public Expenditure and Taxation, u J. Margolis i H. Guitton (Ed.), Public Economics, Macmillan, London, 1969., M. R. Darby, The Financial and Tax Effects of Monetary Policy on Interest Rates, Economic Inquiry, juni 1975, st. 226-276, V. Tanzi, Inflation, Indexation and Interest Income Taxation, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, mart 1976, st. 64-76., Income Taxes and Demand for Money: A Quantitative Analysis, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, mart 1979, st. 55-72, Inflationary Exprectations, Economic Activity, Taxes and Interest Rates, American Economic Review, mart 1980, st. 12-21 i Inflationary Expectations, Economic Activity, Taxes, and Inlerest Rates: Reply, American Economic Review, septembar 1982.

658 F. Modigliani, The Monetarist Controversy or Shold we Forsake Stabilization Policies, American Economic Review, mart 1977.

polazna tačka monetarne politike nije više finansiranje putem kredita već struktura imovine nebankarskog sektora.[659] Monetaristička doktrina prodrla je u V. Britaniju i Zapadnu Nemačku tek početkom 70-tih godina; dakle, u vreme kada se anticiklična politika bazirala na monetarnokreditnoj i fiskalnoj politici. Nemačka konjunkturna politika već tada je bila osposobljena za reagovanje na promene i kolebanja u ekonomskim tokovima.[660] Međutim, početkom 80-tih makroekonomska politika Z. Nemačke, po ugledu na već operacionalizovani monetarizam u SAD i V. Britaniji, počela je da klizi ka monetarističkoj doktrini poput Kanade i Holandije. Time je svojevremena tvrdnja Neubauera o nemogućnosti jedne monetarističke politike u 3. Nemačkoj demantovana. U tom smislu, i Laidler smatra da je u sadašnjem vrlo složenom svetu teško podvući jasnu demarkacionu liniju između monetarizma i fiskalizma, naročito u V. Britaniji od kraja 70-tih i početka 80-tih godina.[661]

Novoinaugurisani termin "monetarizam"[662] (koji je Brunner prvi kreirao i lansirao, a Fand najviše koristio i širio) u osnovi eksplicira promene novčane mase, kao najvažniji faktor, koji determiniše promene nominalnog dohotka Usko definisani monetarizam – kao gledište po kome su promene novčane mase najvažniji faktor koji utiče na promene nominalnog dohotka – reprezentuje samo novi naziv za kvantitativnu teoriju. Međutim, šire definisani monetarizam anglobira, pored kvantitativne teorije novca, čitav skup drugih postavki monetarizma (Majer). Sistem monetarističkih postavki razlikuje se od sistema kejnzijanskih koncepcija iako između ovih koncepcija postoji i određeni stepen interakcije. Majer je prvi u literaturi prezentovao katalog monetarističkih postavki i utvrdio da ne postoji merodavna lista kejnzijanskih postavki. Majer tumači kejnzijasku teoriju kao teoriju čiji su predstavnici Modigliani, Tobin, Duesenberry, Samuelson i dr., i smatra kejnzijansku teoriju donekle sintetičkom teorijom na koju je verovatno uticao monetarizam.[663]

U okviru problema postkejnzijanske monetarne analize, Brunner smatra da su Patinkin i Melcer dali izvanredno značajan doprinos razvoju monetarne analize. Naime, Patinkin je, služeći se Hicksovim modelom, integrisao monetarnu analizu i teoriju vrednosti, dok je Melcer formulisao monetarni pristup platnom bilansu i uveo monetarnu interpretaciju makroekonomske analize. Do tada, monetarna analiza je predstavljala relativno slabu osnovu za objašnjenje problema stabilizacione politike i za eksplikaciju simultane pojave usporavanja proizvoda, povećanja nezaposlenosti i rasta cena i novčane mase (Brunner). Neadekvatno stanje u monetarnoj analizi ubrzo

---

659 K. Brunner, The Report of ihe Commission on Money and Credit, Journal of Political Economy, Vol. 69, 1961, st. 608. i M. Friedman i D. Meiselman, The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United State, u "Stabilization Policies", Commission in Moneu and Credit, Washington, 1963, st. 2-17.

660 Dickertmann i A. Sieden – Berg, Instrumentarium dcr geldopoltik, Werner – Verlag, Dusseldorf, 1979.

661 D. Laindler, Some Evidence on the Demand for Moneu, Journal of Political Economy, Vol. 77. 1969, st. 55-68, Demand Management in Britain from a Monetarist Viewpoint, Paper presented at the Conference on Demand Management, decembar 1977., The Demand for Money: Theories and Evidence, Dun Donnelley, N. York, 1977, Money and Money Income: An Esseys on tahe Transmission Mechanics, Journal of Monetary Economics, april 1978. u Monetarism: An Interpretation and an Assessment, Economic Journal, mart 1981.

662 A. H. Meltzer, Interpreting Keynes, Economic Literature, mart 1983, st. 66-78., J. L. Stein, Unemployment, Inflation and Monetarism, American Economic Review, decembar 1974., J. Niehans, The Theory of Money, Baltimore, John Hopkins, 1978., D. De Prano i T. Mueg, Tests of the Rerative importance of Autonomous Expenditure and Money, American Economic Review, septembar 1965. i J. N. Kareken i N. Wallace (Ed.), Models of Monetary Economics, Minneapolis, Federal Reserve Bank, 1980.

663 M. J. Artis i M. N. Miller (Ed.), Essays in Monetary and Fiscal Policy, Oxford University Press, Oxford, 1981., M. Desai, Testing Monctarism, Frances Pintaer, London, 1981. J. A. Frenkel i M. L. Mussa, Monetary and Fiscale Policies in a Open Economy, American Economic Review, 2/81, st. 253-258., P. Davidson, A Keynesian View of Patinkin's Theory of Employment, The Economic Journal, septembar 1967, st. 559-579. i R. Clower, The Keynesian Counterrevolution: A Theoretical Appraisal, u F. Uahn i F. Brechling, The Theory of Interest Rates, Macmillan, London, 1965, st. 103-126.

je doprinelo monetarističkoj revoluciji u monetarnoj i makroekonomskoj teoriji. Nova monetaristička koncepcija bila je u suprotnosti sa vladajućim kejnzijanskim stavovima i uticala je na tumačenja tražnje novca, odnosno irelevantnost klopke likvidnosti,[664] na gledišta o multiplikatoru i ulozi potrošnje i investicija u procesu multiplikacije, na opravdanost uvođenja kreditnog tržišta u opis relevantnih usklađivanja sredstava i na kanale koji transmituju monetarne impulse.

Kvantitativna teorija novca reprezentuje fundamentalnu komponentu monetarizma, budući da promene novčane mase u najvećoj meri determinišu promene nominalnog dohotka. U osnovi, u dugom roku promene nominalnog dohotka zavise od promene novčane mase.[665] Ova koncepcija, očigledno, odgovara Fridmanovoj i Bruner-Melcerovoj verziji definicije kvantitativne teorije, ali ne i Patinkinovoj verziji. U Patinkinovom modelu promene novčane mase, koje u krajnjoj instanci dovode do ekvivalentnih promena nivoa cena, nije obrazložen vremenski period trajanja procesa. Stoga, ako se prihvati Patinkinov model, onda se pri predviđanju nominalnog dohot ka za naredni period ne moraju uzimati u obzir prethodne promene novčane mase, jer se dejstva osećaju posle dužeg vremena, tj. kada se uspostavi ravno teža Doduše, ukoliko se dejstvo novčane mase na dohodak ispoljava sa veli kim zakašnjenjem, utoliko se dohodak u sledećoj godini može predvideti na osnovu promena novčane mase u prethodnim godinama. S druge strane, Patinkinov model pokazuje da promene novčane mase deluju proporcional no na nominalni dohodak, što ne znači da druge varijabile ne utiču na dohodak. A ako promene drugih varijabila utiču na dohodak, onda osnovna postavka monetarizma (tj. determinacija promena nominalnog dohotka pro menama novčane mase) više ne važi, jer se predviđanja mogu izvesti pomoću kejnzijanskog modela.[666] No, ne može se decidirano reći da Patinkinov model nije model kvantitativne teorije, iako se dosta razlikuje od Majero vog modela usled zaključaka koji uvek nisu zaključci kvantitativne teorije u kratkom roku. Stoga se Patinkinova verzija kvantitativne teorije može isključiti iz monetarizma (Majer), s obzirom da je monetarizam doktrina orijentisana na politiku, koja opservira, uglavnom, kratkoročne promene. Patinkinov model koristi analitički postupak kvantitativne teorije (kada je u pitanju razlika između željene i realne količine novca); ali, kada je u pitanju teorija kapitala, onda Patinkin koristi kejensijanski postupak, budući da, po Patinkinu,[667] kembridžska škola ne koristi teoriju kapitala u monetarnoj analizi. Doduše, moderna kejnzijanska teorija ra zlikuje se od kvantitativne teorije upravo po tome što negira zavisnost promena nominalnog

[664] Sa stanovišta teorije cena, klopka likvidnosti značila bi višak marginalnih troškova transakcija u odnosu na dobit na bilo kom nivou transakcije.

[665] Opširnije o tome vidi: Referati na Konferenciji o monetarizmu na Braun Univerzitetu 1974. čiji je deo (odabranih referata i diskusija) prezentiran u J. L. Stein, Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976 (J. S. Stein, The Monetarist Critique of the New Economics, st. 1-16, F. Modigliani i A. Ando, Impacts of Fiscal Actions on aggregate income and the Monetarist Controversy: Theory and Evidence, st. 17-42., C. Brunner i A. H. Meltzer, An Aggregative Theory for a closed Economy, st. 69-103, i Reply Monetarism: The Principales issues, Areas of Agreement and the Work Remaining, st. 150-182., J. L. Stein, Inside the Monetarist Black Voh, st. 183-232 i Reply – A Keynesian Can be a Monetarist, st. 253-272., J. Tobin i W. Builter, Long Run Effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demande, st. 273-309., J. Tobin, Replyis Friedman a Monetarist?, st. 332-336 i C. F. Christ, A Modest Proposal, st. 3-37).

[666] K. Brunner i S. Fisher, Studies in Monetary Economics, North Holland, Amsterdam, 1976., A. Feltenstein, A General – Equilibrum Approach to the Analysis of Monetary and Fiscal Policies, Staff Papers 4/81, st. 653-681, J. A. Frenkel i L. M. Mussa, Monetary and Fiscal Policies in a Open Economy, American Economic Review, Vol. V, 1981, st. 253-258., B. Blanville, Monétaristes et Keynesiens: au – de la les partis pris politiques, Quelles divergences theoretiques?, Critique de l'économie politique, januar-mart 1982., C. Wells, Optimal Fiscal and Monetary Policy, CWN Gleerup, Lund, 1978. i H. R. Vane i J. L. Thompson, Monetarism, Theory, Evidence and Polisy, Martin Robertson, Oxford, 1979.

[667] Don Patinkin, Keynesian Monetary Theory and the Cambridge School, u H. G. Johnson and A. R. Hobay (Ured.), Issues in Monetary Economics, Oxford University Press, London, 1974, st. 3-30.

dohotka od promena novčane mase, iako ne tvrdi da promene novčane mase nisu beznačajane.[668] A brzina prilagođavanja privre de upravo je značajan aspekt polemike između monetarista i fiskalista, jer ukoliko se dejstvo novca na dohodak ispoljava sa velikim zakašnjenjem, u narednoj godini dohodak se može predvideti na osnovu promena novčane mase u prethodnim godinama (Majer). Razlike između tretiranja kvantita givne teorije kao metoda i kao zaključka – novac ima značajnu ulogu – repre zentuje suština polemike između Patinkina i Fridmana. Patinkin upra vo tvrdi da je Fridmanova teorija više kejnzijanska nego kvantitativna iz razloga što Fridman koristi teoriju kapitala u monetarnoj analizi.[669]

Osporavajući Patinkinovu "sklonost" izvrtanju činjenica, Fridman ističe da kvantitativna teorija reprezentuje samo dugoročnu postavku po kojoj je novac neutralan i tvrdi da su pristalice kvantitativne teorije zainteresovane uglavnom za kratkoročne fluktuacije.[670] Izgleda da je Majer u pravu, kada kaže da Fridman klasifikuje teorije na osnoru zaključaka do kojih se pomoću njih dolazi, a Patinkin na osnovu analitičkih metoda koje one koriste.

Kvantitativna teorija je prvorazredni konstitutivni izvor monetarizma, čija se definisanost dopunjuje iskazima o transmisionom mehanizmu između promena novčane mase i indukovanih promena nominalnog dohotka, verovanju u stabilnost privrednog sektora i zanemarivanju alokativnih detalja, koje svaki monetarista ne mora da zastupa da bi to bio ili može da zastupa, a da ne bude monetarista. Prema tome, kvantitativna teorija je (sa iskazom: promene novčane mase su najvažnija determinanta promena nominalnog dohotka) osnovna teza monetarizma To je opšti iskaz monetarizma, koji ne sadrži specijalne pretpostavke monetarista o transmisionom mehanizmu, da bi se u potpunosti razlikovao od suprotnih pozicija nemonetarista, odnosno kejnzijanaca (ili kejnzijanske monetarne teorije).[671] Iz tog razloga, Majer svoju prvu tezu dopunjava ostalim postavkama, dok Johnsov neodređenost prve teze dopunjava četvrtom, šestom i osmom pretpostavkom sa majerovogspiska.[672] U teorijskoj kontroverzi između monetaraca i fiskalaca sporna tačka je određivanje vrednosti novca. Pogledi, odgovori i stavovi u diskusijama i raspravama između siggepsuteoretičara i bankingteoretičara, u međuvremenu, ne da nisu konvergirali već su divergiral i u pravcu ekstremnih polariteta. Naime, od siggepsuteoretičara, preko kvantitativnih, do neokvantitativnih teoretičara, shvatanje, po kome su promene novčane mase najvažnija determinanta vrednosti novca, odnosno nivoa cena, ostalo je nepromenjeno.[673] Isto tako, od bankingteoretičara, preko varijanti teoretičara dohotka, do kejnzijanaca, zastupano mišljenje, po kome su promene vrednosti novca, odnosno nivoa cena determinisane nemonetarnim faktorima, ostalo je konzervisano.[674] Različita shvatanja o determinantama vrednosti novca vodila su monetariste i fiskaliste u pravcu davanja različitog značaja novčanoj masi: (1) monetaristi (i kvantitativni teoretičari) prave razliku između nominalne i realne novčane

---

668 J. R. Hicks, the Crisis in Keynesian Economics, Oxford, 1974, st. 31-32. i Money, Interest and Vages, Oxford, Basil Blackwell. 1982.

669 D. Patinkin, The Chicago Tradition, the Quantity Theory and Fridman, Journal of Money, Credit of Political Economy, septembar-oktobar 1972, st. 883-905.

670 M. Friedman, Commentson the Critics, Journal of Political Economy, septembar-oktobar 1972. st. 932.

671 Monetarna kejnzijanska teorija razlikuje se od kvantitativne teorije po tome što negira da promene dohotka zavise od promena novčane mase, ali ne tvrdi da su promene novčane mase beznačajne (T. Majer, op. cit. st. 195).

672 T. Majer, op. cit., st. 146 i M. Johnson. op. cit., st. 475.

673 Monetaristi se, u pravilu, kratkoročno orijentišu na novčani dohodak tj. na nivo cena i realni dohodak, a dugoročno na nivo cena.

674 Fiskalisti, u suštini, smatraju da su faktori troškova formiranja pojedinačnih cena ključne determinante vrednosti novca.

mase (pri čemu se nominalna novčana masa posmatra kao veličina koja je egzogeno utvrđena, a realna novčana masa kao endogeni parametar ravnoteže koji proističe iz sadejstva monetarnog i realnog sektora) i (2) fiskalisti, odnosno kejnzijanci (i teoretičari dohotka), interesujući se za kratkoročna kretanja i ne praveći razliku između nominalne i realne novčane mase, smatraju da je novčana masa endogena veličina, koja je određena kretanjem dohotka, a ne može se egzogeno kontrolisati. Druga, pak, kontroverza između monetarista i fiskalista odnosi se na problem determinisanja kamate. Teoretičari dohotka u kratkoročnoj analizi ne prave razliku između nominalnih i realnih kamata, jer kamatu smatraju monetarnim fenomenom, na koju se može uticati ponudom novca.[675] Kvantitativni teoretičari, suprotno od teoretičara dohotka, prave razliku između nominalne i realne kamate, budući da tržišnu kamatu dovode u vezu sa promenama nivoa cena i da realnu kamatu objašnjavaju nemonetarnim faktorima.

Po definiciji, monetaristička interpretacija kvantitativne teorije, odnosno monetaristička kvantitativna teorija insistira na Majerovoj postavci 1. po kojoj su promene novčane mase dominirajuća determinanta promene novčanog dohotka.[676] Srž kvantitativne teorije novca je, dakle, da monetarni faktori imaju odlučujuće dejstvo na nominalni dohodak nezavisno od toga što promene novčanogdohotka mogu da proisteknu iz promena realnog dohotka i iz nivoa cena. Prenebregava se, pri tome, činjenica da dominirajuće dejstvo zavisi od procena alternativa između inflacije i nezaposlenosti, dakle, od onoga što je Majer podveo pod monetarističku tezu 10. (iako tvrdi da pitanje realne i nominalne Filipsove krive nema ničeg zajedničkogsa raspravom o kejnzijanstvu i monetarizmu). Tobin, međutim, navodi da se statističke pravilnosti, koje su zapažene između nezaposlenosti i stope inflacije u Filipsovim krivuljama nisu održale kada je ekonomska politika pokušala da osigura nižu nezaposlenost sa predviđenim porastom inflacije. Za razliku od Johnsona, koji smatra da je problem Filipsove krive periferan doprinos kejnzijanskog sistema, Bruner posmatra Filipsovu krivu kao deo problema transmisije i iznosi tri međusobno različite hipoteze:[677] prva, koja potvrđuje trajno postojanje trade off na kraći i duži rok, koji se manipulisanjem mera monetarne i fiskalne politike može koristiti; druga, koja potvrđuje postojanje trade off samo na kraći rok, i, treća, koja ne potvrđuje postojanje trade off za svaki vremenski horizont. Jasno je, pri tome, da prva teza reprezentuje kejnzijansko shvatanje (iako većina kejnzijanca zastupa poziciju između prvog i drugog shvatanja),[678] i da druga teza predstavlja monetarističko shvatanje (iako se većina monetarista nalazi između drugog i trećeg shvatanja).[679] Kejnz je, po Tobinu, isticao da smanjenje nominalnih nadnica ne dovodi do porasta agregatne tražnje i da cene ne padaju u istoj proporciji sa nadnicama usled čega proizvodnja i zaposlenost ostaju nepromenjene, kao i realne nadnice i realne profitne stope. Realna ravnoteža je, stoga, nezavisna od nivoa nominalnih nadnica. I ako smanjenje nominalnih nadnica ne povećava agregatnu realnu tražnju, onda se ulazi u tzv. kejnzijansku slepu ulicu. Kejnz je pokušao da nađe izlaz iz slepe ulice tvrdeći u okviru tzv. Kejnzovog efekta da je uz niže nominalne nadnice i cene ponuda novca veća u realnom obimu, što bi, u uslovima smanjenja transakcijske tražnje gotovine, višak gotovine podigao cene

675 D, Fand, llln monetaristisches Modell des Geldwirkungsprozesses, Kredit und Kapital 3/70, st. 361.

676 T. Majer, op cit., st. 309, i D. Fand, op. cit., st. 304.

677 K. Brunner, op. cit., st. 33-37. i Monetary Growth and Monetary Policy, Banca i Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, decembar 1974, 271-293.

678 Mogućnost postizanja gendencijski višeg nivoa zaposlenosti na duži rok može se obrazložiti strukturnim promenama u toku ekonomskog razvoja pri trojnom pritisku tražnje i inflatornog trenda.

679 Usled egzogenih faktora, u toku ekonomskih kretanja mogu se javiti odstupanja od stope nepotiune zaposlenosti. Monstarna politika se, u tim uslovima, može kratkoročno koristiti.

vrednosnih papira i smanjio kamatne stope. Niže kamatne stope podstakle bi realne investicije, a agregatna potrošnja pojačana multiplikatorom povećala bi proizvodnju i zaposlenost; što znači da je deflacija nadnica i cena ekvivalent za ekspanzivnu monetarnu politiku. Međutim, kada se uključi čuvena tzv. zamka likvidnosti, dobija se situacija, u kojoj porast realne količine novca ne daje nikakav efekat, jer su kamatne stope na izuzetno niskom nivou, čija je donja granica nula. Kejnz, dakle, preferira tzv. nultu opciju kombinovanu sa propozicijom da je realna kamatna stopa u ravnoteži pune zaposlenosti (tzv. Wicksellova prirodna stopa koja izjednačava investicije i štednju pri punoj zaposlenosti) ispod nule.

Za razliku od Kejnza, Pigou nije pridavao značaj "slepoj ulici" zamke likvidnosti, jer je smatrao da kada raste realna vrednost postojeće imovine, ljudi podižu svoju tekuću potrošnju na račun štednje – efekat realnog salda ili tzv. Pigouov efekat. No, Kalecki i Leontief su podsetili Pigoua da najveći deo privatnih potraživanja i novčane imovine ima protivtežu u privatnim dugovanjima, da deflacija povećava teret dugova jednako kao i realnu vrednost imovine i da dovoljna deflacija nominalnih nadnica i cena može dovesti da se celi društveni proizvod može otkupiti.[680] S druge strane, nameće se pitanje da li se poreski obveznici, koji predviđaju da treba da plate poreze za otplatu većeg realnog javnog duga, vide sebe siromašnijim u istoj srazmeri u odnosu na vlasnike obveznica, koji treba sebe da smatraju bogatijim. Čak i kada se državni dug izbriše sa toga računa po mišljenju Tobina ostaje novčana osnova, i one državne obveznice koje u zamci likvidnosti postaju ekvivalent za novac i ne nose kamatu. Pigou se, dakle, pogrešno oslonio na reakciju potrošnje i štednje na bogatstvo, koju je kasnije pojačao Patinkin, ali je prenebregao da je porast realne vrednosti novčanog bogatstva povoljan za razvoj investicija, jer teorija portfolia sugeriše vlasnicima bogatstva da se prebace na dobra ili deonice (Tobin) i da na taj način smanje prinose od investicija u dobra u odnosu na prinose od novca ili obveznica. Pri tome, promene u strukturi kamatnih stopa mogu delovati povoljno na investicije čak i onda kada su stope na sigurnu, likvidnu, nominalno utvrđenu imovinu, zarobljene u zamci likvidnosti (Tobin). Sem toga, Pigouov efekat deflacije, koji razbija povezanost deflacije i monetarne politike, Kejnz nije iskoristio da bi se isti efekat mogao udvostručiti fiskalnom politikom. Fišer je, pak, za vreme krize iz 30-tih godina postavio drugačiju dijagnozu u poređenju sa Pigouom, smatrajući da je reflacija lek,a ne deflacija. Dakako, Tobin je priznao razliku između dugoročnih i kratkoročnih posledica deflacije, ocenjujući da se Fišerov efekat odnosi na kratkoročne posledice, a Pigouov efekat na dugoročne posledice.[681]

U Majerovoj ekspoziciji kvantitativne teorije, ipak, ostaje otvoreno pitanje da li je monetarno dejstvo veće i jače na nivo cena ili na zaposlenost, odnosno proizvodnju. Izgleda da su promene novčane mase ključne determinante nivoa cena, pošto su nivo zaposlenosti i obim proizvodnje određeni realnim faktorima, koji se podešavaju prema "prirodnom" nivou, odnosno obimu. No, nezavisno od otvorenog pitanja (da li je monetaristička kvantitativna teorija više orijentisana na određivanje novčanog dohotka ili na određivanje vrednosti novca), valja ispitati "strogi" odnos između promena novčane mase i promena nominalnog dohotka, koji je, u istoriji razvoja doktrine, implicirao različite odgovore, Naime, starija verzija kvantitativne teorije je transmisioni mehanizam

[680] J. Tobin, Akumulacija imovine i ekonomska aktivnost, Centar za kulturnu djelatnost, Zagreb, 1983, st. 23-34. i R. Samuelson, L Brief Survey – Keynesian Developments, u R. Lekachman, Keynes General Theory: Reports of Three Decades, St. Martin's, N. York, 1964, st. 333-335.

[681] J. Tobin, Keynesian Models of Recession and Depression, American Economic Review, Papers and Procedings, maj 1975.

(tj. uticaj promena novčane mase na nivo cena) smatrala manje više razumljivim. Pri upoređenju teorije relativnih cena i teorije apsolutnih cena novčana masa, ponderisana brzinom opticaja, interpretirana je kao kupovna snaga ili tražnja. Kembridžska škola je razvila mehanizam držanja gotovine koji objašnjava dejstvo na nivo cena kao posledicu prilagođavanja realnog na žel»eno držanje gotovine. Wicksell i Keynes su smatrali da monetarni impulsi prouzrokuju kako promene nominalnog tako i promene realnog nivoa privredne aktivnosti. Stoga su transmisioni proces objašnjavali mehanizmom dohodak – rashodi. Novija kretanja indukovana su podsticajima teorije portfelja, čiji se pristupi danas uveliko koriste. Zajednički imenitelj svim novijim varijantama transmisionog procesa ogleda se u tome što pokazuju kako se promenama pojedinačnih cena, kamatnih stopa, prinosa i troškova prouzrokuje višestruki proces supstitucije, koji, kao novčana tražnja, dovodi do realnog sektora privrede[682] u tom smislu su i odstupanja između pristupa M. Fridmana, kejnzijanskog i Brunner-Meltzerovog pristupa manja i beznačajnija (zaključuje, Majer). Prema tome, ukoliko savremeni monetaristi relativno uski odnos između promena novčane mase i promena nominalnog dohotka pristrasno brane, utoliko treba argumentovati činjenicu da dati odnos može postojati samo pod uslovom (1) da se monetarni efekti ne gube preko promene tražnje novca, (2) da se tražnja privrednog sektora ne podvrgava nikakvim egzogeno zasnovanim uticajima van promena novčane mase i (3) da se monetarni impulsi u pojedinim ekonomskim sektorima reperkutuju na celu privredu.[683] Međutim, u Majerovoj reinterpretaciji monetarističke kvantitativne teorije odnos između promena novčane mase i promena novčanog dohotka je strogo uski usled toga što su promene, novčane mase najvažnija determinanta dohotka. Ali, to ne znači da ne postoje i druge determinante koje bi trebalo uzeti u obzir pri koncipiranju relativno zatvorenog teorijskog sistema monetarista.

Široko rasprostranjena konvencija, koja odstupa od Fridmanovog koncepta, odnosi se na definisanje novčane mase u smislu M1 (gotov novac plus depozit po viđenju domaćih nebankarskih sektora) i na eksplikaciju centralne fu nkcije novca, a ne na dejstva novca Po ovom kriterijumu, tvrdi Nojbauer, može se definisati samo novčani tok, ali ne i ukupna količina novca. Čak i tvrdnja da monetarni agregati M1, M2,... Mn mogu imati paralelna kretanja, ne može se uzeti kao dokaz "empirijske definicije novca". Iz tog razloga je Bundesbanka, po mišljenju Nojbauera, ispravno uvela novčanu masu MZ (uključujući kvazi novac i štedne depozite sa zakonskim otkaznim rokom.)[684] Po teoretičarima nove kvantitativne teorije novca nije jasno da li novčanu masu treba shvatiti kao reprezentativnu količinu koja predstavlja deo ukupnog likvidnog potencijala ili novčane aktive (kako je upotrebljava Bundesbanka) i da li novac deluje iz razloga što predstavlja likvidnost ili finansijsku aktivu. Fridmanovi argumenti idu u prilog argumentima likviditetne teorije, dok ostale koncepcije u sklopu neokvantitativne teorije idu na račun aktive.

Centralna banka raspolaže čitavim repertoarom instrumenata politike likvidnosti i politike kamatnih stopa za efikasno delovanje na novčanu masu (u smislu M2), odnosno na stvaranje i poništavanje novca posredstvom kreditnih operacija banaka,

---

682 G. Vaciago, Monetary Policy in Italy, The Limited Role of Monetarism, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, No. 4, 1977, st. 333-341., G. C. Rausser i P. S. Laumas, Stability of Demand for Money in Canada, Journal of Monetary Economics, juli 1976, st. 367-380., J. B. Taulog, Monetary Policy During a Transition to Rational Expectations, Journal of Political Economy, oktobar 1975, st. 1009-1021.

683 W. Ehrlicher, Geldtheorie, HdSW, Stuttgart – Tubingen-Gottingen, 1965, st. 249-253. i Die aussenwirtschaftliche Komponenle der Geldversorgung, Jahrbuch fllr Sozialwissenschaft, br. 14, 1963, st. 591-597.

684 W. Neubauer, Ueber Adaquationsprobleme in der Geldstatistik, allgemeines Statistisches Archiv, br. 60, 1976. 263

deviznih operacija, operacija na otvorenom tržištu, monetarizacije dugoročnih depozita i sl. Međutim, monetarna kontrola proizvodnje i zaposlenosti pomoću novčane mase (kako smatraju monetaristi) ne može dati željene rezultate ukoliko novčana masa nije pod striktnom kontrolom centralne banke – tvrdi Nojbauer. Novčana masa, precizno kontrolisana, treba da omogući ostvarivanje ciljeva stabilizacione politike, a iznos primarnog novca, kao podesna instrumentalna varijabila, centralna banka mora da kontroliše pomoću mera politike likvidnosti. Pretpostavka je, u teoriji ponude novca, da iznos primarnog novca, preko dovoljno konstantnog multiplikatora (m), određuje nivo novčane mase. Stanje na finansijskim tržištima i tržištima hartije od vrednosti u SAD je svojevremeno osujetilo efikasnost monetarne i kreditne politike, koje su tradicionalno orijentisane na rezerve likvidnosti banaka i kamatne stope, zahvaljujući institucionalnom regulisanju kontrole nad iznosom primarnog novca. Sa tog aspekta su, upravo, Brunner i Meltzer, razvijajući teoriju ponude novca, pokušali da pokažu da se efikasna monetarna politika mogla i tada voditi (Neldner), ali, iznos primarnog novca nije toliko egzogen usled kredita centralne banke uzetih od strane banaka (pozajmljena sredstva – F). Jer, iznos primarnog novca (gotov novac plus aktiva banaka kod centralne banke – V), po prvobitnoj definiciji, ne reprezentuje egzogenu instrumentalnu varijabilu centralne banke, već indikator kretanja novčane mase i depozita. Usled toga se iz Brunnerove teorije ponude novca,[685] po kojoj je iznos primarnog novca u velikoj meri endogen, ne može derivirati efikasan koncept monetarne politike, s obzirom da je kontrolisanje tražnje banaka za reeskontnim kreditima posredstvom strukture kamatnih stopa eliminisano iz koncepcije monetarne politike kvantitativne teorije. U prilog ove konstatacije Nojbauer navodi činjenicu da nemačke banke pribavljaju primarni novac kod Bundesbanke na sopstvenu inicijativu, jer su uvek postojale elobodne rezerve likvidnosti, s jedne strane, i mogućnosti da banke ponište novac centralne banke otplatom kredita za refinansiranje i kupovinom papira novčanog tržišta, s druge strane. Politika likvidnosti orijentisana na slobodne rezerve likvidnosti regulisala je napajanje privrede primarnim novcem, a iznos primarnog novca bio je samo polovično egzogena varijabila Bundesbanke (Siebke i Wilms). Sicbke i Wilms su u procesu prilagođavanja teorije ponude novca nemačkim uslovima pokušali da iznos primarnog novca B modifikuju njegovim redukovanjem za iznos pozajmljenih rezervi (F) u formi tzv. prilagođenog iznosa primarnog novca ("adjusted base" – Va) i dodavanjem papira novčanog tržišta, koje banke drže, komponenti Va s ciljem da uveća stepen egzogenosti "prilagođenog" iznosa primarnog novca i "korigovanog" iznosa primarnog novca (Neumann), iako papiri novčanog tržišta nisu postali baza za ekspanziju novčane mase. Ali, i ova analitička ukrštanja koncepta iznosa primarnog novca i koncepta rezervi likvidnosti banaka, tvrdi Nojbauer, nisu dala očekivane rezultate jer je teško simultano ostvariti egzogenost iznosa primarnog novca i njegov korelativitetni odnos prema novčanoj masi. Stoga, Bundesbanka neprekidno operiše instrumentima politike likvidnosti i politike kamatnih stopa (koje je koristila i pre sedamdesetih godina) iako je izradila novu definiciju primarnog novca 1973/74. godine. Istim instrumentima, dakle, centralna banka i danas kontroliše monetarnu ekspanziju i kretanje njenog indikatora.

S druge strane, multiplikator nije konstantan, kao što tvrde teoretičari kvantitativne teorije, niti je brzina opticaja novca konstantna, kako misle zastupnici teorije ponude

[685] K. Brunner, Money Supply Process and Monetary Policy in an Open Economy, u M. B. Connolly i a. K. Swoboda (Ed,), International Trade and Money, London, 1973. i K. Brunner, The Money Supply Process in Open Economies with Interdependent Security Markets: The Case of Imperfect Substitutability, u M. Fratianni i K Tavernier (Ed.), Bank Credit, Money and Inflation in Open Economies, Kredit und Kapital, No. 3, 1976, st. 1975.

novca (Brunner i Meltzer).[686] Konstantna brzina opticaja je u međuvremenu zamenjena funkcijom brzine opticaja, pri čemu upoređivanje iznosa primarnog novca, kao navodne instrumentalne varijabile, i multiplikatora, kao koeficijenta reakcije, gubi na značaju u teoriji ponude novca. U stvari, postojanost ili promenljivost multiplikatora u sistemu u kome iznos primarnog novca nije instrumentalna varijabila centralne banke je beznačajan za monetarnu politiku (Neubauer).[687] Po Nojbaueru multiplikator iznosa (M/V) i promenljivost brzine opticaja (Y/M) često se pogrešno interpretiraju, i ako su za politiku stabilizacije promene V i M ključne veličine. Veličina VM treba da prati podjednako veliko ΔV, tj. povećanje količine gotovog novca, ili tendencijski proporcionalno ΔV (=rΔM), tj. po većanje depozita i srednje stope minimalne rezerve (r), s jedne strane, a obim M mora biti znatno veći od obima V, s druge strane.[688] Iz toga proističe da mora postojati čvrst odnos između apsolutnih promena ΔM i ΔV, a ne između relativnih promena ΔM i ΔV. Postojanost marginalnog multiplikatora ΔM/ΔV u toku vremena nije dovoljno argumentovana, jer ponuda novca neokvantitativne teorije ne daje argumente za kontrolu multiplikatora ili za prognozu njegovog kolebanja. Izračunate vrednosti marginalnog multiplikatora (ΔM/ΔZ) za različite vrednosti monetarnih agregata (M1, M2, MZ) i iznosa primarnog novca (Z) u 3. Nemačkoj, u periodu 197175., pokazuju svojevrsna kolebanja, koja se na Neumannovom grafičkom prikazu stopa rasta novčane mase i proširene baze korigovane za vrednost akumuliranih iznosa primarnog novca, koji su oslobođeni promenama minimalnih rezervi, za period 1958-1972. god., empirijski verifikuju.[689] Neumann je, računajući godišnje stope promena multiplikatora M1/Be na bazi odnosa novčane mase (M1) i proširenog iznosa primarnog novca izmenjen za vrednost kumuliranih iznosa primarnog novca oslobođenog ili vezanog promenama stopa minimalne rezerve (Ve), pokazao da je stopa promene Ml za polovinu veća od stope promene Ve.

Siebke i Wilms su, razlažući srednju stopu rasta novčane mase u Z. Nemačkoj (period 1958-1968. god.) na dve dodatne komponente, demonstrirali da se stopa porasta novčane mase može statistički svesti na ekspanziju iznosa primarnog novca za 6,7% i na promenu multiplikatora za 1,4%.[690] Međutim, dugoročno kretanje ne garantuje uspeh monetarne politike stabilnosti, budući da promene multiplikatora u kraćem roku imaju znatno veću ulogu. Izražena promenljivost ili kolebljivost multiplikatora indukovana je srazmerna držanja gotovine i struktura depozita (depozita po viđenju, štedni depoziti i oročeni depoziti), koje vremenom variraju u zavisnosti od dispozicija nebankarskih sektora. Zamene između gotovog novca i depozita dovode, no mišljenju Neubauera, do opadajuće ili rastuće potrebe za primarnim novcem i do opadanja, ili povećanja M1 ili M2 usled uključivanja ili isključivanja odnosne aktive. Struktura kamata i nivo

686 K. Brunner, Monetary Policy, Lloyds Bank Review, februar 1981.

687 N. Werner, Finanzwissenschaft, Munchen, Franz Vallen, 1979., M. Rose, Optimale Finanzpolitik, Gustav Fisher Verlag, Stutlgart, 1981., Grupa autora, Staatsfinanzen und Wirtschaft, Kola, Deutscher Instituts – Verlag. 1981.

688 Teorijske relacije neokvantitativne teorije o monetarnoj politici Nojbauer opisuje kvantitativno uprošćeno: Bm=M i MV=Y, gde su: V – iznos primarnog novca, m – multiplikator, M – novčana masa, V – brzina opticaja i Y – nominalni društveni proizvod, Obe jednačine se shvataju kao jednačine za definisanje varijabla m i V, koje se empirijski ne posmatraju kao V, M i Y. Funkcionalni sadržaj jediačina zavisi od odnosa m=M/B i V = Y/M. Pri tome, monetarna politika mora da kontroliše V, dok relacije m i V moraju biti u toku vremena dovoljno konstantne i/ili varijabilne, ali dovoljno podesne za kontrolu.

689 W. M. Neumann, A Theoretical and Empirical Analysis of the German Money Supply Process, 1958-1872, Institut fur Banken und Industrie, Geld und Kredit am Fachhereich Wirlschaftswissenschaft der Freien Universitat Berlin, Diskussionsbeitnige, No. 6, 1976.

690 J. Sibke i M. Wilms, Theorie der Geldpolitik, Berlin, 1974. cr. 134-138. i M. Willms, Zinsteoretische grundlagen der geldpolitik, Berlin, Duncker und Mumbolt, 1971.

kamata uključuju se u ovaj proces supstitucija od strane nebankarskih sektora kao važne determinante. Međutim, monetaristi to ne poriču.

Teorema akceleracije[691] u kvantitativnoj monetarističkoj teoriji implikuje akceleraciju ili deceleraciju stope monetarnog rasta koja indukujerealne efekte, odnosno promene nivoa zaposlenosti i proizvodnje, pri čemu konstantia stopa povećanja novčane mase određuje samo stopu inflacije (Frisch). U kratkom roku, dejstva promene stope povećanja novčane mase prouzrokuje efekte na nivo realnog dohotka, a u dugom roku samo efekte na stopu inflacije (Laidler).[692] U modelima Brunnera, Laidlera i Friedmana teorema akceleracije u okviru tzv. dejstva monetarne akceleracije ili deceleracije efektuira se u formi samo privremenog uticaja na zaposlenost i proizvodnju.[693]

Razmatrajući, simultano, Fridmanove modele,[694] sa sledećim sistemom linearnih diferencijalnih jednačina:[695]

1. $\pi = \pi^* + (Y - Y^*) + (10gX - 10gX^*)$
2. $X = h^* + (1- \alpha) . (u - u^*) - u (10gX - X^*)$
3. $Y = Y^* + 1/ (1 + R\beta) \cdot (m - u^*)$

Helmut Frisch je kvantitativno izradio teoremu akceleracije. Jednačine 1. i 2. reflektuju uticaj razlike između stvarne i očekivane stope povećanja nominalnog dohotka na stopu povećanja realnog dohotka (h) i stopu inflacije (π), dok jednačina 3. pokazuje kako povećanjem egzogene stope povećanja novčane mase, u odnosu na očekivanu stopu povećanja nominalnog dohotka, nastaje pozitivna razlika ($Y - Y^*$). Porast stope povećanja novčane mase, tvrdi Frisch, prouzrokuje realne efekte preko jednačina 1. i 2. čiji se obim određuje odnosom /(1 -) i koji se trajno može realizovati samo i permanentnom akceleracijom povećanja novčane mase.

Navedena Frischova teorema akceleracije kompatibilna je sa Maverovom tezom o predominantnom uticaju monetarnih faktora na nominalni dohodak i implikuje elemente monetarističkog procesa transmisije. No, i teorema akceleracije je empirijska hipoteza, koju je Korieweg statistički testirao, praveći razliku između hopoteze o fiskalnim impulsima, hipoteze o monetarnim impulsima i hipoteze o spoljnoekonomskim impulsima.[696] Empirijski rezultati ne protivreče teoremi, jer su promene rasta proizvodnje malo verovatne u odsustvu monetarnih i spoljnoekonomskih impulsa. Akceleracija povećanja novčane mase, naime, prouzrokuje uvek promene u realnoj proizvodnji, a promene stope povećanja realnog dohotka su skoro uvek korelirale sa promenama stope povećanja novčane mase, iako svaka stopa ekspanzije novčane mase ne indukuje promene stope povećanja realnog dohotka. Trajanje realnih efekata u osnovi zavisi od ritmike prilagođavanja inflatornih predviđanja. No, i pored toga valja podvući, na kraju, da su se u teorijskim modelima opserviranja značaja novca iskristalisala, uglavnom, tri shvatanja: (1) nemonetarističko shvatanje, po kome novac nema nikakav ekonomski

---

691 Teoremu akceleracije Frisch shvata kao najnoviju verziju kvantitativne teorije.

692 D. Laidler, An Elementary Monetarist Model of Stimullaneous Fluctuation in Prices and Output, u H. Frisch (Red.), Inflation in Small Countries, Lecture in Economics.

693 K. Brunner, The Monetarist Revolution in Monetary Theory, Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 105, 1970. i Inflazione, moneta e structura fiscale, Gikffre, Milano, 1976.

694 M. Friedman, A Theoretical Framework of Monetary Analysis, Journal of Political Economy, Vol. 78, 1970, st. 318-327. i A Monetary Theory of Nominal Income, J. P. E., Vol. 79, 1971., st. 323-337.

695 Simboli reprezentuju: π – stopa inflacije, h – stopa neto realnog dohotka, m - stopa povećanja novčane mase, R – stopa promens brzine optinaja novca, β - koeficijent prilagođavanja inflatornih predviđanja, parametri α i $1 - \alpha$ elastičnost cena i proizvodnje, X – nivo realnog dohotka i Y – stopa povećanja nominalnog dohotka

696 R. Korteweg, Inflation, Economic Activity and the Operation of Fiscal, Foreign and Monetary Impulses in the Netherlands – A Preliminary Analysis, 1953-1973, De Economist, juni 1976, st. 616.

uticaj i značaj, (2) monetarističko shvatanje, po kome je novac prvorazredni faktor uticaja na aktivnosti i (3) integralno (kompleksno i kombinovano) shvatanje po kome je novac važan faktor, ali nije presudan činilac ekonomske aktivnosti. Nemonetarističko shvatanje uloge novca zastupali su klasičari (Hume, Ricardo i Mill), koji su na novac gledali kao na tehnički faktor razmene. No, pod uticajem Marksa i Keyncsa, kasniji pobornici nemonetarističkog shvatanja su evoluirali u pravcu pridavanja većeg značaja ulozi novca (Hicks) čime tzv. savremeni nemonetarizam inklinira kompleksnijem shvatanju uloge novca. Za razliku od nemonetarističkog shvatanja, monetarističko shvatanje, kao reakcija na klasična shvatanja o neutralnoj ulozi novca, pokazuje da monetarni faktori igraju ključnu ulogu (Fisher, Hahn, Hawtry), što čikaška škola, na čelu sa Fridmanom, i savremeni monetaristi empirijski potvrđuju. Integralno shvatanje na sredini između ortodoksnog nemonetarizma i eklektičkog monetarizma pripisije novcu manji (Pigon, Harrod, Aftalion, Hicks) ili veći (Wicksell, Casscil i pobornici neowickselijanske škole: Nauek, Machlup, Mises, Robins, Ropke i Strigl) značaj. Ovo shvatanje, dakle, inkorporira shvatanja, koja inkliniraju nemonetarizmu. No, i u krilu savremenog monetarizma, počev od tzv. Fridmanove novelirane kvantitativne teorije novca pa do savremenog monetarizma, sve se više priznaje, da, pored značajne uloge novca, postoje i drugi faktori značajni za ekonomske cikluse i privrednu ravnotežu.[697]

2. MONETARISTIČKI I KEJNZIJANSKI TRANSMISIONI MEHANIZAM

Najveći deo teorijskih i empirijskih istraživanja[698] monetarista u sklopu nove kvantitativne teorije novca posvećen je upravo tražnji novca, koji se shvata kao jedan od jednakovrednih oblika aktive.[699] Tražnja novca, po monetaristima, spada kako u kontekst teorije imovine (jer novac za pojedince predstavlja jedan od oblika imovine), tako i u kontekst teorije kapitala (jer novac za preduzeće predstavlja kapital).

U Fridmanovom modelu tražnja novca krajnjih vlasnika imovine zavisi od visine ukupne vrednosti imovine,[700] podele imovine na ljudski i fizički oblik,[701] očekivane stope

[697] D. Einrig, ATexbook on Monetary Policy, Macmillan St. Martin's Press, London, 1972, J. Ilicks, Critical Essays in Monetary Theory, Word University Press, Oxford, 1967, J. M. Keynes, Treatise on Moneu, The Collected Writings, Macmillan St. Martin's Press, London, 1971., W. T. Newlyn, Theory of Money, Clarendon Press, Oxford, 1971., R. S. Savers, Monetary Thought and Monetary Policy, Clarendon Press, Oxford, 1972. i P. M. Horwitz, Monetary Policy and the Financial System, Prentice-Hall, N. York. 1974.

[698] J. Care i M. R. Darby, The Role of Money Supply Chocks in the Short Run Demand for Money, Journal of Monetary Economics 2/81, st. 183-199, F. A. G. Butter i M. M. G. Fase, The Demand for Money in EEC Countries, Journal of Monetary Economics 2/81, st. 201-230., G. Show, On the LongRun and ShortRun Demand for Money, Journal of Political Economy, april 1966, st. 111-131., B. Morgan, Monetarism and Keynesians, The Macmillan Press, London, 1980., A. D. Bain, Cotnrol of the Money Supplv, Harmondsworth, Penguin Books, 1976., M. B. Stenlcy, Introduction to Monetary Economisc, Harper and Row, N. York, 1975., T. Crump, The Phenomen of Money, Routiedge and Kegan Paul, London, 1981 . F. de Leeuw i E. M. Gramlich, The Channels of Monetary Policy, Federale Reserve Bulletin, juni 1969.

[699] J. Tobin, Asset Accumulation and Economic Activity, Basil Blackwell, Oxford, 1980. i Financial Structure and Monetary Rules, Kredit und Kapital 2/83, st. 155-170.

[700] U Fridmanovom modelu nominaliog nacionalnog dohotka imovina (W) se definiše kao odnos između ukupnog toka dohotka (Y) i kamatne stope (r): W = Y/r tako da je tražnja novca (Md) veća, ukoliko se povećava W.

[701] Podela imovine na ljudski i fizički oblik posmatra se kao odnos između dohotka ostvarenog fizičkim kapitalom i dohotka ostvarenog ljudskim kapitalom (W), pri čemu Md raste sa porastom W.

prinosa novca i ostalih oblika imovine[702] i ostalih promenljivih (koje određuje korisnost usluga novca):[703]

$$Md = f\left(\frac{Y}{r};\ W;\ P;\ r_b - \frac{1}{r_b}\cdot\frac{drb}{dt};\ re + \frac{1}{p}\cdot\frac{dp}{dt} - \frac{1}{re}\cdot\frac{dre}{dt};\ \frac{1}{P}\cdot\frac{dP}{dt};\ n\right)$$

Sa uvođenjem novih pretpostavki,[704] Fridman dobija jednostavniji oblik jednačine nominalne tražnje novca krajnjih korisnika imovine:

$$Md = f\left(W;\ Y;\ P;\ r_b;\ re;\ \frac{1}{P}\cdot\frac{dP}{dt};\ n\right)$$

čiji je cilj da se pokaže da tražnja realne količine novca ne zavisi od nominalnih promenljivih (Y i P):

$$\frac{Md}{P} = f\left(W;\ \frac{Y}{P};\ r_b;\ re;\ \frac{1}{P}\cdot\frac{dP}{P};\ n\right)$$

U suštini, tražnja realne količine novca preduzeća zavisi u krajnjoj instanci od istih promenljivih, kao i tražnja realne količine novca krajnjih vlasnika imovine, s tim što su (1) različiti samo parametri, (2) što je promenljiva W neznačajna i (3) što promenljivu i određuju i drugi parametri. Dodatnim teorijskim pretpostavkama i empirijskim istraživanjima Fridman je identifikovao promenljive od kojih zavisi tražnja realne količine novca:

$$\frac{Md}{P} = f\left[\frac{(y)^*}{p},\ r\right]$$

Tražnja realne količine novca, u najvećoj meri, objašnjava se promenama u trajnom realnom dohotku A*. Dugoročna tražnja realne količine novca nije značajnije zavisna od kamatne stope, iako ciklično postoje promene koje se mogu objasniti promenama kamatne stope. Time se, svakako, dokazuje stabilnost funkcije tražnje realne količine novca, pa, prema tome, i predvidljivost ponude novca pri određivanju uticaja

---

702 Prinos novca zavisi od obima dobara i od opšteg nivoa cena (R). Nominalni prinos obveznice, kao pravo na beskonačni priliv dohotka u konstantnom nominalnom iznosu, zavisi od tržišne kamatne stope (rb) i promene tržišne kamatne stope:

$$rb = \frac{1}{rb}\cdot\frac{drb}{dt}$$

Nominalni prinos obveznice, kao pravo na beskonačan priliv dohotka u konstantnom realnom iznosu, zavisi od tržišne kamatne stope (re), njene promene i opšteg nivoa cena.

$$re + \frac{1}{p}\cdot\frac{dP}{dt} - \frac{1}{re}\cdot\frac{dre}{dt}$$

Ukupan prinos od fizičkih dobara, koji se deli na godišnji, letnji priliv dohotka c na prinos od promene vrednosti fizičkih dobara, zavisi od opšteg nivoa cena.

703 Preferencije i ukusi, kao ostale promenljive, dele se na one koje su konstantni i na one koje ne iskazuju u okviru promenljivih (n)

704 Nominalni dohodak (Y) posmatra se kao surogat za promenljivu imovinu. Prinosi obveznica i akcija posmatraju se kao stabilne stope prinosa (rb i re). Opšta kamatna stopa (r) ;e posmatra kao veličina čije su promene određene sa ponderisanim prosekom promene rb i re, a stope prinosa ljudskog kapitala i stope prinosa fizičkih dobara, čije su, opet, promene ;razmerne promenama rb i re.

promena nominalne količine novca u opticaju na nacionalni dohodak.[705] No, Friedman je stremio da pokaže i podvuče razliku između sopstvenog, Fisherovog i Keynesovog modela.[706] Zbog toga je umesto trajnog dohotka, upotrebio realni dohodak i jednačinu tražnje novca izrazio na sledeći način:

$$Md = P.f\left(\frac{Y}{P}, r\right)$$

Međutim, ova jednačina simultano reprezentuje i Kejnzovu jednačinu preferencije likvidnosti, koja se može interpretirati kao elastičnost tražnje nominalne količine novca koja je u odnosu na promenu opšteg nivoa cena jednaka jedinici, a zavisi od realnog nacionalnog dohotka i kamatne stope. Jasno je da iz Fridmanovih empiričkih istraživanja proističe da ostvareni realni nacionalni dohodak slabo objašnjava tražnju realne količine novca kao trajni realni dohodak, iako je u prvobitnim istraživanjima veći naglasak stavljen na značaj kamatne stope.[707] Za razliku od tražnje novca, monetaristi mnogo manje pažnje pridaju ponudi novca, jer se zalažu, sa empirijskog stanovišta, za takvu definiciju novca koja omogućava maksimalan uticaj na kretanje realnog dohotka i opšti nivo cena. Pošto se pretpostavlja da postoji stabilna veza između rezervi poslovnih banaka (R) i ponude novca (M), da količina gotovog novca u opticaju zavisi od visine depozita kod banaka (C = c• D), da visina depozita privrednog sektora kod banaka zavisi od rezervi poslovnih banaka (D = R/P), da visina rezervi zavisi od količine primarnog novca (R = B – C) i da p i c nastupaju kao konstante, onda se smatra da gotov novac u opticaju (C) i depoziti privrednog sektora kod poslovnih banaka (D) daju najbolju definiciju novca (M = C + D) iz koje se deriviraju promenljive od kojih zavisi ponuda novca:

$$Ms = \frac{1+c}{p+c} \cdot B$$

U tom kontekstu, koeficijent gotovog novca u opticaju (c) i koeficijent potrebnih rezervi (p) zavise od kamatne stope (r): C = f (r) i p = f (r).[708] Prema tome, ponuda novca zavisi od kamatne stope. Pri tome i visina primarnog novca (B), koju određuje centralna banka operacijama na otvorenom tržištu (kupovinom i prodajom hartija od vrednosti), utiče na ponudu novca, dok eskontna stopa centralne banke deluje na koeficijent potrebnih rezervi. No, i pri uticaju promena kamatne stope na ponudu novca, monetaristi tvrde da je centralna banka sposobna da taj uticaj neutrališe posredstvom promena u količini primarnog novca i/ili promena eskontne stope. Usled toga, jednačina

[705] Promene u količini novca neposredno utiču na rashode i prihode u sklopu prilagođavanja strukture imovine željenoj strukturi. A to znači da postoji neposredan transmisioni mehanizam. Međutim, po kejnzijancima povećanje količine novca indukcije nepodudarnost između ponude i tražnje novca, i promeiu kamatne stope, koje deluje na investicije. Kejnzijanski transmisioni mehanizam je, stoga, indirektai, posredan.

[706] M. Friedman, The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results, Journal of Political Economy, avgust 1959.

[707] Doprinos analizi promene količiie iovca, zasnovanoj na fuikcionalnom pristupu, dali su: Teingen, De Leeuw, Goldfield, Tobin i Brainard (R. L. Teigen, Demand and Supply Funclions for Moneu in the United States: Some Struclural Estimates, Econometrica, oktobar 1964, F. De Leeuw, A Model of Financial Behaviour, u J. Duesenberry (Ed.), The Brookings Quarterly Econometric Model of the United states, Rand Mc Nally, Chicago, 1965, S. M. Goldfield, Commercial Bank Behaviour and Economic Activity, North-Holland, Amsterdam, 1966, J. Tobin i W. C. Brainard, Commercial Bank as Creators of Moneu, u D. Carlson (Ed.), Banking and Monetary Studies, R. D. Irwin, Homewood, 1963, A. E. Burger, The Moneu Supply Process, Belmont, Californica, Wedsworth Publiching, 1971. i R. H. Rasche, A Review of Empirical Studies of the Money Supply Mechanism, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, juli 1972.).

[708] Više kamatne stope povećavaju oportunitetne troškove držanja novca i doprinose da poslovne banke drže manje sigurnosnih likvidnih rezervi.

ponude novca Ms = f (r, R, B) može se preformulisati u funkciju ponude novca Ms = Mo, kao egzogena promenljiva.[709]

Empirijski rezultati (Brunner – Meltzer, Laidler, Chow, Feige, Tobin, Lee, Friedman, Hamburger, Miller, Tobin, Anderson, Johnson, Baumol, Thompson, Gramlich, Tucker, Carlson, Cagan, Rasche[710] istraživanja tražnje novca (tj. uticaja varijabile X – dohodak ili imovina i varijabile i – kamatna stopa) pokazuju delovanje pojedinih varijabila na tražnju novca[711] Brunner i Meltzer su pokazali da vrednost imovine bolje objašnjava kretanje tražnje novca (kako Ml tako i M2) u odnosu na permanentni dohodak isto kao i permanentni dohodak u odnosu na ostvareni dohodak. Laidlerovi rezultati pokazuju da vrednost imovine i permanentni dohodak bolje objašnjavaju kretanje tražnje novca u odnosu na ostvareni dohodak po stalnim cenama. Fajge je pokazao da očekivani dohodak bolje objašnjava tražnju novca nego ostvareni dohodak. Show je, uključivanjem odgođenosti efekata, došao do rezultata da ostvareni dohodak bolje objašnjava tražnju novca od permanentnog dohotka[712] i obrnuto, u slučaju isključenja vremenske odgođenosti prilagođavanja tražnje novca promenama dohotka. Međutim, po Tobinu statističke pravilnosti, koje su zapažene između novčane mase i ukupne potrošnje zabeležene su u razdoblju kada su monetarne vlasti bile usmerene na kamatne stope i uslove kredita, a ne na monetarne agregate, poslale su manje pouzdane, kada su se vlasti više monetaristički orijentisale na kontrolu monetarnih agregata, odnosno novčane mase.[713]

---

[709] Najpoznatije jednačine analize promene novčane mase zasnovane na promenama iznosa primarnog novca i monetarnom multišžkatoru su prezentirali Friedman-Schwartz, Cagan, Jordan, Anderson i Nitrpemy (M. Friedman i A. Shwartz, a Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton University Press, Princeton, 1963, Ph. Cagan, Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, Princeton University Press, Princeton, 1965, J. L. Jordan, Elements of Money Stock Determination, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, oktobar 1969, i J. Anderson i T. M. Hymrpgeu, Determinants of Change in the Money Stock, 1960-1970, Federal Reserve Bank of Richmond, Monthly Review, mart 1972). No, jednačina promena količine novca Brunner Meltzera se razlikuje od jednačine Friedman – Schwartz (K. Brunner i A. H. Meltzer, Some Further Investigations of Demande and Supply Functions for Money, The Journal of Finance, maj 1964).

[710] A. Meltzer, The Demand for Money: The Evidence from the Time Series, Journal of Political Economy, juni 1963, D. Laindler, Some Evidence on the demand for Money, Journal of Political Economy, februar 1966, C. Chow, On the LongRun and ShortRun Demand for Money, Journal of Political Economy, april 1966, F. Feige, Expectations and Adjustements in the Monetary Sector, American Economic Review, maj 1967. i J. T. Boorman, The Evidence on the Demand for Money: Theory and Economy, Arlington Henghts, Illinois, 1967.

[711] O različitim definicijama i metodama statističke identifikacije tražnje novca videti: D. P. – Tucker, Macroeconomic Model and the Demand for Money under Market Disequilibrium, Journal of Money, Credit and Banking, februar 1971., J. J Hicks, The Yield Consols, u Critical Essays in Monetary Theory, Oxford University Press, Oxford, 1967, st. 9093., F. de Leeuw i E. M. Gramlich, The Channels of Monetary Policy, Federal Reserve Bulletin, maj 1969, st. 480-481., D. Savage, The Channels of Monetary Influence, National Institute Economic Review, No. 83, 1978., H. R. Vane i J. L. Thompson, Monetarism, M. Robertson, Oxford, 1979., M. Artis i M. Lewis, Monetary Control in the UK, Phlllip Allan, 1981., E. J. BomhofT, The Quantity Theory and Rational Expectation, North-Holland, Amsterdam, 1980., A. Schwartz, Empirical Fundings of the Study Monetary Trends in the United States and the United Kingdom, Proceedings and Reports, Florida State University, Talahassee, Sv. 15, 1981., st. 118. iE. A Thompson, Who Should Control the Money Supply?, American Economic Review 2/81, st. 356-361.

[712] Koncepcije "permanentnog" (stalnog) dohotka (Friedman) dohotka "životnog ciklusa" (Modigliani) u okviru funkcije potrošnje objašnjavaju ponašanje pojedinaca u pogledu potrošnje. Na to se nadovezuje pojam "očekivanog dohotka", koji se menja u zavisnosti od mesta pojedinca u životnom ciklusu, i pojam "radne snosobnosti", koja se definiše kao diskontovana vrednost budućih dohodaka (I. Willasen, A Theoretical and Empirical Study of the Consumption Function, Institute of Economics of the University of Osio. Oslo, 1976). Friedman je, svojevremeno, u jednačinu tražnje novca $M/NP_p = Y (Yp/NPp)\sigma$, gde su: M - tražnja novca (koja se meri kao količina novca), Yp – permanentni dohodak po tekućim cenama, N – broj stanovnika i P_p – trajni nivo cena, eksploatisao tzv. "permanentni dohodak" (M. Friedman, Tražnja novca – teorijski i empirički rezultati, u "Teorija novca i monetarna politika", Rad, Beograd, 1973, st. 47 i 52.).

[713] J. Tobin, Asset Accumulation and Economic Activity, op. cit., st. 47. i M. N. Bailly Stabilization Policy and Private Economic Behavior, Brookings papers on Economic Activity 1/78.

Empirijska istraživanja uticaja kamatne stope na tražnju novca pokazuju inverznu zavisnost:[714] Stabilnost funkcionalne zavisnosti promena tražnje novca od promena kamatne stope je relativno mala, dok je povezanost nivoa tražnje novca i kamatne stope relativno velika. Bruner i Mehzer su ukazali na relativno visoku osetljivost tražnje novca (kako M1 tako i M2) na kamatnu stopu (dugoročnu). Laidler i Tobin su pokazali da je osetljivost tražnje novca veća od dugoročne kamatne stope u poređenju sa kratkoročnim. Lee je istraživao uticaj alterantivnih vrsta kamatnih stopa na tražnju novca, a Smith i Winder paralelni uticaj kamatne stope i stope porasta cena na tražnju novca. Fridman je, pak, pobijao svaki značajan uticaj kamatne stope na tražnju novca. Empirijska istraživanja tražnje novca od strane preduzeća (Meltzer i Miller-Or), tražnje novca od strane domaćinstava (Hambuger i Santomero), tražnje novca za spekulativne svrhe (Fisher), tražnje novca za transakcione svrhe (Baumol, Johnson, Tobin i Anderson), tražnje novca za držanje "neaktivnog" novca (Tobin), tražnje novca zasnovane na očekivanjima (Smith i Minder), tražnje novca sa stanovišta tražnje gotovog novca (Lewis i Brean) i tražnje novca po pojedinim zemljama (Fase, Kune, Jacche, Frowen, hamburger, Rausser i Laumas), bez obzira na dobijene rezultate, značajna su sa stanovišta budućeg razvoja monetarne teorije.[715]

Monetaristi stavljaju težišta na ponudu i tražnju realne količine novca, što reprezentuje monetarističku verziju transmisionog procesa i reflektuje uticaj promene novčane mase na dohodak.[716] U okviru transmisionog procesa, Fridmanova varijanta

[714] K. Brunner i A. Meltzer, Predicting Velocity: Implication for Theory and Policy, Journal of Finance, maj 1963, D. Laidler, Some Evidence on the Demand for Money, Journal of Political Economy, februar 1966. i The Demand for Money: Theories and Evidence, International Texbook Economy, Scranton, 1969, J. Tobin, The Monetary Interpretation of History, American Economic Review, juni 1965., T. H. Lee, Alternative Interest Rates and the Demand for Money: The Empirical Evidence, American Economic Review, decembar 1967, L. B. Smithe i J. W. L. Winder, Price and Interest Rate Expectations and the Demand for Money in Canada, Journal of Finance, juni 1971, .M. Friedman, Tražnja novca teorijski i empirijski rezultati, u "Teorija novca i monetarna politika", Rad, Beograd, 1973.

[715] A. Meltzer, The Demand for Money: A Cross Section Study of Business Firmes, Quarterly Journal of Economics, avgust 1963, M. Muller i D. Orr, The Demand for money by Firms Extension of Analytical Results, Journal of Finance, decembar 1968, M. J. Hamburger, The Demand for Money by Households, Money Substitutes and Monetary Policy, Journal of Political Economy, decembar 1966, A. Santomero, A Model for Demand for Money by Households, Journal of Finance, mart 1974, B. J. Wilbrate, Some Esential Differences in the Demand for Money by Households and Firms, Journal of Finance, novembar 1975, D. Fisher, The Speculative Demand for Money: An Empirical test, Economica, 15/1973, H. G. Johnson, Frurther Essays in Monetary Economics, G. Allen and Unwin, London, 1972, J. Tobin, Liquidity Preference and Monetary Policy, Review of Fxonomics and Statistics, maj 1947. i The Interest EIasticity of Transaction Demand for Cash, Review of Economics and statistics, avgust 1956, R. E. Anderson, An Individuals Transactions Demand for Money: A Utility Maximization Approach, Journal of monetary Economics, april 1976, K. A. Lemis i T. F. Brean, Empirical Issues in the Demand for Economy: A Multinational Study, Journal of Finance, septembar 1975, L. Smith i J. Winder, The Adaptive Economy Model of the Demand for Money: Some Further Results, Staff Papers, mart 1971, M. J. Hamburger, The Demand for Money in a open Economy: Germany and the United Kington, Joumal of Monetary Economics, januar 1977, G. C. Rausser i P. S. Loumas, The Stability of the Dcmand of Money in Canada, Journal of Monetary Economics, juli 1976, M. M. Fase i J. B. Kune, The Demand for Money in Thirteen European and NonEuropean Countries: A Tabular Survey, Kredit und Capital, 3/1975, G. Hache, The Demand for Money in the United Kingdom: Experiance since 1971, Quarterly Billutin, Bank of England, setembar 1974. i S. F. Frowen, the Demand for and Supply of Money in thy Federal Republic of Germany: 1965 + 1974, u Monetary Policy and Economic Activity in West Germany, Surrey University Press, London, 1977., Y. Ch. Park, The Variability of Velocity: An International Compareson, Staff Papers, novembar 1970. i Ph. Cagan, The Monetary dinamycs of Hiperinflation, u M. Friedman (Ed.), Studies in the Quantity Theory of Money, The University of Chicago Press, Chicago, 1956.

[716] M. Monti, Problemi di economica monetaria, Milano, Etas Kompas, 1969, G. G. Kaufman, Money, The Financial system and the Economy, Chicago-London, McNalIy and Co., 1973., D. Laidler, Monetarist Perspective, Philip Allan, Oxford, 1982., L. B. Thomas, Money, Banking and Economic Activity, Englewood Clifts, Prentice – Hall, 1982., J. A. Cochran, Money, Banking and the Economy, Macmillan, N. York, 1983., RC. Wallich, Monetary Policy and Practice, Heath, Lexington Books, Lexington, 1982., D. Wrightsman, An Introduction to Monetary Theory and Policy, The Free Press, N. York, 1976., B. N. Siegel, Money, Banking and the Economy. A Monetarist Wiew, N. York, Academic Press, 1982., V. Tanzi, Demand for Money, Interest Rates and Income Taxation, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, decembar 1974., cr. 319-328. i D. G. Pierce i D. M. Shaw, Monetary Economics: Theories, Evidence and Policy, London, Butterworth, 1974.

naglašava dejstva substitucije i uticaj promena novčane mase na nominalnu kamatnu stopu, a Brunner-Meltzerova varijanta naglašava dejstva relativnih cena i zaliha. Pridavajući veći značaj promenama cena (nego kejnzijanci), obe varijante naglašavaju značaj razlikovanja nominalne i realne kamatne stope. Mayer, za razliku od Friedmana i Brunner-Meltzera, razmatra transmisioni proces samo u vezi sa promenama količine novca, ali ne i sa fiskalnom politikom. Jer, promene fiskalne politike izazivaju tzv. istiskivanje privatnog sektora sa tržišta (monetaristički argument). Monetaristi tvrde da nefinansij ski sektori, ukoliko raspolažu velikom količinom novca, povećavaju iz datke na robu i obveznice, i time smanjuju količinu novca; dok fiskalisti (kejnzijanci), stavljajući naglasak na relativni prinos, tvrde da nefinan sijski sektori, koji imaju suviše novca, imaju suviše novca, imaju manji prinos od količine novca koju drže od prinosa koji mogu dobiti od drugih vrsta aktiva (i, stoga, kupuju druge vrste aktiva). Usklađivanje portfelja u funkciji izjednačavanja prinosa obuhvata hartije od vrednosti (dakle, ak tivu koja je slična novcu), a ne robi, Iz tog razloga, fiskalisti i moneta risti operišu različitim oblicima aktive u okviru procesa transmisije. Monetaristi posmatraju novac, kao pojam suprotan nivou cena (jer se novac upotrebljava za kupovinu robe), a fiskalisti cenu novca nazivaju kamatnom stopom (s obzirom da se novac opservira kao sredstvo koje može da se plasi ra u vidu zajma ili da se drži u vidu novca).[717] U suštini, razlika između kejnzijanskog i monetarističkog gledišta svodi se, na razliku između novca i kredita i na razliku u poimanju cene novca (Friedman). Po moneta ristima, kamatna stopa je cena kredita (a inverzivni nivo cena je cena novca), dok je po fiskalistima kamatna stopa cena novca.[718] Ove razlike su, dakle, značajne kada se upotrebljava kriva tražnje novca.

Pitanje, da li novac utiče na dohodak posredno ili neposredno, unosi terminološku razliku. Jer, monetaristi mogu preformulisati monetari stičku koncepciju respektovanjem kamatne stope, dok fiskalisti mogu re definisati kejnzijansku teoriju izostavljanjem kamatne stope. Porast re alne količine novca deluje na smanjenje uračunate kamatne stope na novčana sredstva Usled toga – ističe Majer – monetaristi mogu da tvrde da se uračunata kamatna stopa na novčana sredstva koja drže nefinansijski sek tori smanjila (umesto da tvrde da nefinansijski sektori drže više novca nego što žele i dazbog toga povećavaju izdatke). Nefinansijski sektori neposredno povećavaju izdatke da bi izjednačili marginalne prinose i posredno usled porasta količine novca (jer je prinos od ostalih oblika aktive konstantan). Fiskalisti, po Majeru mogu koristiti grafikon sklonosti ka likvidnosti da bi pokazali kako povećanje količine novca kod nefinansijskog sektora iznad optimalnog dovodi do kupovine hartija od vrednosti radi izjednačavanja stope marginalnih prinosa. Prema tome, ukoliko egzistira kriva tražnje, bilo robe bilo novca, svaka promena može se predstaviti bilo cenom ili kamatnom stopom, bilo količinom ili količinom novca. A ako je kriva tražnje data, nije bitno da li se analiza pravi sa aspekta količine novca ili kamatne stope, jer se dobija isti rezultat (Fridman i Park).[719] Međutim,

[717] Pesek i Saving smatraju da svaki novac predstavlja čistu imovinu (R. Pesek i I. Saving, Money, Wealth and Economic Theory, Collier Macmillan, N. York, 1967). Gurley i Shaw, pak, prave razliku između novca koji nema protivstavku u obavezama (tj. spoljni novac ili outside money) i novca koji ima protivstavku u obavezama (tj. unutrašnji novac ili inside money) i ističu da samo spoljni novac (kreiran izdavanjem obveznica države) predstavlja čistu imovinu (J. Gurly i E. Show, Moneu in a Theory of Finance, Allen and Unwin, Washington, 1960.)

[718] G. C. Chow, On the LongRun and ShortRun Demand for Money, Journal of Political Economy, april 1968, st. 111-132., E. W. Gibson, Interest Ratesand Monetary Policy, Journal of Political Economy, maj-juni 1970, st. 431-455, M.J. Hamburger, Alternative Interest Rates and the Demand for Money, Comment, American Economic Review, juni 1969, st. 407-412. i J. R. Hicks, Inflation and Inlerest, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, septembar 1970, st. 261-276.

[719] Y. C. Park, Some Current Issues on the Transmission Process of Monetary Policy, Staff Papers, mart 1972, ct. 38-39. i M Friedman, A Theoretical Framework for Monetary Analysis, National Bureau of Economic Research, Occasional Papers, No, 112, 1971, st. 28 i Y. C. Park, Oil Money and the World Economy, London, Wilton House

za razliku od pitanja merenja, pitanje stabilnosti tražnje novca je daleko značajniji aspekt polemike monetarista i kejnzijanaca, s obzirom da se odnosi na promene nominalnog dohotka koje zavise od promene količine novca. Usled drugačije teorije kamatne stope, kejnzijanci mnogo ozbiljnije shvataju nestabilnost tražnje novca od monetarista (što je glavna razlika između ovih škola). Ukoliko je, naime, tražnja novca nestabilna, usled promena marginalne efikasnosti investicija, utoliko povećana količina novca ne omogućava sigurnu prognozu povećanja izdataka bez obzira da li se proces formuliše sa monetarističkog ili fiskalističkog stanovišta. Monetaristi smatraju da će sa povećanjem količine novca opadati nominalna kamatna stopa u toku kraćeg perioda. Ona će se, doduše, uskoro vratiti na prvobitan nivo (ili na viši nivo usled Fišerovog dejstva). Stoga, monetaristi smatraju predviđenu realnu kamatnu stopu relativno stabilnom veličinom. Promene realne kamatne stope (predviđene), kao faktor fluktuiranja tražnje novca, manje je indikativan monetaristima nego fiskalistima. Monetaristi zapravo smatraju da je predviđena realna kamatna stopa i tražnja stabilnija (u odnosu na kejnzijance), jer su podsticaji za trošenje stabilniji nego što misle fiskalisti. Kejnzijanci su (za razliku od monetarista) u procesu predviđanja kretanja izdataka naklonjeniji posmatranju kretanja kamatnih stopa i respektuju promene tražnje novca i promene novčane mase. Savremeni kejnzijanci, nasuprot Kejnzu (koji je tražnju novca smatrao nestabilnom), više veruju u stabilnost tražnje novca. Ali, i pristalice kvantitativne teorije, tvrdi Fridman, ne misle više da tražnja novca mora biti stabilna varijabila u numeričkom smislu.[720]

Promene kamatne stope pružaju više informacija od promena novčane mase, jer beleže i promene u domenu ponude i tražnje. No, pitanje izbora između promena novčane mase i promena kamatne stope svodi se na problem merenja, budući da monetaristi više koriste novčanu masu nego kamatnu stopu (a kejnzijanci obrnuto, radije koriste kamatnu stopu nego novčanu masu). Po monetaristima se novčana masa preciznije meri, dok je kamatna stopa amalgam mnogih kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa koje je teško svesti na jednu meru. S druge strane, teorija ročne strukture nije potpuno pouzdana, a sve kamatne stope na tržištu ne mogu da se prate. Nadalje, valja obuhvatiti uračunate kamatne stope i troškove zaduživanja. Najzad, predviđena realna kamatna stopa ne može pouzdano da se aproksimira ekonometrijskim modelima, s obzirom na velike oscilacije stope inflacije. Samim tim, promene nominalnih kamatnih stopa postaju nepouzdan orijentir za potrebne promene predviđene realne kamatne stope. Usled toga, monetaristi se okreću upotrebi novčane mase iako fiskalisti tvrde da se ni novčana masa ne može precizno meriti. Majer je, stoga, u pravu, kada kaže da novac, kako ga shvataju monetaristi, nema precizan empirički kontrapart. Pitanje je da li za aproksimaciju treba koristiti M1 ili M2, odnosno neku ponderisanu srednju vrednost, jer se stope rasta M1 i M2 u SAD razlikuju usled ograničenja kamate na depozite (a i pokušaji ispitivanja da li M1 ili M2 ima veću korelaciju sa dohotkom nisu dali zadovoljavajuće rezultate). U domenu iznalaženja precizne mere za teorijski termin novac ni sami monetaristi se ne saglašavaju, pogotovu što je potrebno uzeti u obzir predviđanja stopa inflacije, koje utiču na držanje količine gotovinskih sredstava od strane nefinansijskog sektora. Usled toga, kejnzijanci su spremni da tvrde da je mnogo lakše merenje kamatne stope u odnosu na novčanu masu. Ali, monetaristi kao kontraargument koriste činjenicu da su greške mnogo veće u procesu merenja kamatne stope nego novčane mase. Pored iznetog, obuhvaćene vrste aktive reprezentuju, isto tako, razliku između monetarista i kejnzijanaca

Publications, 1976. i The Variability of Velocity: an International Comparison, Staff Papers, novembar 1970, st. 620-637.

720 M. Friedman, The Quantity Theory of Money: A Restatement, op. cit., st. 17-19.

u eksplikaciji transmisionog procesa. Kejnzijanci smatraju da porast novčane mase ne utiče na potrošnju, već samo na investicije iz dva razloga: prvo, porast novčane mase utiče na smanjenje kamatne stope, koje, kao troškovi zaduživanja, podstiču tražnju robe, koja se kupuje na kredit (dakle, niži troškovi zaduživanja podstiču privredne investicije) i, drugo, kamatna stopa neposredno ne utiče na sklonost ka potrošnji, a porast novčane mase utiče samo na investicije (budući da se promene kamatne stope posmatraju samo sa stanovišta zaduživanja). Doduše, ovo je gledište postkejnzijansko, a ne kejnzijansko – tvrdi Brunner.[721] Ali, i kejnzijanski dokazi o neelastičnosti potrošnje u odnosu na kamatnu stopu poslužili su samo za razlaganje modela na odluke o strukturi imovine (da li držati novac ili obveznice) i na odluke o raspolaganju dohotkom (da li štedeti ili trošiti) nerespektujući povratno dejstvo odluke o držanju imovine na potrošnju usled promena sklonosti ka potrošnji pri promeni kamatne stope. Suprotno od kejnzijanaca, monetaristi dosledno tvrde da porast novčane mase utiče na povećanje količine novca koju drže nefinansijski sektori u odnosu na količine hartija od vrednosti i ostalih oblika aktive. Zato nefinansijski sektori troše višak sredstava za kupovinu hartija od vrednosti, investicionih dobara i potrošne robe kako bi uravnotežili marginalne prinose. Da li promene novčane mase utiču na promene nominalnog dohotka i da li izbor aktive upliviše na snagu dejstva koje ima sama promena novčane mase? Ukoliko promene novčane mase utiču i na investicije i na potrošnju, utoliko novac ima mnogo veći efekat na dohodak nego kada bi on delovao na investicije – odgovara Majer u ime monetarista. Pošto su empirijska proučavanja privrednih investicija pokazala da kamatne stope imaju malu (skromnu) ulogu, to su monetaristi, u polemici o kanalima monetarnog dejstva, imali jak argument da tvrde da promene novčane mase ne deluju samo preko investicija (već i preko potrošnje) i da kejnzijancima dokažu kako pogrešno smatraju da su investicije jedina veza između novčane mase i dohotka. No, i pored toga, pojedini ekonomisti mogu prihvatiti kejnzijansko gledište o transmisionom procesu (tj. da promene novčane mase deluju samo preko investicija) i da smatraju data dejstva veoma velikim usled velike elastičnosti investicija u odnosu na kamatnu stopu.[722] Isto tako, određeni ekonomisti mogu da prihvate gledište o uticaju novčane mase i na potrošnju i na investicije, te da smatraju da su ukupna dejstva slaba – vešto zaključuje Majer, kao pobornik monetarizma.

U suštini, ekonomisti mogu da prihvate monetarističko gledište o transmisionom procesu[723] i da odbace kvantitativnu teoriju u smislu dominantnog uticaja novčane mase na promene nominalnog dohotka. I, obrnuto posmatrano, ekonomisti mogu prihvatiti kejnzijansku verziju transmisionog procesa, a da se ne odbaci teza monetarista da monetarni faktori imaju dominantan uticaj na nominalni dohodak (pod uslovom da je

[721] K. Brunner, The Monetarist Revolution in Monetary Theory, op. cit. st. 3. i M. Tonveronachi, Friedman and Schwartz on Monetary Trends in the USA and the UK from 1867 to 1975. A First Assessement, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, juli 1983, st. 117-140., C. Goodhart, Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: A British Review, Journal of Economic Literature, decembar 1982. i R. Harrod, Discussion Paper on M. Friedman's "A Monetary Theory of Nominal Income", u G. Slavton i Sedgwick, Monetary Theory and Policy in the 1970, Oxford University Press, Oxford, 1971.

[722] W. N. Buiter, Real Exchange Rate Overshooling and the Cost of Bringing Down Inflation, European Economic Review, maj-juni 1982, st. 85-125., R. C. Fair, Estimated Output, Price, Interest Rate and Exchange Rate Linkages Among Countries, Journal of Political Economy, juni 1982, st. 507-536., J. A. Frenkel i C. A. Rodriguez, Exchange Rate Dynamics and the Overshooting Hypothesis, Staff papers, mart 1982, st. 130.

[723] Transmisioni mehanizam monetarnih procesa reprezentuje sistem funkcionalnih povezanih varijabila koje objašnjavaju međusobne uticaje promena iznosa moietarnih agregata i tražnje monetarnih agregata na nemonetarne varijabile u procesu uspostavljanja monetarne ravnoteže (proces monetarnog uravnotežavanja). Simultano, transmisioni mehanizam eksplicira i uticaje egzogenih promena nemonetarnih varijabila na promene monetarne varijabile i mopetarnu neravnotežu, kanale delovanja monetarne neravnoteže na obim proizvodnje i nivo cena, uticaje agregatnih promena proizvodnje i cena na monetarnu ravnotežu i povratne efekte, kao i monetarne uticaje na realna kretanja (Dr D. Dimitrijević, Monetarna analiza, Niš, 1981, st. 260-262).

elastičnost investicija na kamatne stope velika i da je elastičnost funkcije sklonosti ka likvidnosti mala). Monetaristi dakle, već uobičajeno ističu predominantnost delovanja impulsa monetarnih faktora na nominalni dohodak, mada neokvantitativna teorija, kao teorija nominalnog dohotka, postaje trivijalna, ukoliko ne dokaže razlaganje monetarnog impulsa u realni efekat (efekat proizvodnje i zaposlenosti) i efekat cena (Frisch). Međutim, Brunner i Meltzer su, razrađujući novu verziju monetarističkog transmisionog procesa, ukazali na još jednu bitnu razliku između monetarista i kejnzijanaca.[724] Utvrđujući da je Fridmanova verzija u suštini kejnzijanska po postavkama i kritički ocenjujući kejnzijanski transmisioni proces, Brunner i Meltzer naglašavaju dejstvo procesa relativnih cena i zaliha, i time sistem više približavaju klasičnoj nego kejnzijanskoj ravnoteži.[725]

U suštini, postoje četiri dodirne tačke između hipoteze o dominantnoj ulozi količine novca i monetarističke verzije transmisionog procesa: (1) stabilnost tražnje novca, (2) relativna mogućnost merenja novca i kamatne stope, (3) aktiva i (4) dejstva relativnih cena i dejstva zaliha (Brunner). Iz tih razloga, Brunner ističe da se naizgled nerešiv spor između pobornika veće uloge javnog sektora i pobornika vrlo ograničene uloge javnog sektora u krajnjoj liniji može svesti na pitanje uopštavanja transmisionog mehanizma.[726] U Hicksovskoj verziji ISLM okvira, tvrdi Brunner, novac ima ograničen opseg supstitucionalnih odnosa, s obzirom da se supstitucija može odvijati samo između novca i obveznica, kao oblik finansijske aktive (ali ne i između realne aktive i novca ili hartija od vrednosti, jer se, usled značajnih troškova transakcija, realna aktiva zamrzava i portfeljima). S druge strane, kamatna stopa reprezentuje stopu prinosa na finansijsku aktivu, pri čemu se elastičnost ukupne tražnje na kamatu objašnjava troškovima uzimanja zajmova Suprotno od hicksijanske verzije, Melcerova verzija pokazuje da je moguća svaka zamena finansijske i realne aktive. Kamatna stopa izražava realnu stopu prinosa na realnu aktivu dopunjenom očekivanom stopom inflacije s tim što se odbacuje eksplikacija elastičnost ukupne tražnje na kamatnu stopu i pojava klopke likvidnosti sa stanovišta troškova uzimanja kredita.[727] Melcerova pretpostavka o savršenoj zamenljivosti može se tumačiti sa stanovišta čvršćih supstitucionih odnosa između različitih vrsta nenovčane finansijske aktive i realne aktive, s jedne strane, i sa stanovišta labilnijih supstitucionih odnosa između novca i finansijske i realne aktive, s druge strane. Brunner prihvata dru gu verziju alternativnih tumačenja poznate paradigme, odbacujući hicksovski postulat o ograničenom obimu supstituta i prvu interpretaciju Melcerove verzije. Novac, po Brunneru, ima opšti opseg zamenljivosti u svim pravcima, što se, kao pretpostavka, u analizu uvodi pomoću jednačine kreditnog tržišta, koja dopunjuje jednačinu novčanog tržišta i što se pri usklađivanju portfelja podrazumeva međusobno delovanje tržišta na realnu i finansijsku aktivu.[728] No, ova postavka o zamenljivosti ili o supstitucionim odnosima istovremeno potvrđuje stav da nagibi ISLM krivih nisu dovoljni uslovi za potvrdu postavke o relativnoj efikasnosti monetarnih impulsa,[729] jer postavke o monetarnoj i fiskalnoj politici bitno ne zavise od stepena elastičnosti tražnje novca na kamatu. Opšta zamenljivost samo proširuje obim kanala transmisije monetarnih impulsa

[724] K. Brunner – A. Meltzer, Money Debt and Economic Activity, Journal of Political Economy, Vol. 80, setembar-oktobar 1972, st. 951-977.

[725] Y. Ch. Park, op. cit., st. 31. i The Transmission Process of Monetary Policy, Staff papers, mart 1972. i R. W. Spencer, Channels of Monetary Influence: A Survey, Federal Reserve Bank St. Louis, Reviesy, novembar 1974.

[726] E. Classen i P. Salin, Recent Issues in the Theory of Flewible Exchange Rates, North-Holland, Amsterdam, 1983. i J. Huston McCulloch, Money and Inflation. A Monetarist Approach, Academic Press, N. York, 1982.

[727] Meltzer, L., Weath, Saving and the Rate of Interest, of Political Economy, april 1951.

[728] K. Brunner i A. Meltzer, Reply – Monetarism, op. cit., st. 186.

[729] T. Mayer, The Structure of Monetarism, op. cit., st. 203.

na tempo ekonomske aktivnosti i nivo cena.[730] Ali eksplicitna formalizacija osnovne ideje varira, jer Bruner-Melcerov model npr. sadrži posebnu predstavu ove ideje, koja potencira ulogu usklađivanja relativnih cena svih oblika aktive i između aktive i realne potrošnje ili prinosa od aktive.[731]

Mayer tvrdi da monetariste interesuju ljudi kao imaoci novca i da, stoga, posmatraju samo ponudu i tražnju novca Međutim, ova tvrdnja nije uvek tačna za opšti opis monetarističke analize iz više razloga: (l) monetarni pristup platnom bilansu[732] često uključuje formulacije u kojima se težište stavlja na tržište novca i ponudu i tražnju novca, (2) Brunner – Meltzerova analiza ističe ulogu kreditnog tržišta i analizira međusobno delovanje finansijskog i robnog tržišta, koja su pod uticajem povratnog dejstva odnosa u državnom budžetu[733] i (3) monetaristička analiza isključivo ne proučava prilagođavanje privrede prekomernoj ponudi novca.[734]

Mayer, isto tako, tvrdi da nije teško shvatiti zašto bi se kejnzijanac složio sa pristalicom kvantitativne teorije da treba posmatrati novčanu masu, a ne kamatnu stopu u opisu transmisionog mehanizma, s jedne strane, i da je teško shvatiti zašto bi monetarista radije koristio kamatnu stopu umesto novčane mase u istom opisu, s druge strane.[735] Međutim, probleme u oblasti odnosa supstitucije nije logično objašnjavati kao izbor između posmatranja kamatnih stopa i posmatranja novčane mase. Jer, novčana masa, po Brunneru, predstavlja samo manji deo mehanizma transmisije, koji je u suštini određen procesom relativnih cena, koji obuhvata sve vrste aktive i prinos od svih oblika aktive, i malo kamatnih stopa na finansijsku aktivu. Najzad, Mayer tvrdi, pri razmatranju relativne merljivosti i grešaka merenja novčane mase i kamatne stope, da monetaristi radije koriste novčanu masu nego kamatnu stopu (jer se novčana masa mnogo tačnije može meriti) i da relativna merljivost ovih veličina utiče na svojstva mehanizma transmisije. No, Brunner smatra da relativne greške u merenju nemaju logične veze sa pitanjem transmisionog mehanizma, jer relativne greške u merenju zahtevaju odgovarajuće strategije empirijskog istraživanja (koje ne utiču na razliku između različitih gledišta o mehanizmu transmisije) iako utiču na izbor cilja, tj. izbor optimalne strategije monetarne politike. Time što monetaristička analiza mehanizma transmisije implicitno podrazumeva relativno malu grešku u merenju novčane mase i što kejnzijanska analiza implicitno podrazumeva relativno malu grešku u merenju kamatnih

[730] K. Brunner, Survey of Selected Issues in Monetary Analysis, op. cit., st. 4.

[731] K. Brunner i A. Meltzer, Moneu, Debt and Economic Activitv, Journal of Political Esospotu, septembaroktobar, 1972, st 951-977 i An Aggregalive Theory for a Closed Economy, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 69-103.

[732] Opširnije o uticaju platnog bilanea na monetarna kretanja i uticaja monetarnih kretanja na platni bilans konsultovati tzv. monetarnu teorju platnog bilansa: N. G. Johnson, The Monetary Approach to BalanceofPayments Theogu, Further Essavs in Monetary Economics, London, 1974, R. A. Mundell, Monetary Theory: Inflation, Interest, and Growth in the World Economy. Pacific Palisodes, goodvear, California 1971., T. M. Humphrey i R. E. Keleher, The Monetary Approach to the balance of Pavments, Exchange Rates and World Inflation, Praeger, N. York, 1982., M. Kreimin, The Monetary Approach to the Balance of Paymenls, Princeton, 1978., P. Kenen i P. AJIen, The Balance of Pavments, Exchange Rates, and Economic Policy, Princeton, 1979., R. A. Mundell, The Appropriate Useof Monetary and Fiscal Policy UnderFixed Exchange Rates, Staff papers, mart 1962., S. T. Turnovskv, Monetary Policy and Foreeign Price Disturbances Under Flexible Exchange Rates, Journal of Money, Credit and Banking 2/81, st. 135-155, J. Frenkel i Ll. Johnson, the Economics of Exchange Rates: Selected Studies, Reading, Massachussets, Addison – Wesley Publishing Sotrapu, 1978., W. E. Weber, Output Variability Under Monetary Policy and Eschange Rate Rules, Journal of Political Economy, avgust 1981., st. 733-751. i J. Ilerin, A. Lindbeck i J. Myrhman, FIexible Exchange Rates and Stabilization Rolisu, Maemillan, London, 1977.

[733] K. Brunner i A. H. Meltzer, A Monetarist Framework for Aggregative Analysis, Kredit und Kapital, No. 1. 19772.

[734] Mayer, Brunner i Meltzer su detaljno proučili kratkoročne i dugoročne posledice javnog duga i razradili dugoročne posledice sve veće nesigurnosti u pogledu trendova politike ili sve vepe nesigurnosti pravila igre sa kojima se susreću investitori i proizvođači.

[735] Kao problem u vezi sa prirodom mehapizma transmisije, Mayer naglašava relativnu stabilnost tražnje novca, dok Brunner smatra da se tvrđenje o relativnoj stabilnosti novca ne odnosi na prirodu mehanizma transmisije.

stopa, polemika između monetarista i kejnzijanaca ne dobija u snazi sa stanovišta argumenata, jer u osnovi ne predstavljaju ništa drugo nego nadmudrivanje – omiljena opaska Modiglianija.[736]

Mehanizam transmisije, po M. Fridmanu, u osnovi se odnosi na uticaj novca na nominalni dohodak. Mayerovo razmatranje tzv. monetarističkog modela procesa transmisije inkorporiše stabilnost tražnje novca, relativnu merljivost novca u odnosu na kamatne stope, razne oblike aktive i uticaj relativnih cena i količine (BrunnerMeltzerov dodatni stav). Mauerova razlika između numeričke i funkcionalne stabilnosti odnosi se na pitanje varijabila funkcije ponašanja. Funkcija tražnje novca M = f(Y), koju Fridman upotrebljava, promenljiva je, jer ne obuhvata uticaj tekuće kamate poput modela zaliha Baumola i Tobina.[737]

U Kejnzovom modelu, tražnja novca u spekulativne svrhe, M = f(Y, r), je, takođe, promenljiva, jer ne obuhvata razliku između tekuće kamate i očekivane kamate. Pošto Fridmanova definicija funkcije tražnje novca (koja dopušta mnoge varijabile na desnoj strani jednačine) i pošto modeli tražnje novca obuhvataju kamatne stope kao varijabile na desnoj strani jednačine, poput Goldfelda u kejnzijanskom pristupu,[738] pitanje stabilnosti funkcije tražnje očigledno postaje empirijsko, a ne teorijsko pitanje.[739]

Problem zamki likvidnosti u literaturi o tražnji novca i crowdingout efekta u vezi "kreditiranja" mera fiskalne politike, u suštini su empirijska pitanja stabilnosti funkcije tražnje novca, koja inkorporiše prisustvo varijabile imovine. Kejnzijanska zamka likvidnosti[740] implicira oblik funkcije M = f (Y, r), koja nije definisana za r < rx; dok opšte definisana funkcija M a= f (Y, r, W), odražava zamku likvidnosti pod uslovom da je $\partial M/\partial M = 1$ za $r < r^x$. "Crowdingeffect" zavisi od promene funkcije M = f (Y, r), jer sistem prima injekciju od dugoročnih obveznica (M. Fridman); što su svojevremeno dokazali Blinder, Solow i Tobin.[741] Prema tome funkcija M = f (Y, r) je promenljiva usled toga što tačno definisana funkcija tražnje novca treba da glasi M = f (Y, r, W), iako Ando i Modigliani teorijski potvrđuju nezavisnost tražnje novca u odnosu na varijabilu imovine[742] (što je suprotno od Goldfeldove tvrdnje, da je zavisnost imovine a priori racionalna). Mayerovo razmatranje mehanizma transmisije odnosi se na problem merenja količine novca i kamatne stope. Promene preferencija u pogledu držanja aktive i institucionalnih okvira otežavaju utvrđivanje količine novca, a promene očekivane inflacije cena u budućnosti i razlike u pogledu rizika držanja aktive otežavaju utvrđivanja kamatne stope. Jasno je, pri tome, tvrdi M. Fridman, da se uzroci promena a priori ne mogu znati i da se greške merenja a priori ne mogu izbeći. Međutim, i vrste aktive (za

736 F. Modigliani, The Monetarist Controversy or Should we Forsake Stabilization Policies?, American Economic Review, Vol. 67, 1977, st. 1-19.

737 M. Friedman, The Demand for Money; Some Theoretical and Empirical Results, Journal of Political Economy, avgust, 1959, st. 327-351., W. J. Baumol, The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach, Quarterly Journal of Economics, novembar 1952, st. 545-556. i J. Tobin, The Interest Elasticity of Transactions Demand for Cash, Review of Economics and Statistics, avgust 1956, st. 241-247.

738 A. H. Meltzer, The Demand for Money: The Evidence from the Time Series, Journal of Political Economy, juni 1963, st. 219-246, S. M. Goldfeld, The Demand for Money Revisited, Brookings papers 3/73, st. 577-638.

739 Korišćenje količine novca kao varijabile međucilja, predstavlja optimalnu strategiju monetarne politike pod uslovom da je funkcija tražnje novca neelastična u odnosu na kamatu i stabilna u smislu nulte rezidualne varijanse (B. Fridman).

740 D. Patinkin, Money, Interest and Prices, Mafeg and Unwin, N. York, 1965.

741 A. S. Blinder i R. M. Solow, Does Fiscal Policy Matter?, Journal of Public Economics, novembar L973, st. 318-337 i Analytical Foundations of Fiscal Policy, u A. Blinder i dr., "The Economics of Public Finance", The Brookings Institution, Washington, 1974. i J. Tobin, Long Run Eflects of Fiscal and Monetary Actions on Aggregate Demand, u J. Stein, "Monetarism", North-Holland, Amsterdam, 1976.

742 A. Ando i F. Modigliani, Some Reflections on Describing Structures of Financial Sectors, u From ind Klein, "The Brookings Model: Perspective and Recent Developments, North-Holland, Amsterdam, 1975.

koje neto višak tražnje može da se poveća ili smanji u odnoeu na povećanje ili smanjenje držanja novčanih sredstava) predstavljaju potencijalni problem transmisionog procesa Monetaristi koriste opšti pristup preko portfelja (tj. da je reakcija ravna nuli za sve vrste aktive, uključujući hartije od vrednosti i realna sredstva proizvodna i potrošna dobra), dok kejnzijanci koriste segmenti pristup (tj. ca je reakcija nulta za potrošna dobra).[743] Pogrešno je, stoga zaključivati kako monetaristi tvrde da povećana novčana sredstva utiču na povećanje neto viška tražnje svih vrsta realnih sredstava, delovanjem na uspostavljanje ravnoteže marginalnih prihoda putem potrošnje viška sredetava za kupovinu potrošnih dobara. Svojevremeno su Samuelson i Merton ukazali na problematično utvrđivanje međuzavisnosti odluka u pogledu štednje i portfelja,[744] da bi Modigliani, Brumberg i Ando dali standardno rešenje modela štednje u toku tzv. životnog ciklusa, u kome vrednost zaliha potrošnih dobara, uključujući i novčana sredstva, predstavlja glavnu determinantu kretanja izdataka za potrošnju;[745] što je poslužilo kao osnova kejnzijancima za ispitivanje uticaja imovine na izdatke za potrošnju. U tom kontekstu, Gramlich, De Leeuw, Modigliani, Tobin, Dolde, Friend, Lieberman i Boswort naglasak su stavljali na značaj tržišne vrednosti imovine potrošača u obliku akcija u poređenju sa novčanim sredstvima ili drugim oblicima imovine.[746] Međutim, da li su izdaci za potrošna dobra od istog značaja kao i drugi oblici potrošnje i da li su novčana sredstva od značajnog uticaja kao i druge vrste aktive pitanja su empirijskog karaktera, jer je, po mišljenju M. Fridmana, teško teorijski dokazati homogenost efekata među različitim kategorijama izdataka i različitim vrstama imovine. Iz tih razloga, vrste aktive uključene u model portfelja pokazuju više konvergirajuće nego divergirajuće stavove sa stanovišta teorijskih razlika monetarističkog i kejnzijanskog modela procesa transmisije.

Brunner-Meltzerova analiza[747] reprezentujući četvrtu razliku između monetarističkog i fiskalističkog transmisionog procesa, koncentrisana je na uticaju procesa usklađivanja relativnih cena i količine, koji inklinira pre klasičnoj nego kejnzijanskoj ravnoteži (izraženoj u Tobinovom modelu).[748] Brunner-Meltzerov model polazi od ekonomskih ponašanja na robnom tržištu, tržištu bankarskih kredita i novčanom tržištu. Jednačine robnog tržišta, po M. Fridmanu, predstavljaju (1) uslov ravnoteže za realnu proizvodnju privatnog sektora (Y), (2) jednačinu određivanja lične potrošnje (d) i (3) nivo cena (r):

---

743 Kejnz je u "Opštoj teoriji" svojevremeno tvrdio da je elastičnost potrošnje u odnosu na kamatu dovoljno mala da efekte pogrošanja indukovane kamatom učini beznačajnim u poređenju sa efektima potrošnje indukovane dohotkom, koji se nalaze u suštini njegovog procesa multiplikacije (J. M. Kejnz, op. cit., st. 93-94).

744 R. C. Merton, Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: The Continuoustime Case, Review of Economics and Statistics, avgust 1969, st. 247-257, i P. A. Samuelson, Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stohastic Programming, Review of Economics and Statistics, avgust, 1969, st. 239-246.

745 A. Ando i F. Modigllani, The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests, American Economic Review, maj 1963, st. 55-84 i F. Modigllani i R. Brumberg, Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross Section Data, u Kurihara, "PostKeynesian Economies", Rutgers University Press, New Brunswick, 1954.

746 E. De Leeuw i E. Gramlich, The Channels of Monetary Policy, Federal Reserve Bulletin, juni 1969, st. 472-491, B. Bosworth, The Stock Market and the Economy Brooking papers on Economic Activity 2/75, st. 257-290, 1. Friend i Ch. Lieberman, ShortRun Asset Effects on Household Saving and Consumption: The CrossSection Evidence, American Economic Review, septembar 1975, st. 624-633., F. Modigliani, Monetary Policy and Consumption Consumer Spending and Monetary Polisy: The Linkages, Federal Reserve Bank of Bosto, 1971. i J. Tobin i W. J. Dolde, Wealth, Liquidity and Cosumption. Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages, Federal Reserve Bank of Boston, 1971.

747 Karl Brunner – Allan H. Meltzer, An Aggregate Theory for Closed Economy, u J. L. Stein (Ed.), "Monetarism" (A Conference on Monetarism), North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 69-103 i Money, Debt and Economy Activity, Journal of Political Economy, septembar-oktobar 1972, st. 951-977.

748 James Tobin, A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, Journal of Money, Credit and Banking, februar 1969, st. 15-29.

1. $y = d + g$

2. $d = d\ (i\text{-}\pi, p, p^x, P, e, Wn, W)$, d3, d4, d5, d6, d7 > 0 > d1, d2

3. $p = p\ (y, K, w, \phi)$, p1, p3, p4 > 0 > p2

gde su: q – budžetska potrošnja, i – nominalna kamata, π – stopa inflacije cena (koju očekuju učesnici na kreditnom tržištu), p^x – nivo cena (koji očekuju proizvođači), P – cena postojećih realnih proizvodnih dobara, K - količina postojećih realnih proizvodnih dobara, w – plaćanje po učinku i ϕ – nivo cena (koji očekuju isporučioci). Ostale, pomoćne jednačine u modelu definišu materijalna sredstva (Wn), nematerijalna sredstva (Wh) i očekivani prihod po jedinici realnih proizvodnih dobara (e):

4. $Wn = PK + v\ (i, \delta)u\ S + (1 + \omega)\ V$, Vi > 0

5. $Wh = Wh(Y,\delta)$, Wh1 >0

6. $e = e\ (Y, \delta)$, e1 > 0

gde su: v – cena državnih hartija od vrednosti po nominalnoj vrednosti u $, δ – vektor poreskih stopa, S – nominalna vrednost neamortizovanih državnih hartija od vrednosti, ω – odnos sopstvenog kapitala bankarskog sistema prema monetarnoj bazi i V – monetarna baza.

Jednačine kreditnog tržišta reprezentuju (7) uslov ravnoteže na tržištu, (8) multiplikator sredstava sistema komercijalnih banaka i (9) količine sredstava koje nebankarski sektori nude bankama (b)[749]

7. $aB = \delta$

8. $a = a\ (i, p, P, Wn, Wh, e)$, a1, a3, a4 > 0 > a2

9. $\delta = \delta\ (i - \pi, P, p, p^x, \phi e, S, Wn, Wh)$ δ3, δ4,δ5,δ6,δ7 > 0 > δ1,δ2

Jednačine novčanog tržišta predstavljaju (10) uslov ravnoteže na tržištu, (11) monetarni multiplikator sistema komercijalnih banaka (m) i (2) potrebnu nominalnu količinu novca u nebankarskom sektoru (L):[750]

10. $mB = L$

11. $m = m\ (i, p, P, Wn, Wh)$, m1, m2 > 0 > m3, m4

12. $L = L\ (i, p^x, \phi, e, p, P, Wn, Wh)$, L5, L6, L7, L8 > 0 > L1, L2, L3, L4

Konačno, poslednje jednačine u modelu opisuju: (13) ulogu države u privredi (ograničenje budžeta), (14) kamatna plaćanja po nominalnoj vrednosti jedinice državnog duga (I), (15) poreske prihode (t) i (16 i 17) kombinacije finansiranja neto deficita:

13. $pg = \omega 1g + IS - t = B + S$

14. $I = I(i)$, Ii > 0

15. $t = t\ (p, z, \omega\ Ig, \delta)$, t1, t2,t3 > 0

16. $B = \mu\ [\ pg + \mu 1g + IS - t\ ] + v$

17. $S = (l - \mu)[pg + \omega 1g + IS\text{-}t] - v$,

gde su: pg – kupovine robe od strane države, ω1g – kupovine usluga od strane države, t – poreski prihodi, I – državni dug, μ – deo deficita koji se finansira kreiranjem ili povlačenjem monetarne baze (B), v – deo monetarne baze (B) koji se emituje ili povlači nezavisno od budžetskog deficita U suštini, Brunner-Meltzerov model implicira sistem od 16 jednačina sa 16 određenih varijabila (Y, d, p, Wn, Wh, e, a, δ, i, m, L, P, I, t, B, S), posredstvom kojih se analizira monetaristički transmisioni mehanizam, koji se razlikuje

[749] Jednačinama kreditnog tržišta je dodeljena uloga određivanja i sa a i.

[750] Jednačinama novčanog tržišta dodeljeia je uloga određivanja R sa m i L.

od kejnzijanskog modela transmisionog procesa (usled zavisnosti od relativnih cena i količine). Monetarna politika narušava ravnotežu novčanog tržišta (u modelu V ≠ 0) i indukuje usklađivanje portfelja, koja utiču na R i i, budući da kupovina hartija od vrednosti na otvorenom tržištu (v < o) deluje na povećanje ponude depozita i tražnje sredstava, koja donose prihod od strane komercijalnih banaka, te da smanjenje i povećanje R doprinose povećanju tražnje depozita i ponude zajmova od strane publike u cilju uspostavljanja ravnoteže na novčanim tržištima Promene R i i vode usklađivanju robnog tržišta usled zavisnosti d od P i i, p od Y i Wn od P i i. Za razliku od monetarističkog modela procesa transmisije Brunner-Meltzera, Tobin[751] je razvio kejnzijansku alternativu, izlaganjem ekonomskih ponašanja na tržištu kapitala, tržištu državnih kratkoročnih hartija od vrednosti i novčanom tržištu u obliku konciznijeg modela.[752] Jednačine tržišta kapitala predstavljaju (1) uslov ravnoteže na tržištu u realnim pokazateljima, (2) tražnju kapitala od strane publike kao deo realnih sredstava (fk) i (3) definiciju realne stope prihoda od kapitala (rk):

1. fk W = qK
2. fk = fk (rk, rs, rm, Y/W, fk 1>0 = fk4 > fk2, fk3
3. rk=R/q

gde su: K – količina realnih proizvodnih dobara, q – odnos tržišne cene kapitala prema troškovima njegove reprodukcije, Y – realni dohodak, r_s i T_m – realni prihodi od državnih hartija od vrednosti i novac, R – marginalna proizvodnost kapitala u odnosu na troškove reprodukcije, W – količina realnih sredstava. Veličinu W, Tobin definiše na sledeći način:

4. W = qK + S/p + M/p,

gde su: S – nominalni iznos neamortizovanih državnih hartija od vrednosti i M – nominalna količina novca. Jednačine tržišta državnih hartija od vrednosti predstavljaju (5) uslov ravnoteže na tržištu u realnim pokazateljima, (6) tražnju državnih hartija od vrednosti, kao deo realnih sredstava (fs) i (7) definiciju realnih prihoda od hartija od vrednosti (rs):

5. f_s W = s/p
6. fs=fs (rk, rs, rm, Y/W), fs2>0>fs1, fs2, fs4
7. rs = is – π

gde su: is – nominalni prihod od državnih hartija od vrednosti i π - očekivana stopa inflacije cena. Konačno, jednačine novčanog tržita reprezentuju (8) uslov ravnoteže na tržištu u realnim pokazateljima, (9) tražnju novca, kao deo realnih sredstava (fm) i (10) definiciju novca (r_m):

8. fmW = M/p
9. fm = fm (rk, rs, rm, Y/M), fms, fm4 > 0 > fm1, fm2
10. rm = im - π

gde je im – nominalni (nulti) prihod od novca. Tobinov model predstavlja sistem od devet nezavisnih jednačina sa devet varijabila (koje su endogene) preko koga se analizira

751 J. Tobin, An Essay on the Principles of Debt Management, Commission on Money and Credit, Fiscal and Debt Management Policies, Prentice-Hall, Englewood, 1963.

752 U svom članku "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory (Journal of Money, Credit and Banking", februar 1969, st. 15-29) Tobin je prezentovao komplikovaniji model, koji je uporediv sa Brunner-Meltzerovim modelom, kako sa stanovišta lreciznog definisanja depozita, zajmova i monetarne baze, tako i sa stanovišta pravlčenja razlike između aktive i pasive publike i pasive i aktive bankarskog sistema.

mehanizam transmisije, koji zavisi od uticaja relativnih cena (prihoda) i količina.[753] Monetarna politika, tipa dM = dS≠0, narušava ravnotežu novčanog tržišta i prouzrokuje usklađivanja portfelja, koji uplivišu na promene rk, q, rs, is, rm, W. Mehanizam je, stoga, identičan mehanizmu Brunner – Melizera. Tobinov model je, ca stanovišta razmatranja novčanih tržišta, detaljniji i kompletniji od Brunner-Meltzerovog modela, ali je manje jasan i precizan sa stanovišta uključivanja robnog tržišta.[754] No, i Tobinov i Brunner-Meltzerov model impliciraju istu metodologiju dezagregacije radi "eskiviranja" problema agregacije aktive i zaobilaženja svih implikacija supstitucije aktive (novca i kapitala, kao dve vrste aktive, novcem, kapitalom i hartijama od vrednosti, kao tri vrste aktive) u Keynesovom Hicksovom Meltzerovom svetu.[755] Uključivanjem stava, da tražnja svake vrste aktive zavisi od prihoda svih drugih oblika aktive, teško je pronaći značajnije teorijsko neslaganje u eksplikaciji mehanizma transmisije između Tobina i Brunner-Meltzera, koje se obično nalazi u središtu debate monetarista i fiskalista.

Fridmanova teorija iz sredine 50-tih godina u suštini nije ni klasična kvantitativna teorija ni kejnzijanska teorija, smatra Melizer. Fridmanova funkcija tražnje novca razlikuje se od kejnzijanskih shvatanja, iako je priznao ulogu kamatne stope u funkciji tražnje novca, koju klasična kvantitativna teorija nije prihvatala. U stvari, Fridman[756] je zamenio tekući dohodak sa imovinom kao determinantom tražnje novca, pošto realna količina novca, koju sektor stanovništva želi da drži, zavisi od imovine i dohotka (kao kapitalisane vrednosti svih izvora usluga koje se mogu koristiti), a ne od tekućih primanja (jer dugoročna koncepcija dohotka značajno odstupa od koncepcije tekućeg dohotka). Suprotno od Fridmanovog koncepta, Ando i Modigliani su analitičkim putem dokazali da imovina ne utiče na tražnju novca, već tekući dohodak i kratkoročne kamatne stope.[757] Selden je, pak, pokazao da je dohodna brzina opticaja novca u bližoj vezi sa prinosom od akcijskog kapitala, nego sa prinosom od obveznica i kamatnih stopa na menice, što je Hamburger prihvatio i nastavio da istražuje.[758]

Fridmanova analiza delovanja novca na privrednu aktivnost razlikuje se od kejnzijanske analize, jer ispituje dejstvo tražnje novca na promene prinosa od obveznica, akcija, fizičkih dobara i radnog kapaciteta pojedinca (što je suprotno od argumenata kejnzijanske funkcije tražnje novca). Empirijski radovi Goldfelda[759] i Hamburgera o tražnji novca ukazuju na postojeće razlike između monetaraca i kejnzijanaca, ali ne dokazuju da je tražnja novca nestabilna. Istraživanja pokazuju da je tradicionalna kejnzijanska funkcija tražnje u kojoj se novac upotrebljava samo kao supstitut obveznica manje pouzdana od funkcije koja dozvoljava više supstituta Fridmanovo shvatanje transmisionog mehanizma razlikuje se od kejnzijanskog shvatanja, s obzirom da su kejnzijanci tvrdili da se promene količine novca svode na reagovanje kratkoročnih kamatnih stopa na novac i investicija na kamatne stope. Tobinov model opšte ravnoteže

---

753 J, Tobin, Inflation and Unemployrnent, American Economic Review, mart 1972.

754 Tobin, naime, smatra da je jednačina tražnje robe, prikazane u obliku krive IS u prostoru (R, Y), u pozitivnoj korelaciji sa q, jer svaka promena Tk zahteva promenu q u obrnutom pravcu za dato R.

755 J. Tobin, Money, Capital and Other Stores of Value, American Economic Review, maj 1961, st. 26-37.

756 M. Friedman, The Quantity Theory of Money A Restatcment, u M. Friedman (bd.), Studies in the Quantity Theory of Money, University of Chicago Press, Chicago, 1956, st. 3-20.

757 A. Ando i F. Modigliani, Some Reflections on Describing Structures of Financial Sectors, u Friom i Klein (Ed.), The Brookings Model: Perspectives and Recent Development, North-Holland, Amsterdam, 1975.

758 Selden, Monetary Velocity in the United States, u M. Friedman (Ed.), Studies in the Quantity Theory of Money, University of Chicago Press, Chicago, 1956. i M. J. Hamburger, Monetary Aggregate Targets: Are They Still Useful?, AER, maj 1977.

759 M. S. Goldfeld, The Demand for Money Revisited, Brooking Papers on Economic Activity, No. 6, 1973, st. 577-638. i The Case of the Massing Money, Brookings Papers on Economic Activity, No. 3, 1977, st. 261-280.

je izuzetak,[760] jer pokazuje da je u domenu transmisije i usklađivanja ostalo malo spornih pitanja u nadmetanju monetarista i kejnzijanaca. Isto tvrdi i B. Fridman u komentaru Mayerovih postavki monetarizma.[761] Međutim, razlike se javljaju pri upoređivanju TobinBuitterovog modela opšte ravnoteže i Brunner-Mellzerovog modela imovine.[762] Sa stanovišta politike stabilizacije, Tobinove predikacije baziraju se na ISLM paraditmi, koja implicira kamatnu stopu i zanemaruje usklađivanje relativnih cena.[763] U osnovi, stopa promena cena zavisi od Filipsove krive koja se ne menja, ili se sporo menja, pod uticajem predviđenih i nepredviđenih mera fiskalne i monetarne politike. Brunner-Meltzerov model respektuje promene relativnih cena i očekivanu stopu inflacije, koja, između ostalog, zavisi od ranijih stopa monetarnog rasta. Današnje kejnzijansko shvatanje pokazuje, pak, da je relativno reagovanje na monetarnu i fiskalnu politiku, u stvari, elastičnost investicija (kriva IS) i tražnje novca (kriva LM) na kamatne stope; dok monetarističko gledište pokazuje da stabilizaciona politika utiče na privrednu aktivnost mnogim kanalima, naglašavajući ulogu imovine i ostalih relativnih cena pored uloge kamatne stope. Tzv. klopki likvidnosti pripada značajno mesto u kejnzijanskoj teoriji usled čega kejnzijanci biraju kratkoročnu kamatnu stopu kao značajnu stopu za tražnju novca (Modigliani i Ando). Monetaristi negiraju klopku likvidnosti i smatraju da tražnja novca zavisi, kako od kamatnih stopa na kratkoročne hartije od vrednosti, tako i od mnogih relativnih cena (Friedman i Meltzer).

Transmisioni proces Fridmanove reformulisane kvantitativne teorije u osnovi se razlikuje od klasične kvantitativne teorije, koja se, u ekspoziciji Thortona, Ricarda i Hume, zasniva na dejstvu promene količine novca na izdatke, a mnogo manje na promenama relativnih cena i kamatnih stopa.[764] U klasičnoj kvantitativnoj teoriji ne naglašava se teorija portfelja već se kao glavna alternativa držanja novca javljaju izdaci za robu. Nasuprot tome, po kejnzijanskoj i monetarističkoj teoriji novac se drži u obliku hartija od vrednosti, iako se determinante tražnje novca i reagovanje na promene količine novca shvataju i objašnjavaju različito.[765] Ukupni izdaci (MV) u kvantitativnoj jednačini jednaki su nominalnoj proizvodnji (pY), dok je brzina opticaja novca konstantna, pošto su fluktuacije izdataka isključivo rezultat promena novca:

1. $MV = pY$
2. $Y = F(K, L) + E$.

---

760 J. Tobin, A. General Equilibrium Approach to Monetary Theory, Journal of Money, Credit and Banking, No. 1, 1969, st. 15-29,

761 B. M. Friedman, The Theoretical NonDebate About Monetarism, Kredit und Capital, No. 9, 1977, st. 347-367.

762 J. Tobin i W. Buitter, LongRun Effects of Fiscal and Monetary Polisy on Aggregate Demande, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North Holland, Amsterdam, 1976, st. 273-309 i K. Brunner i A Meltzer, The Place of Financial Intermediaries in the Transmission of Monetary Policy, American Economic Review, Vol. 53, 1963, st, 372-382, Liquidity Traps for Money, Credit and Interest Rates, Joumal of Political Economy, Vol. 76., 1968, st. 137., Money, Debt and Economic Activity, Journal of Political Economy, Vol. 80, 1972, st. 951-977 i An Aggregative Theory for a Closed Economy, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North Holland, Amsterdam, 1976., st. 69-103.

763 J. Tobin, Is Friedman a Monetarist? Reply, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, op. cit., st. 332-336.

764 C. E. Brown i R. M. SoIow (Ed.), Paul Samuelson and Modern Economic Theory, McGraw-HlIl, N. York, 1983., B. Herrick i Ch. P. Kindleberger, Economic Development, McGrowHiH, N. York, 1983., M. Milgate, Capital and Employment. A Sludy of Keynes's Economics, Academic Press, London, 1982. i D. L. Thornton, The Discount Rate and Market Interest Rates: Wafs the Connection?, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, 6/82, st. 3-14.

765 Marshall je još 1923. god. naglasio dejstvo imovine na tražlju novca, dok je Keynes, no Haberleru, zanemario imovinu. Frenkel je, pak, razmatrajupi ulogu relativnih cena, odnosno kamatnih stona u klasičnoj teoriji llatnog bilansa, uporedio dva pristupa u ljihovom usklađivanju: (1) promene izdataka u odnosu na dohodak i (2) promene relativnih cena (J. A. Frenkel, Adjustment Mechanismus and the Monetary Approach to the Balance of Payments: A Doctrinal Perspective, u E. Classen i P. Salin (Ed.), Recent Issues in International Monetary Economics, North-Holland, Amsterdam, 1976).

Uvođenjem trendne stope promene brzine opticaja radi poboljšanja u oblasti plaćanja, Meltzer[766] dekomponuje jednačinu 2. na komponentu koja se naziva stalna proizvodnja (ili stalni dohodak), koja je jednaka proizvodnji u uslovima potpune zaposlenosti, i na komponentu koja implicira poremećaje u realnom sektoru koji izazivaju odstupanje tekuće realne proizvodnje (Y) od proizvodnje u uslovima dugoročne ravnoteže. Pri tome, proizvodnja fluktuira oko trendne stope rasta, ukoliko se menjaju uslovi F (K, L) i ako su odstupanja (E) normalno raspoređena, s jedne strane, i uvodi jednačinu novčane mase (M):

3. $M = D + R$

koja reprezentuje monetarnu bazu, koju komponuju domaća sredstva (D) i međunarodne rezerve (R), s druge strane. U klasičnoj teoriji fluktuacija, promene rezervi zavise od razlike između nivoa domaćih cena (p) i nivoa stranih cena (p*), dok dugoročni ravnotežni nivo cena u uslovima fiksnih deviznih kurseva (X) reprezentuje međunarodni nivo cena. Nivo cena (p) i devizni kurs (x) osciliraju oko nivoa međunarodnih cena (p*) u kratkom roku:

4. $p = p^*X$

a promene relativnih cena domaće i strane robe određuju proces usklađivanja:

5. $dR/dt = h(p - p^*X)$,

gde dR/dt reprezentuje akumuliranu količinu. Ceo sistem, po mišljenju Meltzera, Frenkela i Vinera, determiniše ravnotežne vrednosti, koji se prilagođavaju realnim (E) i monetarnim (D) poremećajima ravnoteže u uslovima određene tehnologije i sredstava F (K, L) i određenih predviđanja dugoročne proizvodnje. U sistemu, dakle, proizvodnja fluktuira i reaguje na realne poremećaje, ali ne i na monetarne poremećaje. Sa promenama relativnih cena, proizvodnja reaguje na nominalne poremećaje ravnoteže samo u onoj meri u kojoj zavisi od nivoa cena. Patinkin[767] je s pravom ovde zamerio klasičarima što nisu predvideli mehanizam putem koga promene novca utiču na proizvodnju i nivo cena, iako Meltzer, navodeći Thorntonovu eksplikaciju odnosa nominalnih cena i proizvodnje, tvrdi da nivo cena i proizvodnje reaguju na promene novca usled sporijeg menjanja nominalnih nadnica u odnosu na nivo cena. Doduše, Thornton[768] promene koje opisuje, smatra privremenim (a savremeni ekonomisti nepredviđenim), iako utiču na nivo proizvodnje preko menjanja realnih nadnica. Prema Thorntonovoj hipotezi, poremećaji u realnom i monetarnom sektoru izazivaju pomeranje tražnje radne snage na krivoj ponude, pa, sledstveno tome, i nivo zaposlenosti i proizvodnje. U tom kontekstu, ukoliko jednačinu

6. $L = L (W/p)$,

koja opisuje tražnju na tržištu radne snage (gde W reprezentuje nominalne nadnice), uključimo u jednačinu $Y = F(K, L) + E$, koja opisuje odstupanje tekuće realne proizvodnje od proizvodnje u uslovima dugoročne ravnoteže, utoliko će kriva kratkoročne ponude proizvoda zavisiti od nivoa cena na domaćem tržištu

7. $Y = F [K, L (W/p)] + E$,

što znači da su proizvodnja i nivo cena upravo srazmerni na krivoj ukupne ponude. Jednačine MV + pY i Y = F[K, L (W/L)J + E determinišu p i Y, pri čemu prouzrokovano

766 A. H. Metzler, Moneu, Intermediation and Growlh, Journal of Economic Literature, Vol. VLl, 1969.

767 D. Patinkin, Moneu, Interest and Prices, Harper and Row, N. York, 1965. i H. Thornton, An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain, Velly, N. York, 1965. st. 118-119.

768 Thorton razmatrajući promenebrzineopticaja novca pominjeoportunitetnetroškove držanja novca kao faktor koji utiče na brzinu opticaja i naglašava uloge poverenja ili neizvesnosti (N. Thorton, op. cit, st. 96-97).

uravnoteženje platnog bilansa relativnim cenama izaziva fluktuacije (Meltzer). Doduše, u ovom pristupu javlja se jedan problem iz razloga što M reprezentuje količine monetarne baze u zemlji a pY predstavlja domaću proizvodnju po tržišnim vrednostima, i što kvantitativna jednačina (MV + pY) reflektuje, u stvari, jednačinu izdataka; jer ukoliko je brzina opticaja novca konstantna, utoliko se dejstvo relativnih cena na distribuciju kupovina između domaćeg i stranog tržišta isključuje. Međutim, Brunner[769] je demonstrirao proces ublažavanja neelastičnosti kvantitativne teorije i usaglašavanja teorije sa iskazima o cikličnim promenama u tekućem bilansu, što je Meltzeru pomoglo da preformuliše klasičnu jednačinu MV + pY u novu jednačinu:

8. $\phi MV + (1 - \phi^*) M^* V^* X^* = pY$

u kojoj su ϕ odnos između domaćih izdataka i domaće proizvodnje, $(1 - \phi^*)$ odnos između stranih izdataka, tj. izvora i domaće proizvodnje, $\phi=\phi$ (p, p*h) i $\phi^*\phi^*$ (p/H, p*.) Diferenciranjem nove jednačine po Y Meltzer je dobio nagib odnosa izdataka u privredi sa fiksnom kamatnom stopom:

$$9.(p, y) = \frac{1}{\Phi_{\varepsilon}^{2}(\Phi, p) - \Phi^*(1 - \Phi^*)E(\Phi^*, p) - 1} < 0$$

pri čemu elastičnost r u odnosu na Y, E (p, Y) zavisi od relativnog pearovanja kupovina na domaćem i stranom tržištu i njihovog učešća u ukupnim izdacima.[770] Zapravo, novoformirana Meltzerova jednačina (8) pokazuje da jednačina izdataka (EE) ima negativan nagib u dijagramskoj interlretaciji (pri čemu položaj EE zavisi od M i M*), dok jednačina (7) reprezentuje položaj ukupne ponude (Y,Y). Pri tome, presek krivih EE i YY determiniše nivo cena i nivo proizvodnje. Ravnoteža tokova u sistemu postoji, kada je proizvodnja u tački Yo i nivo cena u p*. Dugoročni ravnotežni položaj za X = 1 iskazuje se, u Meltzerovoj grafičkoj interpretaciji mehanizma klasičnog usklađivanja (kada su u pitanju poremećaji u realnom sektoru), tačkama Y = Yo i p = p*

Kratkoročni poremećaji[771] u realnom sektoru smanjuju proizvodnju i povećavaju nivo cena, tako da se krive Y'Y' i EE seku u tački p 1. U takvim uslovima, ukupni domaći izdaci za domaću robu se smanjuju, uvoz raste, i izvoz opada, a pomeranje krive YY duž krive EE dovodi privredu do kratkoročne ravnoteže tokova na robnom tržištu. Pri pomeranju cena u pl domaće cene prevazilaze nivo svetskih cena, javlja se deficit u tekućem računu platnog bilansa, smanjuju se međunarodne rezerve i nova kratkoročna ravnoteža uspostavlja se na preseku E'E' i Y'Y'. Pri dugoročnim poremećajima[772] u realnom sektoru, nominalne nadnice se smanjuju, proizvodnja se pomera sa Yl na Y0, a kratkoročna ponuda se vraća sa Y'Y' na YY. Nivo domaćih cena je niži od nivoa svetskih cena (tj. od p*X) pod uslovom da potrošnja sadrži nivo EE'. U takvim uslovima, izvoz raste, uvoz opada, rezerve (R) se povećavaju, novčana masa raste, potrošnja se orijentiše na domaće tržište, nivo cena se povećava, kriva potrošnje se pomera duž krive YY i dugoročna ravnoteža se ponovo uspostavlja.

---

769 K. Brunner, A Fisherian Framework for the Analysis of International Monetary problems, u M. Parkin i G. Zis (Red.) Inflation in the World Economy, Manchester, 1976, st. 1-46.

770 K. Brunner, i A. H. Meltzer, Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money, Journal of Finance, maj 1964, st. 240-283. The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange Economy, American Economic Review, decembar 1971, st. 784-805., B. M. Friedman i K. S. Froewiss, Bank Behavior in the Brunner-Meltzer Model, Journal of Monetary Economics, april 1977., st. 163-178.

771 K. Brunner i A Meltzer, An Aggregative Theory for a Closed Economy, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 69-103.

772 P. Korteweg i A. H. Meltzer, Inflation and Price Changes: Some Estimates and Tests, Carnegie – Rochester Conference Series, Vol. 8, 1978, st. 9-36.

U klasičnoj kvantitativnoj teoriji, proizvodnja se posmatra kao složeno dobro, kako u dugom, tako i u kratkom roku, pri čemu se kratkoročnim promenama relativnih cena domaće i strane robe, i troškova proizvoda ili nadnica u poređenju sa tržišnom cenom pridaje izuzetan značaj. U monetarističkom pristupu platnom bilansu koristi se poput prethodnog mišljenja, tzv. zakon jedne cene radi redukovanja dejstva kratkoročnih promena relativnih cena i primenjivanju na cene na svetskim tržištima (Meltzer). No, mišljenja se, u osnovi, razlikuju u pogledu uloge kamatnih stopa u funkciji tražnje novca i uravnoteženju platnog bilansa. U monetarističkoj teoriji se, uobičajeno, značaj pridaje determinantama ukupne količine rezervi i ukupne količine novca na dugi tok, radi oslobađanja teorije uravnoteženja platnog bilansa od kejnzijanskih uticaja; ali, neopravdano se, ističe Meltzer, zanemaruje kratkoročno uravnotežavanje. U okviru kejnzijanske teorije, usklađivanje aktive reprezentuje ključni aspekt usklađivanja sa monetarnom politikom, pri čemu se naglasak stavlja na promene tržišne kamatne stope. Relativne cene poistovećuju se sa tržišnom kamatnom stopom, dok se tržišna stopa poistovećuje sa troškovima držanja novca, a ne sa troškovima zaduživanja, odnosno kratkoročnom aktivom. Nagib krive IS, odnosno reagovanje potrošnje na kamatne stope, određuje efikasnost monetarne politike, a nagib krive LM, odnosno reagovanje tražnje novca na kamatne stope, određuje efikasnost fiskalne politike (Tobin i Buitter, i Johnson).[773] Za razliku od klasične kvantitativne i kejnzijanske teorije, monetaristička analiza pridaJe znatno važniJe mesto ulozi relativnih cena u transmisionom mehanizmu monetarne politike. Promene kamatne stope obuhvataju relativne cene različitih oblika imovine i proizvodnje i nisu ograničene samo na promene troškova zaduživanja. Kolebanja relativnih cena i komponenata realne imovine Meltzer smatra najvažnijim načinom na koji se reagovanje na vladinu politiku širi sa finansijskog tržišta na proizvodnju i nivo cena. Promene nivoa cene, koje se javljaju u klasičnom mehanizmu uravnotežavanja, dovode do supstitucije između nove proizvodnje i postojeće aktive, te između domaće i strane aktive i proizvodnje.[774] Supstitucija između relativno mnogo različitih oblika aktive utiče na promenu relativnih cena aktive i cene aktive u odnosu na novu proizvodnju (Brunner i Meltzer).

U kejnzijanskoj teoriji Tobina i Buittera se obično pretpostavlja da klasičan mehanizam uravnotežavanja ne postoji, jer je nivo cena fiksan u uslovima u kojima nije dostignuta puna zaposlenost. Usklađivanjem portfelja, kao supstitucija između novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, "obavlja se posao" u makro modelu opšte ravnoteže (Meltzer), budući da se obveznice i realni kapital, odnosno obveznice i novac smatraju savršenim supstitutima. No, kamatne stope u Fridmanovoj funkciji tražnje novca ne mogu se svesti na jedinstvenu stopu prinosa, tj. na kamatnu stopu u kejnzijanskoj teoriji pretpostavkom o potpuno predviđenoj stopi promena cena. Razlika između kamatne stope na obveznice i kamatne stope na akcije svodi se na Fridmanovu formulu:[775]

$$r_b - r_e = \frac{1}{r_b} \cdot \frac{drb}{dt} - \frac{1}{re} \cdot \frac{dre}{dt} + \frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{dt}$$

1 drb 1 dre 1 clp rb Ге – rb' dt re" dt + p'dl'

[773] H. G. Johnson, The General Theory after Twenty Five Years, American Economic Review, Vol. 51, 1961, st. 1-17. i J. Tobin i W. Buitter, LongRun Effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demand, op. cit., st. 273-309.

[774] A. Meltzer, Anticipated Inflation and Unanticipated Price Change: A Test of the Price Specie Flow Theory and the Philips Curve, Journal of Money, Credit and Banking, No. 9. 1977, st. 182-203. i K. Brunner i A. Meltzer, The Place of Financial Intermediaries in the Transmission of Monetary Policy, American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 53, 1963, st. 372-382. i An Aggregative Theory for a Closed Economy, op. cit., st. 69-103.

[775] M. Friedman, The Quantity Theory of Money – A Restatement, op. cit., st. 9.

gde su: rb – kamatna stopa na obveznice, re – kamatna stopa na akcije $(1/r_b)$(drb/dt) predviđeno ili dobijeno povećanje ili smanjenje prinosa na obveznice, (1/re)(dre/dt) predviđeno ili dobijeno povećanje ili smanjenje prinosa na akcije, (1/p)(dp/dt) – predviđena ili stvarna stopa inflacije. Međutim, stvarna i predviđena stopa inflacije nisu jednake, kako se obično tvrdi u teoriji "racionalnih očekivanja" niti su dovoljne za izjednačavanje realnog prinosa na obveznice i na akcije. Jer, kolebanja tokova primanja, smatra Meltzer, prouzrokuju kratkoročne promene relativnih cena aktive i proizvodnje, tako da vladina politika utiče na predviđanja u pogledu budućih primanja, bilo menjanjem odgovarajuće poreske stope, bilo povećanjem ili smanjenjem neto koristi subjektima koji snose rizik. Ciklične fluktuacije izazvane poremećajima u realnom sektoru ili promenama ukupne količine finansijske aktive, prema tome, utiču na tekuće i buduće cene aktive i proizvod nje. Meltzer, pored toga, ističe da promene predviđene stope inflacije deluju na Fridmanovu tražnju novca delovanjem na promene cena dobara koja se drže kao zalihe u odnosu na korist koja se od njih dobija. Fridman, poput Thorntona, zanemaruje dejstvo promena vrednosti aktive na imovinu. Međutim, za Meltzera, je ovaj kanal važan za kratkoročno usklađivanje, jer relativne stope promena cena aktive i proizvodnje ulaze u tražnju novca i postaju sastavni deo procesa usklađivanja. U aktuelnom trenutku pojedini nemonetaristi ili kejnzijanci prihvataju monetarističku teoriju usklađivanja ne odbacujući fiskalnu politiku isto onako kao što su nekada pojedini monetaristi prihvatali kejnzijansku teoriju usklađivanja ne smatrajući monetarnu politiku nemoćnom. Teorije uravnoteženja ili teo rije transmisije u savremenom smislu, svakako, daju okvire za ocenu podatka i za donošenje zaključaka o relevantnim dejstvima, o veličini, o veličini efekta i o vremenu uravnoteženja, bilo da je reč o čistim teorijskim ili o empirijskim pitanjima.[776] Kejnzijansku, odnosno fiskalističku politi ku mogu da preporučuju i oni ekonomisti koji prihvataju monetarističku teoriju transmisije, ukoliko poriču pretpostavke o empirijskim pitanji ma, dok monetarnu politiku mogu preporučivati i oni ekonomisti koji prihvataju kejnzijansku teoriju transmisije ukoliko poriču pretpostavke o teorijskim pitanjima.

Tobin i Buitter, kao pristalice kejnzijanske teorije, negiraju važan deo monetarističkog procesa uravnotežavanja (budući da polaze od postavke po kojoj nivo cena i stopa inflacije ostaju nepromenljivi, kada postoji nezaposlenost) ne negirajući ispravnost teorijskih okvira monetarista[777] Modigliani i Tobin, s druge strane, pobijaju mišljenje po kome tražnja novca zavisi od imovine i relativnih cena, ali ne negiraju doprinos monetarista rešavanju empirijskih pitanja Nasuprot tome, po Brunner-Meltzerovoj verziji monetarističke teorije, reagovanje proizvodnje na promene novca i duga, koji se finansira putem fiskalne politike, zavisi od elastičnosti nivoa cena na monetarnu bazu i stanje javnog duga Jer, ukoliko je veće reagovanje nivoa cena na monetarnu bazu, utoliko je veće reagovanje na monetarnu politiku i, obrnuto, ukoliko je manje reagovanje nivoa cena na javne rashode i na javni dug, koji se emituje za finansiranje bucetskog deficita, utoliko je manje reagovanje na fiskalnu politiku. Ocene relativnog reagovanja nivoa cena na monetarne i fiskalne varijabile dovele su Brunnera i Meltzera do monetari stičkih zaključaka u oblasti monetarne politike, odnosno politike

[776] E. R. Weilraub, Microfoundations, Cambridge University Press, Cambridge, 1979. i A. K. Dbcit, The Theory of Equilibrium Growth, Oxford University Press, Oxford, 1976.

[777] F. Modigliani, The Monetarist Controversy or Should we Forsake Stabilization Policies?, American Economic Review, Vol. 67, 1977, st. 1-19., S. Fischer i F. Modigliani, Towards and Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation, Welwirtschaftliches Archiv, Vol. 114, 1978., st. 810-833., W. Buiter, The Macroeconomics of Dr Pangloss: A Critical Survey of the New Classical Macroeconomics, Economic Journal, Vol. 90., 1980., st. 34-50. i D. Currie i D. Peel, Macroeconomics Analysis: Current Problems and Theories in Macroeconomics and Econometrics, CroomHeim, London, 1981.

stabilizacije. Mayer, Kagan, Stein, Laidler, Anderson i Bronfenbrenner dolaze do istih zaključaka testirajući empirijske podatke (tj. dokazujući da je reagovanje do maćih cena na domaću fiskalnu politiku neznatno i zanemarljivo). No, prihvatanje iste teorije uravnotežavanja niti eliminiše razlike u politici niti čini sve ostale razlike zavisnim od ocene vrednosti (Meltzer). Poznati instrumenti politike likvidnosti i kamatnih stopa mogu se proveriti, sa stanovišta pogodnosti, u smislu da se, u koordiniranom angažovanju, tokovi nastajanja novca (bankarski krediti i devizne transakcije, u prvom redu) i poništavanja novca (formiranje novčanog kapitala, u prvom redu) tako regulišu i podese da proistekne poželjna promena ukupne količine novca i da se na taj način izbegne nepotrebna propagandistička fascinasija jednostavnih recepata neokvantitativnih teoretičara koji nisu prilagodljivi svakoj privredi. Srž monetarističke kvantitativne teorije novca i njenog transmisionog mehanizma sastoji se u tome da se privreda prilagodi u određenom vremenu novčanoj masi koja je neodmereno visoka ili nedopustivo niska. Međutim, ako se saglasimo da se u prošlosti tako događalo, da li su uticaji, kojimadominira novčana masa, bazirani na kretanju realnogili nominalnog društvenog proizvoda? Monetaristi tvrde da se u tom kontekstu dominirajućeg uticaja ne insistira na nivou cena već na realnom društvenom proizvodu. Fridman, pružajući empirjske dokaze sa hipotezama o razdeljivanju, objašnjava kako se monetarno indukovane promene nominalnog društvenog proizvoda razdeljuju na promene nivoa cena i na promene realnog društvenog proizvoda.

Empirijska potvrda, doduše, ima za teorijsku osnovu kvantitativnu jednačinu u raznim kombinacijama iako pretpostavljeni kauzalni mehanizam, tj. prilagođavanje strukture na promenjene relativne cene, implicira drugačiji empirijski pristup (pošto empirijska potvrda za usku povezanost kretanja novčane mase i društvenog proizvoda nije dala zadovoljavajuće rezultate). Idući za misaonom šemom kvantitativne jednačine, može se proveriti promena brzine opticaja (Vt = Yt/Mt) u toku vremena i ispitati vremenski nizovi Yt i Mt sa stanovišta njihovog sinhronizovanog toka (pomoću analize korelacije i regresije). Međutim, pošto se stopa porasta društvenog proizvoda sastoji od stope porasta novčane maee, i dodatno, od stope brzine opticaja novca, onda se promene V moraju prosuđivati u poređenju sa stopom porasta društvenog proizvoda. Da li stope promena brzine opticaja imaju sličan redosled veličina kao stope promena društvenog proizvoda, kako misle Friedman i Schwartz,[778] ili je stvar uočljivija, ako se izračunava vremenski niz odnosa RY/RM ili koeficijenti korelacije između RY i RM, odnosno ΔY i ΔM. Svi dosadašnji proračuni u 3. Nemačkoj pokazuju da je veza između promena novčane mase i promena društvenog proizvoda toliko labava da se ne može koristiti u empirijskim dokazima.[779] U međuvremenu, monetaristi su uneli više promena, i to: (i) Fridmanov koncept "stalnog dohotka", (2) prelaz sa određujuće hipoteze RYt = f (RMt) na uprošćenu hipotezu RYt = f (RMM ... RMtk), (3) Brunerov zaokret[780] u smislu tvrdnje da za kratkoročno kretanje proizvodnje i zaposlenosti nije odlučujući nivo stope porasta novčane mase već njena akceleracija, odnosno deceleracija, i (4) nebranjenje postojanosti brzine opticaja i netvrđenje da je postojanost brzine opticaja novca nužna za kvantitativnu teoriju (jer V nije konstantna iako je stabilna funkcija ograničenog broja eksplikativnih varijabila). Međutim, čak i kada se nestabilnost brzine

[778] M. Friedman i A. Schwartz, A Monetary History of the United States, N. York, 1963, st. 678.

[779] W. Neubauer, Ueber Adaquationsprobleme in der Geldstatistik, Allgemeines Statistisches Archiv, Bd. 60, Deppelheft 34, J976, W. W6ler, G. Vola i A. Woll, Moderne Quantitatsversus Liquiditatstheorie: Ein Test Konkurrierender Hvpothesen, Kredit and Kapital 4/71, st. 158. i K. H. Kettener, Probleme der Neoquantitatstheorie und der Geldpolitik, Kredit und Kapital 4/75, st. 88.

[780] K. Brunner, H. G. Monnissen i M. J. M. Neumann, Geldtheorie, Stutgart, 1974, st. 12-15 i 349-351.

opticaja novca svede na vremenski niz društvenogproizvoda, koji ima jače konjunkturne devijacije od novčane mase, i tada brzina opticaja novca dobija u postojanosti, jer se vremenski niz realnog društvenog proizvoda može zameniti smirenijim nizom via Neubauerevog kliznog niza S druge strane, i moguće dejstvo M nau, koje se pojavljuje posle nekoliko perioda, ne potvrđuje tezu o dominirajućem uticaju novčane mase na društveni proizvod, budući da ni regresione funkcije sa višestrukim odgođenostima i raspodeljenim zaostajanjem dejstva empirijski ne menjaju sliku. Izučavanja u 3. Nemačkoj pokazuju čak da ne postoji dovoljno pouzdana i jaka (čvrsta) veza ni između promena M1 i Y. Tandem Fidman – Schwartz[781] su svojevremeno ukazali na neizvesnost stabilnosti kao kriterijuma, iako definicija novčane mase mora da garantuje stabilnost funkcije tražnje novca, jer ne postoji instrumentalna varijabila monetarne politike koja bi doprinela stabilizovanju brzine opticaja (odnosno sprečila povećanje perioda ekspanzije i opadanje u periodu recesije) bez modifikacije politike novčane mase. Kamatne stope bi mogle u tom kontekstu da odigraju relativno značajnu ulogu. No, česte fluktuacije kamatnih stopa ne izazivaju anticiklične oscilacije brzine opticaja, već prociklične fluktuacije, jer su kamate visoke u periodu restriktivne monetarne politike i obrnuto. Ali, ukoliko monetaristička politika, odana kvantitativnom purizmu, pledira da kamatne stope prepusti igri tržišta, utoliko funkcija brzine opticaja ne može biti upotrebljena za prognozu budućih promena Y, zaključuje Neubauer.

Nemogućnost empirijske potvrde uskog kauzalnog odnosa između novčane mase i društvenog proizvoda, kao razočarajuće saznanje, nagnalo je monetariste na iznalaženje ekonomske uverljivosti u tzv. transmisioni mehanizam nezavisno od nepodesnih metoda merenja. Monetaristi jednoglasno ističu da transmisioni mehanizam predstavlja mehanizam prilagođavanja strukture aktive, koji je izazvan monetarno prouzrokovanim promenama relativnih cena. Kreiranje, odnosno povlačenje novca može da ima uspeha u privredi bogatoj novcem u kojoj privredni sektori raspolažu velikim zalihama fungibilnih obveznica (hartije od vrednosti sa fiksnom kamatom, obveznice državne blagajne), pod uslovom da centralna banka otkupi obveznice od nebankarskih sektora pod povoljnijim uslovima i da kreditnim ustanovama omogući takve kupovine putem jeftinog primarnog novca. Držaoci obveznica tada mogu da prodaju papire i da dođu do više novca nego što na duži rok žele da drže u obliku gotovine. U tom slučaju, kreiranje novca ostvaruje se, dakle, čistom zamenom aktive. No, pitanje da li likvidna sredstva ostaju u finansijskoj sferi, da li likvidna sredstva apsorbuju finansijska tržišta (konverzijom u dugoročne depozite, amortizacijom kredita, kupovinom bankarskih obveznica), da li se sredstva koriste za kupovinu robe (transmisija na robnom tržištu) i da li se kamata, prinosi i cena robe menjaju, u osnovi zavise oc nivoa i strukture imovine, nivoa sklonosti potrošnji i investiranju, i sl.

U Z. Nemačkoj, kao što je poznato, nije postojala gomila papira, čijom bi se razmenom aktiva, kreirao novac ili poništavao. Jer, operacije otvorenog tržišta imaju skromni značaj u odnosu na direktne kredite banaka i devizne transakcije, kao glavni izvori kreiranja novca. Isti je slučaj i sa tokom poništavanja novca (tj. novčane mase Ml), s obzirom da formiranje dugoročnih bankarskih depozita reprezentuje najvažniji tok povlačenja novca. Prema tome, odobravanje direktnih kredita, zamena valuta i formiranje depozita ne pruža centralnoj banci mogućnost za monetarnu inicijativu, koja je karakteristična za uslove postojanja visoko razvijenog tržišta hartija od vrednosti, iz razloga što se kreiranje i poništavanje novca u Z. Nemačkoj obavljalo na inicijativu

[781] M. Fridman i A. Schwartz, Monetary Statistics of the United States, N. York, 1970, st. 197.

nebankarskih sektora Mala je, stoga, mogućnost nastajanja nepoželjnog viška ukupne količine gotovog novca, pri čemu centralna banka može lakše da izazove nestašicu novca.[782] U odnosu između držanja gotovog novca i rashoda obe varijabile zavise od planova potrošnje i investicija. Međutim, u monetarnobankarskom sistemu Z. Nemačke novac i primarni novac mogu se kreirati i poništavati na inicijativu privrednih sektora. Analogija "vrućeg krompira" Tobina i Brunnera (koja se sastoji u tome da se jednom stvoren novac ne može više poništavati, s obzirom da se stanovništvo ne može osloboditi ponude gotovog novca i da se privreda mora prilagođavati sve dok se novac dobrovoljno ne apsorbuje) ne važi za Z. Nemačku. Prema tome, politika novčane mase svojim transmieionim mehanizmom, koju favorizuje neokvantitativna teorija, ne može da funkcioniše. Zašto je politika novčane mase na osnovu teorije o strukturi imovine potrebna, ako mehanizam relativnih cena nije ništa drugo nego mehanizam relativnih prinosa finansijske i realne aktive. Pošto promene novčane mase deluju jedino promenjenom strukturom prinosa, neshvatljivo je zašto monetaristi tom faktoru od odlučujućeg uticaja poriču značaj za monetarnu politiku i nerazumljivo je zašto nije moguća zamena aktive između bilo koje finansijske i realne aktive (npr. kupovina potrošnih dobara na teret portfelja hartija od vrednosti). Važan je, prema tome, izbor između držanja novca i držanja rentabilnije finansijske i realne aktive, jer troškovi držanja novca nasuprot koristi od njegovog držanja, reprezentuju prinos finansijske ili realne aktive kojeg se držalac novca odriče. Prinos finansijske aktive određuje se iz nominalne kamate i kursa, dok se prinos realne aktive određuje iz vrednosti korišćenja i iz cene robe. Stoga, kamata igra odlučujuću ulogu pri izboru između držanja novca, novčanog kapitala i realnog kapitala. Jer, kamata predstavlja cenu kredita, a ne cenu novca, s obzirom da je cena pre ravna recipročnoj vrednosti nivoa robnih cena. Neokvantitativni teoretičari, vrlo angažovani u iznalaženju emprijskih dokaza, nisu pronašli adekvatne statističke testove pretpostavljenog transmisionog mehanizma Idući za teorijom strukture imovine, monetaristi su mogli promenu udela novčane u ukupnoj aktivi, umesto stopa promena novčane mase, da stave u odnos prema kretanju društvenog proizvoda. Svesni da takva računica ne potvrđuje dejstvo pretpostavljenog transmisionog mehanizma, monetaristi su se okrenuli ekonomskim uveravanjima o nepodesnim metodama merenja

3. MONETARNI INDIKATORI I CILJEVI MONETARNE POLITIKE

1. U literaturi ne postoji jedinstveno mišljenje o monetarnim indikatorima Naime, Tanner[783] smatra da su indikatori varijabile koje treba da nominuju pravac delovanja akcija monetarne politike na privrednu aktivnost. Thomson, pak, misli da monetarni indikatori treba precizno i brzo da pokažu pravac kretanja monetarne politike.[784] Saving posmatra indikatore kao varijabile koje najbolje opisuju efekte tekuće monetarne politike na privrednu aktivnost.[785] Hamburger, pak, smatra da indikatori imaju kritičnu ulogu

[782] V. Griffiths i G. Wood (Ed.), Monetary Targets, Macmillan, London, 1981.

[783] E. J. Tanner, Indicators of Monetary Policy: An Evaluation of Five, Banca Nacionale del Lavoro, Quarterly Review, decembar 1972, st. 413-415.

[784] V. R. Howard – J. H. Thomson, Monetarism, Theory, Evidence, and Policy, Oxford, Martin Robertson, 1979, st. 113-115.

[785] T. R. Saving, Monetary Policy, Targets and Indicators, The Journal of Political Economy,

u transmitovanju efekata akcija centralne banke na privredna kretanja.[786] Monetarni indikatori su od izuzetnog značaja za vođenje optimalne monetarne politike (Saving), za donošenje odluka o prilagođavanju nivoa ciljeva monetarne politike odgovarajućim promenama privredne aktivnosti (Hamburger) i za identifikovanje kursa monetarne politike, pošto monetarni indikatori spajaju instrumente monetarne politike sa ciljevima ekonomske politike (privredni rast, zaposlenost, stabilnost cena i ravnoteža platnog bilansa i dr.). Stoga je potrebno više monetarnih indikatora za merenje efekata monetarne politike za svaki target ponaosob,[787] iako ne postoji jedinstveno mišljenje o tome da li monetarni targeti (ciljevi) i indikatori (monetary indicators) pripadaju istoj vrsti varijabila[788] Brunner i Meltzer smatraju da treba koristiti indikatore i ciljeve monetarne politike: prvi se odnose na ocenu da je monetarna politika restriktivna, ekspanzivna ili neutralna, drugi se odnosi na delovanje monetarne politike u pravcu ostvarivanja ciljeva u oblasti proizvodnje, cena i zaposlenosti, platnog bilansa i dr.[789] Pri izboru monetarnih indikatora u literaturi, takođe, ne postoje jedinstvena mišljenja. White[790] se zalaže za kratkoročnu kamatnu stopu (ili monetarnu bazu) kao indikatore (kontrolne varijabile) monetarne politike, koje treba koristiti za praćenje rasta užih monetarnih agregata. Brunner i Meltzer[791] ističu da je novčana masa optimalni indikator. Jer ova endogena varijabila ima najmanje maksimume devijacija. Tanner, pak, misli da je monetarna baza najpogodniji indikator monetarne politike, jer je novčana masa pod direktnijom kontrolom nego kamatna stopa[792] fredova regresiona analiza pokazala je, pak, "snagu" bankarskih kredita kao indikatora monetarne politike, budući da bankarski krediti objašnjavaju najveći procenat promena nominalnog društvenog proizvoda.[793] B. Fridman opet, smatra da kombinacija dokaza ide u prilog kamatnoj stopi na sredstva Federalne rezerve (lederal funds rate) nasuprot nepozajmljenim sredstvima (nonborrowed reserves).[794] Prema tome, u teorijskim i empirijskim istraživanjima nema jedinstvenih stavova u pogledu izbora monetarnih agregata Monetaristi uglavnom smatraju da su novčana masa ili širi monetarni agregati pouzdaniji indikatori monetarne politike u odnosu na kamatnu stopu i kreditne agregate, dok kejnzijanci tvrde upravo obrnuto.[795]

---

786 M. J. Hamburger, Indicators of Monetary Policy, The Arguments and the Evidence, American Economic Review, maj 1970, st. 33-34.

787 P. G. Pierce, D. M. Shaw, Monetary Economics Teories, Evidence and Policy, London-Bostton, Butter-Worths, 1974, st. 428-430.

788 Po prvom pristupu postoji poklapanje između monetarnih ciljeva i monetarnih indikatora, jer su iste varijabile pod uticajem monetarne politike, te mogu imati dvostruku funkciju. Po drugom pristupu, monetarni indikatori i monetarni ciljevi su različite varijabile, jer su monetarni indikatori manje podložni uticajima nemonetarnih faktora, u odnosu na monetarne ciljeve, a i monetarna politika sporije deluje na indikatore u odnosu na monetarne ciljeve.

789 K, Brunner A. Meltzer, The Nature of Policy Problem, u K. Brunner (Ed.), Target and Indicators of Monetary Policy, Chandler Publishing Sotrapu, San Francisko, 1969 i The Meanning of Monetary Indicators, u G. Horwitz (Ed.), Monetary Process and Policy, R. D. Unwin, Howewood, 1967.

790 R. W. White, Alternative Monetary Targets and Control Instruments in Canada. Criterion for Choice, The Canadian Journal of Economics, novembar 1979, st. 591-594.

791 K. Brunner, A. H. Meltzer, op. cit., st. 413, 414.

792 Tannerovi rezultati statističkih testona pokazali su da je tržišna kamatna stopa najlošiji indikator monetarne politike i da su kamatna stopa na novac potpune zaposlenosti (tne monetary full employment interest rate) i neutralizovana novčana masa beležili bolje rezultate.

793 L. J. Fred, The Selection of a Monetary Indicator Some Further Empirical Evidence, u "Monetary Aggregates and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of New York, 1974.

794 Benjamin M. Friedman, Empirical Issues in Monetary Policy, A Review of Monetary aggregates and Monetary Policy, Journal of Monetary Economics, januar 1977, st.

795 Monegaristi razlikuju dvegrupe indikatora: kratkoročni ciljevi (shortterm targets) i dugoročni ciljevi (longterm targets) monetarne politike. Prvi su predodređeni za kratkoročne ciljeve, a drugi za dugoročne (A. Schwartz, ShortTerm Targets of There Central Bank, u K. Brunner (Ed.), Targets and Indicators of Monetary Policy, San Francisko, Chandler Publiching Economy 1969). Kejnzijanci razlikuju tri grupe iidikatora: instrumenti monetarne politike, posredni ciljevi (intermediate targets) monetarne politike i ciljevi (targets) monetarne politike. Prvi određuju karakter monetarne politike, drugi su indikatori monetarne politike u Brunner-Meltzerovom smislu, treći

U teoriji i praksi za potencijalne monetarne indikatore obično se biraju novčana masa (M1), monetarni agregati u širem smislu (M2, M3, M4 i M5), krediti poslovnih banaka, primarni novac (monetarna baza) i slobodna sredstva (free reserves). Ukoliko se novčana masa koristi kao indikator monetarne politike valja korigovati pretpostavke da akceleracija i deceleracija reflektuju ekspanzivnu i restriktivnu monetarnu politiku, s obzirom da promene novčane mase nastaju pod uticajem varijabila monetarne politike, realnog sektora na monetarni sektor (povratni efekti), nekontrolisanih egzogenih varijabila i ostalih segmenata ekonomske politike; što inducira problem izdvajanja efekata monetarne politike od ostalih uticaja. Empirijska istraživanja pokazuju da je novačna masa bolji indikator tekuće monetarne politike u poređenju sa drugim monetarnim agregatima i da se promene nemonetarne politike potpunije odražavaju na bankarske kredite i šire monetarne agregate u odnosu na novčanu masu.[796] Kamatna stopa, kao indikator, je centralni elemenat transmisije monetarne politike, na realni sektor i pokazatelj povratnih efekata realnog sektora na monetarni sektor. Na kratak rok, porast kamatne stope je pokazatelj restriktivne monetarne politike, dok je pad kamatne stope, pokazatelj ekspanzivne monetarne politike.[797] Stoga je imperativno praviti razliku između nominalne kamatne stope, koja se dekomponuje na realnu kamatnu stopu i efektivnu stopu inflacije, i očekivane kamatne stope, koja inkorporira, pored realne kamatne stope i efektivne stope inflacije, i inflatorna očekivanja. Povećanje ili smanjenje slobodnih sredstava interpretira se kao ekspanzivni ili restriktivni kurs monetarne politike, budući da su promene u slobodnim sredstvima povezane sa promenama realnih varijabila (npr. opadanje očekivane dobiti realnog kapitala smanjuje tražnju kredita i uzrokuje rast slobodnih sredstava). S druge strane, kamatne stope daleko više uplivišu na nivo slobodnih sredstava u odnosu na novčanu masu, iako slobodna sredstva imaju pozitivnu relaciju sa tražnjom u odnosu na negativnu relaciju kamatne stope i tražnje.

Monetaristi i fiskalisti u svojim analizama ne mogu uvek koristiti varijabile koje odgovaraju njihovim modelima, već su prinuđeni da se opredeljuju za one pokazatelje koji su bliski instrumentima centralnog monetarnog instituta (Mayer). Za monetariste, pokazatelj, koji meri efikasnost i određuje pravac i intenzitet monetarne politike, reprezentuje varijabilu koja je kontrolisana od strane centralne banke (a ne endogenu varijabilu).[798] Novčana masa je svakako osnovni pokazatelj monetarne politike za monetariste (jer promene ovog indikatora predodređuje pravac promena dohotka). No, u SAD, u svakom trenutku, raspoloživi podaci o novčanoj masi nedostaju, a i na novčanu masu ne deluju direktno mere centralne banke (jer je delimično endogena). Stoga, novčana masa kao pokazatelj nije uvek u skladu sa definicijom monetarista. Ali, i za kejnzijance dugoročna kamatna stopa nije uvek pouzdan indikator, budući da nije pod strogom kontrolom centralne banke. Stoga, kejnzijanci za pokazatelj radije koriste kratkoročnu kamatnu stopu,[799] dok monetaristi preferiraju iznos primarnog novca (korigovanog za promene stope obavezne rezerve), kao meru ukupnih rezervi koje su pod kontrolom centralne banke i koje utiču na varijabilu cilja (tj. novčanu masu). Monetaristi koriste monetarnu bazu kao meru zato što analiza procesa snabdevanja novcem najbolje odražava dejstvo mera monetarne politike i što je monetarna baza usklađena za iznos

se odnose na ciljeve ekonomske politike (J. Tobin, Monetary Semantics, u K. Brunner (Ed.), Targets and Indicators of Monetary Policy, San Francisko, Chandler Publishing Economy, 1969).

796 K. Brunner – A. H. Meltzer op. cit., st. 410-412.

797 U kratkom roku, kamatna stopa kreće se kontraciklično u odnosu na monetarne cikluse.

798 T. Mayer, Tne Structure of Monetarism, Kredit und Kapitai No. 2 i 3, 1975, st. 190-218 i 293-316.

799 Kratkoročna kamatna stopa može da se, preko teorije o ročnoj strukturi, dovede u vezu sa dugoročnom kamatnom stopom, s jedne strane, i da utiče na priliv novca u denozitne ustanove, s druge strane.

promena obavezne rezerve najbolji pokazatelj budućih promena novčane mase. No, ukoliko bi se pokazalo da su promene kratkoročne kamatne stope bolji pokazatelj novčane mase utoliko bi se, najverovatnije, monetarista opredelio za kratkoročnu kamatnu stopu kao indikatora za predviđanje kretanja novčane mase. Doduše, još nije isključena mogućnost da kratkoročna kamatna stopa preciznije indicira buduća kretanja novčane mase u odnosu na različite mere rezerve.[800] S druge strane, kejnzijanac može da se opredeli za ukupne rezerve, kao pokazatelj politike i da napusti kratkoročnu kamatnu stopu za predviđanje dugoročne kamatne stope. Fand je, sa stanovišta neuobličene teorije ročne strukture, pokazao da je u okviru jednog ciklusa dugoročna stopa nezavisna od kratkoročnih kretanja kratkoročnih kamatnih stopa.[801]

Svojevremeno je Federalna rezerva SAD koristila kratkoročne kamatne stope i uslove na tržištu novca, kao neposredne pokazatelje delovanja monetarne politike na dohodak, umesto da ih tretira kao intermedijarni stepen na putu ka dugoročnoj kamatnoj stopi ili novčanoj masi (Mayer). No, vremena su se promenila, a polemika o najpogodnijem pokazatelju je u znatnoj meri izolovano tehničko pitanje. Pojavila su se, međutim, i mišljenja koja osporavaju opravdanost razdvajanja pokazatelja i ciljeva politike,[802] budući da smatraju da je razlika između čistog indikatora i varijabile instrumenta ista kao razlika između termometra koji samo pokazuje trenutnu temperaturu i termostata kojim se željena temperatura može proizvesti. Radi se, dakle, o ekstremnim gledištima, koje je Mayer pobio. Mayer je, zapravo, u analizi politike, ističe Brunner, ispravno stavio težište na problem pokazatelja i cilja, koji se odnose na prikladno tumačenje monetarnih trendova, odnosno na izbor optimalne strategije monetarne politike, koji u suštini zavise od osnovnih specifikacija mehanizma transmisije, strukture impulsa, interne stabilnosti i značaja pojava u pojedinačnim sektorima. Monetarni indikatori reprezentuju relativno ograničeni broj varijabila koje nominuju tekući smer monetarne politike i očekivane efekte tekuće monetarne politike. Monetarni indikatori vrednuju monetarne akcije i mere monetarne politike mada njihove stope promena ne određuju samo efekti tekuće monetarne politike već i integrisanost ukupnog sistema (pošto su monetarni indikatori endogene varijabile).[803] Nekontrolisane egzogene varijabile, kao i fiskalna politika, isto tako, deluju na vrednost indikatora. Upotreba indikatora, u tom kontekstu, omogućava izdvajanje egzogenih efekata od efekata monetarne politike, Njihova uloga se, pri tome, sastoji u tome da reflektuju promene vrednosti varijabila monetarnih ciljeva bez promene vrednosti finalnih ciljeva.

U monetarnoj teoriji, kao što smo videli, egzistiraju različiti pristupi u definisanju monetarnih agregata (posebno novčane mase), pa, prema tome, i izbori koncepata novčane mase. U okviru klasične kvantitativne teorije novca i kejnzijanske monetarne teorije, novčana masa je definisana obuhvatanjem samo finansijskih oblika koji obavljaju funkciju prometnog i platežnog sredstva, odnosno gotovog novca u opticaju i depozita po viđenju (M1); dok se u monetarnoj teoriji tzv. Radeliffeovog izveštaja uži koncept

---

800 R. Davis i F. Schadrak, Forecasting the Monetary Aggregates with Reduceđ Form Equations, u "Monetary Aggregates and Monetary Policy", Federal Reserve Banc of New York, N. York, 1974, st. 60-71. i J. Pierce i T. Thomson, Some Issues in Controlling the Stock of Money, u "Controlling Monetary Aggregates IJ", The Implementation, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 1973, st. 115-136.

801 D. Fand, A Time Series Analysis of the MBillsOnly" Theory of Interest Rates, Review of Economics and Statistics, novembar 1966, st. 369.

802 B. Friedman, Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy, Journal of Monetary Economics, maj 1976.

803 K. Brunner – A. Meltzer, The Meaning of Monetary Indicators, u W. E. Gibson i G. G. Kaufnam (Ed.), Monetary Economics: Readings on Current Issues, McGrawt Books Economy, 1971., st. 404-405.

novčane mase zamenjuje sa konceptom ukupne likvidnosti (Whole liquidhy).[804] Oba koncepta, u osnovi, predstavljaju najuži i najširi pristup novčanoj masi. Fridman i Meiselrnan, analizirajući postojeće definicije novčane mase:

a) M1 = gotov novac + depozit po viđenju

b) M2 = M1 + štedni depoziti kod banaka i

c) M3 = M2 + štedni depoziti kod nebankarskih intermedijera, izabrali su M2 kao najpogodniji indikator novčane mase, jer pokazuje veću korelaciju prema dohotku i najmanje promene brzine opticaja novca. Kaufman i Gibson su, proširujući koncept Friedman-Meiselmana, uvođenjem novih komponenata:

(d) M4 = M3 + depoziti kod poštanske štedionice i državne štedne obveznice, i

(e) M5 = M4 + državni vrednosni papiri ročnosti do jedne godine, pokazali da M2 najbolje objašnjava dohodak za dva ili više kvartala kasnije (za razliku od M1 koji najbolje objašnjava dohodak za isti ili jedan kvartal ranije).[805]

Andersen i Jordan su, svojevremeno, strukturu monetarnih agregata dekomponovali na: (1) primarni novac (monetarna baza, rezervni novac), koji obuhvata novac kreiran od strane centralnog bankarskog sistema, (2) novac kao instrument plaćanja (novčana masa u užem smislu ili M1), i (3) novac kao deo imovine koji obuhvata instrumente plaćanja i likvidne finansijske instrumente (kvazi novac ili sekundarna likvidnost).[806] U tom kontekstu, oni su se izjasnili u korist monetarističkih proporcija, birajući M2 za ključni monetarni indikator. U praksi su, međutim, prisutni različiti koncepti monetarnih agregata, pa, prema tome, i različitih izbora novčane mase. Struktura monetarnih agregata, koju koristi Federalni rezervni sistem SAD, je ipak – najkompleksnija i najdiversifikovanija. Ona obuhvata tri grupe monetarnih agregata:[807] (a) prva grupa monetarnih agregata obuhvata primarni novac (monetarna baza, rezervni novac), odnosno iznos sredstava banaka na računima kod centralnog bankarskog sistema i iznos domaćih novčanica i kovanog novca u opticaju izvan bankarskog sistema; (b) druga grupa agregata anglobira novčanu masu, u užem smislu, ili Ml (novčanice i kovani novac u domaćoj valuti u opticaju i depozitni novac, koji obuhvata depozite bez roka kod komercijalnih banaka i depozite bez roka kod komercijalnih banaka i depozite inostranih javnih institucija kod Federalnog rezervnog sistema, po odbitku čekova u procesu naplate); (c) treća grupa monetarnih agregata obuhvata M2 (= Ml + oročeni depoziti i ulozi na štednju kod komercijalnih banaka umanjenih za iznos certifikata o depozitu, M3 (= M2 + Iznos depozita kod uzajamnih štedionica i udeli u udruženjima za štednju i kredite, i kreditnim zajednicama), M4 (= M2 + iznos prenosnih certifikata o depozitima), M5 (= M2 + iznos prenosivih certifikata na depozite kod uzajamnih štedionica i udeli u udruženjima

[804] A. Burns, The Role of the Money Supply in the Conduct of Monetary Policy, u T. M. Havrilesky i J. T. Boorman, Current Issues in Monetary Theory and Policy, Arlington Heights, 1976, dr M. Ćirović, Monetarno-kreditni sistem, Savremena administracija, Beograd, 1980. i dr D. Dimitrijević, Monetarna analiza, Institut za dokumentaciju zaštite na radu, Niš, 1981.

[805] G. G. Kaufman, Moge on a Empirical Definition of Money, u W. E. Gibson i G. G. Kaufman, Monetary Economics: Readings on Current Issues, McGrowHill, 1971 st. 405.

[806] L. C. Andersen i J. L. Jordan, The Monetary BaseExplantian and Analytical Use, Federale Reserve Bank of New York, Review, oktobar 1968. i A. E. Burger i R. H. Rasche, Revision of the Monetary Base, Federale Reserve Bank St Louis, Review, juli 1977 i N. Berkman, The New Monetary Aggregate, Journal of Moneu, Credit and Banking, maj 1980.

[807] Opširiije o strukturi monetarnih agregata koje koristi Federalni rezervni sistem "AD konsultovati: L. S. Andersen, Selection of a Monetary Aggregate for Economic Stabilization, Federal Reserve Bank of St. Louis, Rewiew, 10/75, J. Jordan, Elements of Money Stock Determination, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, oktobar 1966, M. W. Keran, Selecting a Monetary Indicators – Evidence from the Unitet States and other Developed Countries, Federale Reserve Bank of St. Louis, Review, oktobar 1970, N. Berkman, The New Monetary Aggregates, Journal of Money, Credit and Banking, maj 1980.

za štednju i kredite i kreditnim zajednicama) i M6 (= M3 plus prenosivi dertifikati o depozitima, komercijalne hartije od vrednosti, štedne obveznice i kratkoročne obveznice države).[808] Međutim, već u 1979. godini, Federalni rezervni sistem izmenio je definiciju Ml uvođenjem M1a (koji je jednak bivšem M1 po isključenju depozita po viđenju kod stranih komercijalnih banaka i zvaničnih institucija) i M1b (koji obuhvata M1A i kamatosne čekovne depozite kod svih depozitnih institucija),[809] doprinoseći na taj način većoj operacionalizaciji novčane mase u užem smislu. Ali, već u 1980. god. data je nova definicija agregata novčane mase. Novi agregat M1b tada uključuje, pored dosadašnjih zakonskih sredstava plaćanja (M1, sada M1a), i sva druga potraživanja kojima se može raspolagati čekom. Veličina M1b je, dakle, postala agregat monetarnog stoka, koji, osim fidicijernog novca u opticaju i depozita po viđenju kod banaka (tzv. M1a), sadrži i depozite po viđenju kod drugih finansijskih institucija i račune "NOW" (račun štednje sa mogućnošću automatskog prelivanja) i račune "ATS" (račun automatskih virmanskih usluga sa računa štednje na tekući račun).[810] Thomas Simson, The Redefined Monetary Aggregate, Federal Reserve Bulletin, februar 1980. Prema tome, posle odluke FED-a o ukidanju M1a (gotov novac plus depoziti po viđenju kod komercijalnih banaka), M1b predstavlja, u stvari, M1. No, za razliku od SAD, u ostalim zemljama OECD je došlo do relativno manjih, čak beznačajnih promena u strukturi monetarnih agregata, tako da i danas postoje sedam agregata: tri monetarna agregata (M1 ili njegove varijante, M2 i M3), monetarna baza i tri varijante rasta kredita (ekspanzija kredita domaćeg porekla, bankarskih kredita i kredita akordiranih od strane finansijskih intermedijera) iz čije je strukture veoma teško odabrati najpogodniji sa stanovišta merenja (Coulbois). Problem mere je ostao kao najteže rešiv problem, budući da još ne postoje pouzdani modeli kvantifikacije monetarnih agregata (mada je i kamatne stope još teže sameravati). Promene su utoliko manje u zemljama OECD,[811] sem ukoliko nije reč o procesu prilagođavanja monetarističkim propozicijama

2. Dok kejnzijanci radije koriste dugoročne kamatne stope (a u određenim uslovima i bankarske kredite), dotle monetaristi preferiraju novčanu mgsu, kao osnovni cilj monetarne politike. Međutim, pri upoređenju ova dva cilja (kamatna stopa i novčana masa) javljaju se dva problema: problem merenja (sa kojim smo se susreli u okviru procesa transmisije) i problem predviđanja krive sklonosti ka likvidnosti i podsticaja za trošenje.[812] Kejnzijanci svakako nisu mnogo uznemireni u procesu otežanog merenja kamatne stope pri izboru cilja iz prostog razloga što priliv sredstava u depozitne ustanove reprezentuje jedan kanal delovanja monetarne politike i što dejstvo kamatne stope na tržištu hartija od vrednosti koje drži sektor stanovništva (pa, sledstveno tome, i na potrošnju) reflektuje drugi kanal delovanja monetarne politike. U tom kontekstu, za fiskaliste se donošenje zaključaka o realnim kamatnim stopama na osnovu nominalnih ne postavlja kao problem, budući da priliv sredstava zavisi od kompariranja kamatne stope depozitnih ustanova sa stopama na otvorenom tržištu. Problem merenja kod kejnzijanca javlja se samo onda kada treba proceniti dejstvo kamatne stope, kao cenu kapitala, na

[808] Definicija monetarnih agregata u SAD se razlikuje od definicije monetarnih agreata MMF, OECD u EEZ.

[809] Thomas Simson, The Redefined Monetary Aggregate, Federal Reserve Bulletin, februar 1980.

[810] D. A. Pierce, Trend and Noise in the Monetary Aggregates, u "New Monetary Control Procedures", Vol. Ll, Board of Governors of the Federal Reserve Svstem, Washington, 1981. i D. A. Pierce i W. P. Cleveland, Seasonal Adjustment Methods for the Monetary Aggregates, Federal Reserve Bulletin, decembar 1981, st. 875-887.

[811] Les agregats monetaires en France, Banque de France, Note d'information, juni, 1982.

[812] R. Davis – F. Schadrack, Forecasting the Monetary Aggregates with Reduced From Equations, u Federal Reserve Bank of New York, Monetary Aggregats and Monetary Policy, N. York, 1974, st. 60-72. i W. Poole, Optimale Croice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, Quartley Journal of Economic, Vol. 84, 1970, st. 197-216.

investicije (Mayer). S druge strane, precizna spoznaja krive sklonosti ka likvidnosti i podsticaja za trošenje olakšava centralnoj banci da izabere onu kamatnu stopu koja optimizira izabrane ciljeve i da odredi količinu novca za svaku kamatnu stopu i obratno.[813] Ukoliko se podsticaji za trošenje povećavaju u uslovima mogućeg predviđanja krive sklonosti (težnje) ka likvidnosti, centralna banka treba da povećava kamatnu stopu, koja u procesu neutralizacije, deluje kao automatski stabilizator. Ukoliko je pak kriva težnje ka likvidnosti nepredvidljiva u uslovima rastućih podsticaja za trošenje, centralna banka treba da povećava količinu novca radi sniženja kamatne stope. U prvom slučaju bolje je koristiti novčanu masu, a u drugom kamatnu stopu. I, ako bi centralna banka, po monetaristima, koristila novčanu masu a ne kamatnu stopu, onda bi se novčana masa održavala na nepromenjenom nivou uz potrebno povećanje kamatne tope. Stoga se monetaristi opredeljuju za novčanu masu kao cilj monetarne politike, jer je tražnja novca stabilnija u odnosu na kejnzijanske podsticaje za trošenje. A to je u skladu sa shvatanjem transmisionog procesa u okviru kvantitativne teorije. Nadalje, ukoliko su bankarski, ili ukupni krediti, potencijalni cilj monetarne politike, onda pristalice monetarističke verzije transmisionog procesa smatraju da je dejstvo promena novčane mase na dohodak značanije od dejstva promena bankarskih kredita,[814] jer uslove na tržištu, takođe, kao potencijalni cilj monetarne politike, više ne uzimaju u obzir u odnosu na kejnzijance. Konačno, izbor između novčane mase i kamatne stope, kao cilja monetarne politike, vezan je za problem zakašnjenja monetarne politike usled sporijeg reagovanja izdataka na promenu kamatne stope. Monetaristi smatraju da se zakašnjenja mogu neutralisati, ukoliko je početna promena kamatnih stopa veća od ravnotežnog nivoa (Tucker).[815] Prekomerni rast javlja se automatski, ukoliko centralna banka koristi novčanu masu kao cilj.

Uticaj monetarne politike na ciljeve ekonomske politike (economic goals), kao što su potpuna zaposlenost, stabilnost cena, ravnoteža platnog bilansa i privredni rast, ostvaruje se posredstvom varijabila ciljeva monetarne politike (targets) na indirektan način.[816] Pri tome, ciljevi monetarne politike (kvantitativni: monetarni agregati u užem ili širem smislu i kamatna stopa, i (kvalitativni: upotreba kredita) reflektuju endogene varijabile sa i/ili bez zakašnjenja, koji odražavaju dejstva monetarnih instrumenata i stabilan suodnos sa ekonomskim ciljevima.[817] Izbor monetarnog cilja zavisi od karaktera izvora nestabilnosti, s obzirom da je finalni cilj monetarne politike minimiziranje nestabilnosti dohotka.[818] Fiksiranje monetarnih ciljeva, dakle, prvenstveno treba da implicira kompresiju cena.

U Hicksovom aparatu ISLM kejnzijanskog tipa, kriva IS simultano reprezentuje ravnotežu štednje i investicija i kombinacije kamatne stope (i) i nacionalnog dohotka (Y). U uslovima nestabilne funkcije tražnje novca (LM), tj. izvorne nestabilnosti u monetarnoj

[813] W. Poole, Optimal Choise of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, Quarterly Journal of Economics, maj 1970, st. 197-216 i W. Poole, Rules of Thumb for Guiding Monetary Policy, u Bord of Govereners, Federal Reserve Svstem, Open Market Policies and Operating Procedures, Washington, 1974, st. 135-189.

[814] T. Mayer, The Structure of Monetarism, op. cit., str. 293-316. i M. J. Artis i D. A. Currie, Monetary Exchange Rate Targets, u A. S. Courakis i R. L. Harrington (Ed.), Monetarism: Traditions, Debates and Policy, Macmillan, London, 1982.

[815] D. Tucker, Mayer's test of Keynesianism: A Correctio, Journal of Political Economy, avgust 1965, st. 394-395.

[816] V. Chick, The Theory of Monetary Policy, GrawHills, London, 1973, st. 918. i D. G. Pierse i D. M. Shaw, Monetary Economics Theories, Evidence and Policy, Butterworth, 1976, st. 423-449.

[817] F. Affalion i R. Portait, Propositions pour une strategie monétaire, Bancjue, Paris, 1978. i T. R. Saving, Monetary Policy, Targets and Indicators, Journal of Political Economy, avgust 1977.

[818] K. Brunner i A. H. Meltzer, The Nature of the Policy, u K. Brunner, Targets and Indicators of Monetary Policy, Shandler Publishing Economy, 1969, st. 3-5.

sferi i stabiliteta IS kamatna stopa predstavlja adekvatan monetarni cilj, s obzirom da se kontrolom kamatne stope osigurava minimiziranje fluktuacija nacionalnog dohotka. Smanjivanjem ili povećanjem novčane mase neutrališu se kretanja krive LM. Pomeranjem krive LM udesno (LM2), sa padom tražnje novca u uslovima stabilne količine novia, kamatna stopa (i) se smanjuje na i2, a dohodak raste (Y2). Pomeranjem krive LM ulevo (LM1), sa porastom tražnje novca u uslovima konstantne količine novca, kamatna stopa se povećava na il, a dohodak opada (Y1). Međutim, u uslovima funkcionisanja stabilne funkcije tražnje novca (LM) i nestabilne funkcije investiciještednja (IS), odnosno priticanja nestabilnosti iz nemonetarne sfere, smanjenje ili povećanje tražnje robe i usluga indukuje pomeranje krive IS u poziciju IS1 ili IS2. Automatski stabilizirajući efekat kretanja kamatne stope je tada limitiran fluktuacijama dohotka u rasponu između Y1 i Y2 ukoliko je količina novca konstantna Stoga je novčana masa pogodniji monetarni cilj, budući da se njenom kontrolom postiže fluktuacija dohotka oko trendnog nivoa. U suprotnom, stabilizacija kamatne stope provocira veće fluktuacije nacionalnog dohotka.[819] U uslovima fiksiranog nivoa kamatne stope ekspanzivni ili restriktivni poremećaji funkcije investicija i funkcije potrošnje indukuju pomeranje krive IS i IS2, odnosno IS1, jer monetarna politika osigurava povećanje ili smanjenje novčane mase u LM2, odnosno LML

U monetarnoj teoriji egzistiraju različita mišljenja u pogledu izbora monetarnih ciljeva Naime, Vane i Thompson smatraju da kontrola ponude novca deluje stabilizirajuće u odnosu na kontrolu kamatne stope i kreditne sposobnosti, i dokazuju da neravnotežna stopa monetarnog rasta, koja ne odražava realni nivo proizvodnje, obara kamatnu stopu i rast agregatne tražnje; dok Holbrook i Schopiro tvrde da novčanu masu treba izabrati za monetarni cilj, ukoliko je monetarni sektor stabilniji od realnog sektora i da u slučaju veće nestabilnosti monetarnog sektora treba izabrati kamatnu stopu.[820] Davis[821] se, pak, opredeljuje za novčanu masu kao primarni cilj monetarne politike (mada ne odbacuje kamatnu stopu i uslove kreditnog tržišta kao dopunske ciljeve) i konstatuje da se u uslovima neočekivanih fluktuacija preferencije likvidnosti novčana masa pokazuje kao pogrešan izbor isto kao i kamatna stopa u uslovima poremećaja van područja finansijskog tržišta. Pool, suprotno od Davisa, smatra da je količina novca, kao monetarni cilj, pogodnija od kamatne stope, kada je realni sektor nestabilniji od monetarnog sektora i, obratno, kamatna stopa je pogodniji cilj za nestabilniju monetarnu sferu; dok Thunberg, poput Poolea, smatra da je ponuda novca bolji cilj monetarne politike u uslovima nestabilne funkcije investicije štednja (odnosno krive IS) mada i kamatna stopa ima svoju validnost za slučaj nestabilne tražnje novca.[822] Caranza i Padoa, ipak, veruju da stabilizacija kamatnih stopa doprinosi minimiziranju fluktuacija dohotka iz razloga što je tražnja novca nestabilnija od afegatne tražnje i, obratno, da stabilizacija

[819] Vane R. Howard i John L. Thompson, Monetarism, Theory, Evidence and Policy, Martin Robertson, Oksford, 1979.

[820] H. R. Vane i J. T. Thompson, Monetarism. Theogu, Evidence and Policy, Martin Robertson, Oxford, 1979. i R. Holbrook i H. Schapiro, The Choice of Optimal Intermediate Economic Targets, American Economic Reviesv, maj 1970.

[821] R. G. Davis, Implementing Open Market Policy with Monetary Aggregate Objectives, u "Monetary Aggregates and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of New York, juni 1974.

[822] R. Thunberg, Monetary Objectives of Monetary Policy in The United States, Cahièrs économiques et monétaires 6/78 i W. Poole, Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stohastic Macro Model, Quarterly Journal of Economics, maj 1970.

ponude novca doprinosi minimiziranju fluktuacija dohotka u uslovima visoke inflacije i stabilnije brzine opticaja novca od multiplikatora investicija.[823]

Monetaristi, prema tome, više preferiraju izbor monetarnih agregata za cilj monetarne politike nego kamatnu stopu koju optiraju kejnzijanci.[824] Doduše, monetaristi a priori ne odbacuju kamatnu stopu kao cilj monetarne politike, ali njenu validnost prihvataju samo u uslovima stabilnih cena i nepostojanja inflacionih anticipacija (očekivanja kada realna kamata korespondira nominalnoj stopi). Pojedini kejnzijanci, kao npr. Benjamin, smatraju da posredni cilj monetarne politike treba da bude bankarski kredit (a ne količina novca) kako bi se minimizirala variranja nominalnog dohotka oko trendnog rasta realnog dohotka.[825] Atfalion i White,[826] praveći razliku između operativnih ciljeva (immedate targets) i posrednih ciljeva (intermediate targets) monetarne politike, ističu da operativni ciljevi doprinose minimiziranju varijacija monetarnih i kreditnih agregata, i da posredni ciljevi doprinose minimiziranju varijacija u nivou dohotka.[827] Kejnzijanci, pak, smatraju da ostvarenje konstantne stope rasta novčane mase može da dovede do oštrih kratkoročnih svingova u kamatnim stopama sa povećanjem rizika na finansijskim tržištima. Izbor optimalne strategije monetarnih ciljeva u osnovi omogućava eliminisanje oštre oscilacije monetarnog rasta, stabilizaciju inflatornih očekivanja i racionalnije ponašanje ekonomskih agenata u privredi, što konvenira bazičnim monetarističkim pretpostavkama.[828] No, usled eratičnog karaktera kratkoročnih monetarnih kretanja u strategiji monetarnih ciljeva se uobičajeno tolerišu swingsovi u stopama monetarnog rasta u okviru postavljenih limita, jer ciljevi monetarnog rasta moraju da respektuju ciklične komponente (kao što su stopa inflacije, dohodna brzina novca i promene u korišćenju kapaciteta), iako se kvantifikovani ciljevi monetarnog rasta sastoje od tzv. neophodne stope inflacije i očekivane stope rasta realnog dohotka.[829] To iz razloga što je smanjivanje godišnjih oscilacija monetarnog rasta oko trendnog nivoa cilj kratkoročne komponente i što je smanjivanje diskrepance između stope monetarnog i realnog rasta dugoročna komponenta monetarne strategije.[830]

Monetaristi, u pravilu, smatraju količinu novca ključnom varijabilom u borbi protiv inflacije nasuprot kejnzijancima koji, verujući u dohodnorashodnu teoriju, u

---

[823] C. Caranza i T. Padoa Schiopa, Note on the Intermediate Targels of Monetary Policy, Cahières économiques et monétaires 6/78.

[824] B. Griffits i G. E. Wood (Ed.), Monetary Targets, St Martin's Press, N. York, 1981., P. Fortin, Monetary Targets and Monetary Policy in Canada: A Critical Assessment, Canadian Journal of Economie, novembar 1979, sg. 625-646., W. Poole, Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, Quarterly Journal of Economics, maj 1970, st. 197-216., G. R. Sparks, The Choice of Monetary Policy Instruments in Canada, Canadian Journal of Economics, novembar 1979, st. 615-624. i W. R. While, Allernative Monetary Targets and Control Instruments in Canada, Canadian Journal of Economics, novembar 1979, st. 590-604.

[825] F. M. Benjamin, Empirical Issues in Monetary Policy. A Review of Monetary Aggregates and Monetary Policy, Journal of Monetary Economics, januar 1977,

[826] R. W. White. Alternative Monetary Targets and Control Instruments in Canada: Criterion for Choce, Canadian Journal of Economics 4/79 i F. Aftalion i L. J. White, On the Choice of Immediate Monetary Targets, Journal of Banking and Finance, juni 1978.

[827] Novčana masa ili dugoročna kamatna stopa mogu biti posredni ciljevi, dok bankarske rezerve ili kratkoročna kamatna stopa mogu biti operativni ciljevi.

[828] D. Duwendag, The "New Era" of Controling Monetary Aggregates, Credit und Capital 3/77, M. Parkin, The Transition from Fixed Exchange Rates to Money Supply Targets, Journal of Money, Credit and Banking, februar 1971. i K. Brunner i A. H. Meltzer, The Nature of the Policy Problem, u K. Brunner, Targets and Indicators of Monetary Policy, Chandler Publiching Economy, 1969.

[829] R. G. Davis, Monetarv Objectives and Monetary Policy, u R. L. Teigen, Readings in Moneu, National Income and Stabilization Policy, Richard D. Irvin, 1978. i K. Brunner i L. H. Meltzer, The Meantig of Monetary Indicators, u W. E. Gibson i G. G. Kaufman, Monetary Economics: Readings and Current Issues, McGraw-Hill Book Economy, 1971.

[830] H. C. Walllch, Innovations in Monetary Policy, u R. L. Teigen, Readings in Money, National Income and Stabilization Policy, Richard D. Invin, 1978.

prvi plan stabilizacione politike stavljaju vladine prihode i rashode (mada pojedini neortodoksni kejnzijanci kažu da centralna banka može podsticati formiranje kapitala i rast realnog proizvoda usvajanjem pravila kombinovanja fiskalnomonetarne politike jeftinog novca i čvrstog budžeta).[831] U eksplikaciji faktora koji determinišu novčane cikluse, monetaristi optiraju pristup da su dotični faktori uslovljeni monetarnom politikom, dok kejnzijanci preferiraju pristup da su isti faktori endogeno postavljeni. Monetaristi smatraju da monetarne restrikcije u pravilu eliminišu inflaciju ukoliko se spreči inflacioni razvoj dohotka, odnosno nadnica i javnih rashoda. Monetaristička strategija monetarnog rasta u inflacioniranim uslovima,[832] polazeći od bazičnih postulata monetarizma (da je realna količina novca determinisana opštom ravnotežom realnog i monetarnog sektora, da rast nominalne količine novca generalno dovodi do permanentnog rasta cena pre nego što dovodi do smanjenja kamatne stope na dugi rok i da nominalna količina mora biti kontrolisana), ističe potrebu za usvajanjem, projektovanjem i objavljivanjem monetarnih ciljeva, neophodnih za programiranje monetarnog rasta, u borbi protiv destabilizirajućih inflacionih očekivanja i instalirane inflacije nezavisno od privremenih posledica na planu smanjenja ekonomske aktivnosti i rasta nezaposlenosti i rizika od socijalnih eksplozija i krize rasta.

3. Pravilo o stabilnoj stopi rasta novčane mase jeste važna postavka savremenog monetarizma, koje je u tesnoj vezi sa kvantitativnom teorijom novca, monetarističkim shvatanjem o stabilnosti privrednog sektora i o nivou cena, i monetarističkim ignorisanjem pojedinačnih pojava. U osnovi, stabilna stopa rasta novčane mase deluje u pravcu stalnog rasta dohotka po stabilnoj stopi (Majer).[833] Pravilo o stopi rasta novčane mase je u suprotnosti sa kejnzijanskom teorijom, jer fiskalisti tvrde da je brzina opticaja novca promenljiva, da je privredni sektor nestabilan i da je tražnja novca elastična u odnosu na kamatnu stopu. Stoga, oni ističu da stabilna stopa monetarnog rasta nema za posledicu povećanje stepena stabilnosti dohotka, jer monetarna politika deluje sa zakašnjenjem (H.W. Philips). Ali, ukoliko bi se dokazalo da diskreciona fiskalna politika može da stabilizuje privredu, najverovatnije da bi monetaristi odbacili pravilo o stopi rasta novčane mase (Majer) zato što ubeđenje u ispravnost ovog pravila nije komponenta Fridmanove definicije monetarizma.[834] No, i rasprava monetarista i fiskalista u vezi sa pravilom o stabilnoj stopi monetarnog rasta ili pravilom o ad hoc diskrecionoj politici je relativno zastarela, budući da novija istraživanja pokazuju da je stabilna funkcija reagovanja centralne banke na promene dohotka indikativnija sa stanovišta stabilizacione makroekonomske politike.[835] Zalaganje za politiku konstantnog rasta novčane mase, međutim, nije nov predlog. Za ovaj stav zalagao se Simons još 1948. god., iako pravilo o konstantnom rastu novčane mase ne vodi stabilizaciji nivoa cena. U 1950. god. Mints

[831] D J. Fand, A Monetarist Model of the Monetary Process, u W. Gibson i G. Kaufman, Monetary Economic, Radings on Current Issues, McGraw-Hill, 1971. i J. D. Rea, Monetary Rolisu and the Ciclical Behavior of the Money Supply, Journal of Money, Credit and Banking, avgust 1976.

[832] Mnoge diskusije o monetarizmu, između ostalog, svode se na pitanje koju tehniku monetarne kontrole valja koristiti u kontroli novčane mase sa stanovišta stabilnosti privrede i održavanja vrednosti novca, i na problem optiranja direktnih i indirektnih mera, kao što su metod monetarne baze, plafoniranje kredita, odnosno ograničavanja kredita, tehnika otvorenog tržišta, regulisanje kamatne stope i utvrđivanje deviznog kursa (R. C. Bryant, Federal Reserve Control of the Money Stock, Journal of Money, Credit and Banking 4/82, st. 597-640).

[833] T. Mayer, The Structure of Monetarism, op. cit., st. 190-218., F. A. Affalion i P. Poncet, Le monétarisme, P. U. F. Paris, 1980., S. J. Kareken i N. Waliace (Ed.), Models of Monetary Economies, Fedcral Reserve Bank, Minneapolis, 1980., L. Harris, Monetary Theory, McGraw-Hill, N. York, 1981., J. Hicks, Moneu, Interest and Wages, Basil Blackwell, Oxford, 1982, , M. Friedman i A. Schwartz – Jacobson, From New Deah Banking, Reform to World War Ll Inflation, Princeton University Press, Princeton, 1980.

[834] Milton Friedman, The Counter – Revolution in Monetary Theory, London, 1970., st. 26.

[835] J. Ph. Cooper, Development of the Monetary Sector, Production and Policy Analysis in the FRB – MIT – PENN Modell, Lexington, Mass., 1974. st. 68-72.

se založio za kontrolu novčane mase u funkciji stabilizacije nivoa cena. Ali, pošto novac na cene utiče sa velikim zakašnjavanjem, to bi politika stabilizacije nivoa cena izazivala fluktuacije monetarnog rasta. Jer, kratkoročno posmatrano, cene i privredna aktivnost nisu u tesnoj vezi. Samo je u dugoročnom trendu konstantna stopa monetarnog rasta u skladu sa dugoročnom stabilnošću cena (Kagan). Umerene periodične promene fiksne stope monetarnog rasta u funkciji postizanja dugoročne postojanosti nivoa cena mogu se sprovoditi, budući da se dugoročni trend brzine opticaja novca povremeno menja. Međutim, diskreciona politika se obično navodi kao argument protiv pravila o stabilnom monetarnom rastu, s obzirom na to da konstantni rast novčane mase povremeno predstavlja optimalnu politiku u procesu stabilizovanja rasta ukupne tražnje. Kreatori stabilizacione politike moraju raspolagati pouzdanim predviđanjima da bi efekti preduzetih mera stabilizirajuće delovali na tražnju (Fridman). U protivnom, promenljiva diskreciona politika može da derogira ponašanja u nefinansijskim sektorima i da nivo cena učini promenljivim.[836] Stoga, Mints smatra da očekivanja nefinansijskog sektora u pogledu politike konstantnog nivoa cena mogu da doprinesu održavanju stabilnog nivoa cena.[837] I, sa stanovišta "racionalnih očekivanja, nefinansijski sektori baziraju ekonomske odluke na racionalno formiranim očekivanjima i raspoloživim informacijama o relevantnim indikatorima. Pri tome ne postoji izbor između inflacije i nezaposlenosti (jer je standardna Filipsova kriva vertikalna), a monetarna politika ne deluje na proizvodnju i zaposlenost već na cene. Modeli bazirani na nacionalnim očekivanjima[838] preciznije aproksimiraju ekonomska ponašanja stvarnosti nego ekonometrijski modeli na kojima se baziraju predlozi za diskrecionu politiku. Monetaristi se u osnovi ne protive diskrecionoj monetarnoj politici i kratkoročnim varijacijama monetarnog rasta, ali, usled zaostajanja monetarnih efekata, smatraju da diskreciona monetarna politika može nadmašiti politiku konstantnog monetarnog rasta i da indukuje lošije rezultate. Stoga zaključuju da razumno konstantni monetarni rast i, njegov pratilac, slobodno fluktuirajući devizni kursevi, doprinose manjoj ekonomskoj nestabilnosti nego fiskalna politika.

Na pitanje da li konstantna stopa rasta novčane mase obezbeđuje odgovarajuću reakciju na poremećaje cena u smislu stvaranja putanje tolerantne nezaposlenosti i inflacije monetaristi daju potvrdan odgovor,[839] dok kejnzijanci dokazuju zašto konstantan porast novčane mase ne može da bude odgovor (Modigliani). Pri tome, iskorenjavanje inflacije implikuje povećanje nezaposlenosti iznad prirodne stope. Odnos između nivoa cena i nepromenljivog konstantnog monetarnog rasta u vremenu od porasta do redukovanja inflacije implikuje dodatno povećanje ponude novca koja odgovara nivou cena, odnosno povećanju inflacije. Monetarističko shvatanje funkcije preferencije, koja zavisi samo od povećane nezaposlenosti, uključuje pretpostavku da Filipsova kriva bude vertikalna u dugom roku i linearna u kratkom periodu. Usled konstantnog porasta novčane mase, nastala putanja nezaposlenosti nije blizu optimalne putanje. Zaključak se oslanja na linearnu funkciju blagostanja i reprezentuje uopštavanje Okunovog indeksa ekonomske

836 V. Klein, Our New Monetary Standard: The Measurement and Effects of Price Uncertainty, 1880-1973, Economic Inquiry, decembar 1975, st. 461-484.

837 L. W. Mints, Monetary Policy for a Competitive Society, McGraw-Hill, N. York, 1950, st. 9.

838 R. E. Lukas, Econometric Policy Evaluation: A Critique, u K. Brunner, op. cit., st. 36-72., Sargent i N. Wallace, Rational Expectations and the Economy of Economic Policy, Federal Reserve Bank of Minneapolis, juni 1975. i Rational Expectations, The Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule, Journal of Political Economy, april 1975., st. 241-254.

839 D. Laidler, Some Evidence on the Demand for Money, Journal of Political Economy, februar 1966, st. 55-68., J. L. Stein, The Optimum Quantity of Money, Journal of Money, Credit and Banking, Novembar 1970, st. 397-419., C. Lieberman, The LongRun and ShortRun Demand for Money Revisited, Journal of Money, Credit and Banking, februar 1980., st. 43-57 i OECD, Demand for Money in Major OECD Countries, Paris, 1979.

nelagodnosti, koji predstavlja nezaposlenost i inflaciju.[840] Papademosova teza, pomoću indeksa, pokazuje da optimalna politika zahteva povećanje nezaposlenosti sve dok se inflacija ne smanji,[841] jer monetaristi smatraju da je stopa inflacije dvostruko skuplja od nezaposlenosti. Fiskalisti, i pored nesaglašavanja, smatraju da su monetaristi dali značajan doprinos rehabilitovanju uloge novčane mase kao determinante ukupne tražnje, dokazivanju da je privredni sektor manje nestabilan nego što su tvrdili rani kejnzijanci i da pogrešno koncipirana, usmerena i vođena politika stabilizacije deluje destabilizaciono. Međutim, monetaristi preteruju kada tvrde da je privatni sektor mnogo stabilniji i da stabilizaciona politika koja deluje destabilizaciono nije potrebna, da je nestabilnost u prošlosti posledica nestabilnog porasta novčane mase, da je konstantna stopa monetarno grastadominirajućadeterminantapromenanominalnogdohotka, da monetarna politika ima preimućstva u odnosu na praktikovanu fiskalnu politiku i da se inflacija može smanjivati na teret nezaposlenosti (Modigliani).

Monetaristi, svakako, preteruju kada kažu da pravilo mora biti fiksno i unapred objavljeno, čak i kada dokazuju da su skokovi i padovi monetarne stope rasta bili i češći i izrazitiji sve dok Federalna uprava za rezerve nije prihvatila kontrolu novčane mase. Dotadašnja nestabilna šema monetarnog rasta bila je propraćena nestabilnom šemom interesnih stopa i nestabilnom šemom ekonomske aktivnosti. Fridman je, stoga, verovao da su monetarna kolebanja bila izvor kolebanja, kako interesnih stopa, tako i privredne aktivnosti, podgrejavajući inflacione trendove. Iz tih razloga Fridman je smatrao da tražnja novca mora biti izražena u realnim izrazima, a ne u nominalnim, da bi se izbegla monetarna iluzija.[842] Usled toga je efekat kamatne stope na tražnju novca slab u odnosu na druge varijabile, kao npr. anticipirani rast cena. Ekonomski agenti raspodeljuju svoje resurse između potrošnje, konstituisanja novca, kupovine obveznica, investiranja i realna dobra i ulaganja u humani kapital. Pri tome, tražnja novca fluktuiraće prema relativnoj rentabilnosti skupa ovih mogućnosti alokacije. Sem toga, povećanje količine novca biće apsorbovano povećanom tezauracijom (kejnzijanci), odnosno kompenzovano smanjenjem brzine opticaja (monetaristi).[843] Uz to, valja istaći da je i polarizacija u vezi problema o egzogenosti ili endogenosti monetarnih agregata vodila oponente koncepcije ekonomske politike na teren dijametralno suprotnih teorija inflacije tražnje i teorija inflacija troškova (Ćirović), koje su se u kasnijoj etapi razvoja konvergirajućih stavova monetarista i nemonetarista pokazale kao besplodna rasprava i svojevrsna besmislica. Iz tih razloga je i vlada V. Britanije pre prelaska na tzv. monetarističku koncepciju stabilizacione politike pribegla diskrecionoj politici da bi se nakon toga preorijentisala na probleme stabilizacije novčane mase i nivo inflacije radije nego na probleme tražnje i/ili inflacije troškova ili tražnje.[844] Zatvaranje gepa u inflatornim performansama i izvlačenje iz međunarodnog konvoja inflacije (Eminger) ima prioritet u odnosu na netačnu tezu da se povišena stopa privrednog rasta i povećana stopa zaposlenosti mogu "kupiti" za povećanu stopu inflacije.[845] Čak i kejnzijanska doktrina deficitarnog finansiranja, koja se zasniva na pretpostavci da reflacija neće povećati troškove nadnica sve dok najveći

[840] A. J. M. Okun, Inflation: Its Mechanism and Welfare Costs, Brookings papers 2/75, st. 351-390, M. Lowell, Why was the Consumer Feeling So Sad?, Brookings papers 2/75, st. 473-479.

[841] F. Modigliani, The Monetary Mechanism and its Interaction with Real Phenomena, Review of Economics and Statistics, februar 1963., st. 79-107.

[842] M. Friedman, Free to Choose, New York, 1980. i Inflation and Unemployment, The Institute of Economic Affaires, London, 1977.

[843] Ph. Mongin, Quanto Lontan da Keynes? Biblloteca della Liberta, april-jun 1981. i Monetarism aujourd'hui: Une doctrine antiKeynesiènne hantée par son contraire, Problèmes économiques 1782/82, st. 2-10

[844] Gregory Chow, Analysis and Control of Dynamic Systems, John Wiley, London, 1975.

[845] Dr M. Ćirović, Novac i stabilizacija, Savremena administracija, Beograd, 1982, st. 73,

deo ciklične nezaposlenosti ne bude apsorbovan, nema više svoju validnost, pošto umesto monetarnih iluzija dominiraju inflatorne anticipacije.[846] U takvim uslovima se inflacija tražnje brzo pretvara u inflaciju troškova, što rezultira u smanjenju akumulacije i nižim investicijama".[847] Stoga se cilj čvrsto postavljenih monetarnih limita ogleda u redukovanju inflatornih anticipacija i formiranju nominalnih dohodaka na neinflatornom nivou (Eminger i Ćirović). Istovremeno, publikovanje godišnjih stopa monetarnog rasta deluje u pravcu smanjivanja inflatornih anticipacija, pri čemu koncept programiranja monetarnog rasta deluje u pravcu obaranja stope inflacije.[848]

Osnovnu tvrdnju monetarizma, da se stopa rasta realnog društvenog proizvoda na duži rok formira nezavisno od stope monetarnog rasta (i da su kanali delovanja rasta monetarnog potencijala isključivo usmereni na područja formiranja stope inflacije i platnog bilansa), pobija prof. Ćirović. "Osnovna slabost monetarističke koncepcije u kapitalizmu jeste u tome što ne povezuje delovanje monetarne politike sa direktnim programiranjem proporcija u raspodeli društvenog proizvoda, prepuštajući formiranje tih proporcija u namenskoj raspodeli dohotka delovanja stihijskih tržišnih snaga uz indirektno delovanje monetarne i fiskalne politike i uz aktiviranja psiholoških faktora u procesima struktuiranja raspodele dohotka. Usled toga, što ne postoji čvrsta veza između politike raspodele dohotka i monetarne politike – u cilju istovremenog obezbeđivanja zadovoljavajuće stope privrednog rasta i zadovoljavajuće stope inflacije – kapitalizam na duži rok vrši povremena pomeranja između naglašavanja mehanizma fiskalnog stimulisanja i naglašavanja monetarnih mehanizama, u zavisnosti od toga da li dominiraju recesione ili inflatorne tendencije u privrednim kretanjima".[849] U recesinflacionisanim uslovima rešenja se obično pronalaze u optimalnoj kombinaciji fiskalnih stimulansa i monetarnih restrikcija u zavisnosti od odnosa između nedovoljnog korišćenja proizvodnih kapaciteta i nivoa stope inflacije i platnobilansnog deficita. U polarizovanim koncepcijama ekonomske politike, kejnzijanska koncepcija naglašava da se nivo cena determiniše na sektoru formiranja nadnica van uticaja monetarnih agregata i uz delovanje kvantuma novca samo na nivo privredne aktivnosti; dok monetaristička koncepcija naglašava da monetarne varijabile na dugi rok ne utiču na formiranje realnih agregata ili da kvantum novca deluje na formiranje nominalnih agregata, pa, prema tome, i na formiranje gepa između realnih i nominalnih agregata, koji reflektuje inflatorne ili deflatorne impulse u privredi.[850]

4. Kako simultano realizovati punu zaposlenost, stabilan nivo cena i ravnotežu platnog bilansa u okviru IS – LM analize je prvorazredni problem mnogih akademskih ekonomista od 1960. godine.[851] U tom kontekstu, kriva IS (investicije i štednja je trasirana

[846] Dr M. Ćirović, op. cit., st. 73.

[847] Ibidem, st. 73.

[848] Dr M. Ćirović, Strategija monetarnog rasta, Finansije, mart-april, 1976. st. 132.

[849] Dr M. Ćirović, Privredna i moietarna kretand u svstu, Jugoslovensko bankarstvo, april 1977. preštampano u "Novac i stabilizacija". Savremena administracija, Beograd, 1982. st. 74.

[850] Dr M. Ćirović, Monetarizam i stabilizacija, Ekonomist, br. 3, 1980.

[851] R. A. Mundeil, Capital Mobility and stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchage Rates, The Canadian Journal of Economics and Polilical Science, vol. XXIX, 1963. st. 475, J. J. Rosa, Monnaie, revenu national et prix en économie ouverte, Revue économique 6/72, D. Wcightsmann, IS – LM and External Equilibrium. A Graphical Analysis, AER, mart 1970, R. Artoni, The coordination of fiscal and monetary Policy, Public Finance, septembar 1970, E. Sohmen, Fiscal and Monetary Policies Under Alternative Exchange – Rate Systems, The Quarterly Journal of Economics, vol. LXXXI 1967, D. J. Ott, Monetary and Fiscal Policy, The Quarterly Journal of Economics, vol. LXXXLl 1968, J. Niehans, Monetary and Fiscal Policies in open economics Under Fixed Exchange Rates, The Journal of Political Economy, vol. LXXVI 1968, W. L. Silber, Fiscal Policy in IS – LM Analysis, Journal of Money, Credit and Banking, mart 1970, K. Brunner, M. Eratianni, J. Jordan, A. H. Meltzer and N. Neuman, The Role of Monetary and Fiscal Policy in Modern Inflation, Journal of Money, Credit and Banking. februar 1973, A. Tokauata, The Effects of Fiscal and Monetary Policies Under Flexible and Fixed Exchange Rates, Canadian

kao reprezentanta mogućih kombinacija kamatne stope i nacionalnog dohtoka (i,.y), koja osigurava egalitet S (u) I(i). Kriva LM (ponuda i tražnja novca) reprezentuje moguće kombinacije (i, u), koje obezbeđuju egalitet tražnje novca sa fiksnom ponudom. U režimu nezaposlenosti fiskalna politika, po pravilu, može osigurati ekspanziju neophodnu za prevazilaženje nezaposlenosti, rastom društvenih rashoda, redukcijom fiskalne presije (opterećenja) ili paritetnim i simultanim kombinovanjem. Menjajući potrošnju, odnosno tražnju, tj. AG nabavkama iz buceta i fondova i ponašanja potrošača i investitora preko AT i AYd DPZ i SIZ utiču na krivu IS i na realne faktore reprodukcije. Fiskalna politika, pored toga, utiče i na krivu LM i monetarne fenomene, u zavisnosti od alternativnih modela pokrića finansijskog deficita opšte i zajedničke potrošnje. Alimentiranje inaugurisanog deficita emitovanjem društvenog zajma ne modifikuje monetarne tokove i ne indukuje monetarnu ekspanziju, budući da reprezentuje preraspodelu već postojećih kupovnih snaga.

Međutim, finansiranje finansijskog deficita monetarnim kreacijama podrazumeva monetizaciju finansijske aktive i pomeranje krive LM za efekte likvidnosti. Monetarni autoriteti definišu monetarne uslove: snižavanjem ili povećavanjem troškova refinansiranja poslovnih banaka od strane emisionog instituta, povećanjem ili smanjenjem reeskontne i eskontne stope, povećavanjem ili smanjivanjem likvidnosti poslovnih banaka posredstvom smanjenja ili povećanja stope obavezne rezerve, povećanjem ili smanjenjem kamatnih stopa i dr. U ovim okvirima, pomeranje krive IS sa fiksiranom krivom LM znači da ekonomski subjekti povećavaju svoje autonomne rashode bilo samofinansiranjem bilo pozajmljivanjem štednih resursa Fundamentalna interakcija između IS i LM, pri tome, sastoji se: IS reaguje na LM u slučaju bankarske redistribucije kredita (jer se uvećava koeficijent likvidnosti potrošača i investitora), dok kriva LM reaguje na IS u slučaju realnog usmeravanja novododate likvidnosti (jer se uvećavaju potrošnja i investicije). Ekspanzija nacionalnog dohotka je tada rezultat ekspanzije autonomnih rashoda i/ili monetarne baze. Porast monetarne mase implikuje redukciju kamatne stope, koja stimuliše rast investicija.[852] Time monetarna politika utiče na internu ravnotežu posredstvom investicija i na eksternu ravnotežu putem kretanja kapitala u zavisnosti od elastičnosti investicija i kapitala prema kamatnoj stopi. Pri tome, ako se kamatna stopa stabilizuje kriva IS se pomera za iznos porasta društvenih rashoda i za iznos dodatnih fiskaliteta u suprotnom smeru. Amplitude translacije krive IS date su formama multiplikatora

Pomeranjem krive LM usled monetarnih restrikcija, koje su rezultat podizanja nivoa kamatne stope, dekuražiraju se investicije i redukuje globalna tražnja. Rast kamatne stope indukuje uvoz kapitala, koji može biti proizvodno angažovan i robno kontrabalansiran sa izvozno orijentisanom supstancom. Međunarodno kretanje kapitala uslovljeno diferencijom kamatnih stopa i fiskalnim koncesijama u osnovi je u funkciji jačanja akumulacionog potencijala i stvaranju stabilnih uslova privrednom rastu, što u režimu fleksibilnih deviznih kurseva modifikuje nagibe krivih linija stabilnosti, odnosno podiže nivo tačke preseka internog i eksternog ekvilibrijuma Pri tome, za tradicionalnu dilemu da li treba primeniti monetarnu ili fiskalnu politiku za istovremeno postizanje

Journal of Econommics, vol. Ll 1969, D. K. Foley, K. SheJI and M. Sidrauski, Optimal fiscal and monetary Policy and economic growth, Journal of Political Economy, juli 1969, C. F. Christ, A Model of Monetary and Fiscal Policy. Effects on the Money, Stock, Price Level, and Real Output, J. N. C. B. novembar 1970, L. C. Andersonand J. Jordan, Monetary and Fiscal Action, Federale Reserve Bank of St. Louis, novembar 1968, F. Brechling – J. N. Wolfe, The End of Stop-go, LB. R., januar 1970.

[852] Varijacija kamatne stope, povezane sa politikom monetarnih funkcija, utiče na funkciju investicija i proizvodnju multiplikatorskog efekta.

spoljne i unutrašnje ravnoteže u otvorenoj privredi, usvojeno pravilo normativnog modela (dva cilja i dva instrumenta), u modelu dinamičke stabilnosti ne pokazuje egzaktnost već imperfektnost. U kombinaciji monetarne i fiskalne politike ne postoji univerzalna tačka poklapanja instrumenata i ciljeva. Pogodan izbor instrumenata za ciljeve unutrašnje i spoljne ravnoteže, po pravilu, zavisi od uslova koji preovlađuju u nacionalnoj privredi, ekonomskih prioriteta tekuće politike i stabilizacionih potencija integrativnih parcijalnih politika u sklopu opšte ekonomske politike. Jer, u uslovima povećanog mobiliteta kapitala u odnosu na dohodak, osetljivost finansijskih izvora i resursa prema kamatnim stopama, nelinearnih odnosa ponašanja ekonomskih subjekata, promena cene (inflacija) i pariteta deviznog kursa, porasta dohotka u proporciji viška tražnje dobara i usluga, porasta kamatne stope u proporciji sa suficitarnom tražnjom novca, opadanja stope razmene u proporciji sa suficitarnom pozicijom platnog bilansa itd., autonomne ekonomske performanse monetarne i fiskalne se ne reverifikuju. Stoga u tzv. monetarnofiskalnoj kontroverzi: (1) fiskalna politika efikasnije deluje na regulisanje nivoa efektivne potrošnje, dok monetarnokreditna politika efikasnije deluje na investicionu aktivnost, (2) fiskalna politika je moćnija u regulisanju unutrašnje tražnje, cena i zaposlenosti, a monetarna politika je efikasnija za održavanje ravnoteže platnog bilansa i (3) fiskalna politika je moćnija u periodu depresivnih privrednih kretanja, dok je monetarnokreditna politika jača u procesu suzbijanja inflatornog buma[853] prezentovana alternativna isključivanja ne mogu se naučno verifikovati, osim kombinovane, jednovremene, sinhronizovane, komplementarne primene monetarne i fiskalne politike.

4. FISKALNI POKAZATELJI I CILJEVI FISKALNE POLITIKE

Osnovni cilj i zadatak fiskalne politike, odnosno javnog sektora jeste mobilizacija finansijskih resursa za alimentiranje javnih ili društvenih potreba, realizujući pri tome ključne ekonomskosocijalne funkcije javne, odnosno društvene (opšte i zajedničke) potrošnje u domenu alokacije privrednih resursa, redistribucije nacionalnog dohotka, ekonomskog stabiliteta nivoa cena i zaposlenosti i privrednog rasta. Alokaciona funkcija ekonomije opšte i zajedničke potrošnje realizuje se kvantitativnim i kvalitativnim dimenzijama društvenih rashoda i društvenih prihoda u procesu formiranja finansijskog potencijala finansijskih institucija (buceta i fondova) i distribuiranja finansijskih resursa na planirane i dogovorene društvene (opšte i zajedničke) potrebe. Zadovoljenjem društvenih potreba, posredstvom finansijskih institucija DPZ i SIZ, planski se alociraju resursi u pojedinim segmentima društvene reprodukcije, korigujuću, pri tome, tržišni mehanizam razmeštaja proizvodnih snaga Korektivnim dejstvima društvenih rashoda i prihoda na alokaciju proizvodnih resursa, koja se efektuira posredstvom tržišta i društvenog plana, ostvaruje se realokaciona funkcija tzv. društvenog finansiranja u nas. Modifikovanjem ekonomskog položaja određenih grana, grupacija, delatnosti, OOUR i pojedinaca, društvenim prihodima, s obzirom da se redukuje dohodak, akumulacija, likvidnost, samofinansiranje, potrošnja, lični dohodak, imovina i sl., opredeljuju se finansijski resursi za alimentiranje društvenih potreba, odnosno društvenih rashoda.

[853] A. S. Murphy, Fiscal Policy, Finance and Development, IMF 2/70 st. 14 i Dr P. Jurković, Fiskalna politika u ekonomskoj teoriji i praksi, Informator, Zagreb, 1977. st. 45.

Društvenopolitičke zajednice i samoupravne interesne zajednice realizuju alokacionu funkciju privrednih resursa posredstvom društvenih rashoda na sledeći način:[854]

1. finansiranjem izgradnje novih privrednih kapaciteta, proširenja postojećih proizvodnih objekata i otklanjanja tzv. uskih grla u privredi,
2. finansiranjem modernizacije i rekonstrukcije prioritetnih privrednih objekata i razvojnih programa u društvenoj reprodukciji,
3. finansiranjem naučnoistraživačkog rada i aplikacije rezultata naučnog istraživanja u vitalnim sektooima,
4. finansiranjem transfera nove tehnologije i tehničkih inovacija iz inostranstva,
5. finansiranjem zadataka nacionalnog prestiža (naoružanje, kosmos, oslobodilački pokreti, nerazvijene zemlje), opštenarodne odbrane i civilne zaštite,
6. finansiranjem društveno-ekonomske, naučnoobrazovne, kulturnoprosvetne i socijalnozdravstvene infrastrukture,
7. finansiranjem zaštite čovekove životne i radne okoline,
8. finansiranjem neprivrednih investicija,
9. finansiranjem interventnih akcija u privredi (tza ekonomski transferi) i socijalnog obezbeđenja sekgora stanovništva (tza socijalni transferi),
10. finansiranjem akcija regionalne harmonizacije privrednog razvoja,
11. finansiranjem kupovina robe i usluga iz budžeta i fondova,
12. finansiranjem ličnih i materijalnih rashoda zaposlenih u neproizvodnom sektoru i ostalih tekućih rashoda (troškova) DPZ i SIZ,
13. finansiranjem opštedruštvenih potreba (društvena uprava, društveno-političke organizacije i udruženja građana, narodna odbrana, dopunska sredstva, mesne zajednice, međuopštinske regionalne zajednice, zajednice opština, gradovi, vanprivredne investicije, budžetske obaveze iz ranijih godina, resursi itd.) na svim nivoima DPZ (opštine, republike i pokrajine i federacije),
14. finansiranjem zajedničkih potreba (obrazovanje i vaspitanje, nauka, kultura, fizička kultura, socijalna zaštita, dečija zaštita i dečiji doda tak, zdravstveno osiguranje, invalidskopenzijsko osiguranje i zapošljavanje) na svim nivoima SIZ (opštinski, međuopštinski, regionalni, republički, pokrajinski i međurepublički); jednom rečju, finansiranjem tekućih i per spektivnih funkcija društveno-političkih zajednica i samoupravnih in teresnih zajednica (dakle, ličnih, materijalnih, investicionih i tran sfernih rashoda, uključujući rezerve i viškove) efektuira se alokaciona funkcija ekonomije opšte i zajedničke potrošnje.[855]

---

[854] Uporedi: R. Musgrave, Teorija javnih finansija, Naučna knjiga, Beograd, 1973. st. 5-13, Dr A. V. Perić, Finansijska teorija i politika, Savremena administracija i Institut za ekonomska istraživanja, Beograd, 1976. st. 99-102, X. Greffe, Economic publique, Economica, Paris, 1975, st. 297-334, R. A. Musgrave and P. B. Musgrave, Public Finance in Theory and Practice, McGraw-Hill Book Economy, New York, 1973, st. 6-10 i E. Vessillier, Fondaments de l'économie financiéres Dos. Thémis, Paris, 1972, st. 37-38 i 46-50.

[855] Međutim, po mišljenju prof. Horvata nije bitno kolika su sredstva, već kako se prikupljaju (formiraju) i kako se troše (alociraju), iako pokrivanje društvenih rashoda (statistička alokacija resursa) dobija sekundarno značenje u odnosu na redistributivne, stabilizacione i razvojne funkcije, kao primarni efekti fiskalne, odnosno budžetske politike. Negirajući statičnost Musgraveovog koncepta alokacije resursa (statička alokacija: tržište, ex post), prof. Horvat zalaže se za dinamičku alokaciju resursa (dinamička alokacija: plan, ex ante), pri čemu dinamičku optimalnu alokaciju resursa svodi na optimalnu stopu investicija, vremensko dimenzioniranje ukupnog investicionog volumena i raspoređivanje investicija po planskim sekvencama u prostoru (investiciono doziranje) u funkciji korigovanja tržišnog, ex post modela alokacije privrediih resursa (Dr B. Horvat, Ekonomska politika i stabilizacija, Naprijed, Zagreb, 1976, st. 119 i 144, i O optimalnoj alokaciji resursa u vremenu, Ekonomist 34/73 st. 351-360). U tom smislu, i programiranom alokacijom resursa, posredstvom mehanizama društvenih prihoda i rashoda, DPZ i SIZ koriguju tržišnu alokaciju resursa (Dr Lj. Madžar, Alokacija resursa i efikasnost privređivanja, Ekonomist 3/76

Redistributivna funkcija[856] ekonomije opšte i zajedničke potrošnje ostvaruje se mehanizmima društvenih prihoda i društvenih rashoda. Transferom dohotka lroizvodnog segmenta društvene reprodukcije u sferi "neproizvodne" potrošnje, kreira se finansijski potencijal finansijskih institucija za alimentiranje opšte i zajedničke potrošnje. Društvenim prihodima (porezi, doprinosi, parafiskaliteti, javni dug) ostvaruje se redistribucija nacionalnog dohotka i akumulacije, i koriguje indukovano stanje raspodele dohotka posredstvom tržišnog mehanizma. Fiskalitetima se, prema tome, usklađuje raspodela, a ekonomskim i socijalnim transferima koriguju se inegaliteti, pošto se naplate fiskalne obaveze. Oporezivanjem dohodaka OOUR, ličnih dohodaka građana, imovine i prihoda od imovine, prometa i dr., redukuju se fiskalne osnovice (oporezive materije) radi zadovoljenja društvenih potreba. Ekonomskim transferima restituišu se likvidnost i raspoloživi dohodak određenih sektora društvene reprodukcije, koji su defavorizovani u tržišnoj konkurenciji i diskriminisani u sistemu privređivanja i dohodovanja, s jedne strane, i koji ekonomski podnose terete inflatornih udara, s druge strane. To znači da su pojedine grane (npr. tekstilna industrija), koje ne mogu da izdrže mikroekonomske kriterijume poslovanja, preferencije tržišnog mehanizma i disparitetne posledice inflatornih udara, predmet štićenja od strane tekuće ekonomske politike, posredstvom programa refakcija i supsidija (dogovorenih ekonomskih transfera). Isti slučaj imamo kod zaštite životnog standarda pojedinih socijalnih kategorija sektora stanovništva (transferni oblici društvenih rashoda sa socijalnim motivima ili tzv. socijalni transferi) na relaciji SIZ – stanovništvo. Ekonomskim transferima ostvaruju se intencije društvene intervencije DPZ u funkciji korigovanja postojećih inegaliteta u sistemu raspodele dohotka između primarnih, sekundarnih i tercijalnih delatnosti. Ova redistribucija nacionalnog dohotka, ostvaruje se na relaciji od sektora DPZ prema sektoru OOUR. No, redistribucija dohotka u našoj finansijskoj praksi efektuira se i na relaciji: više DPZ – niže DPZ. Preraspodela "fiskalnog dohotka", posredstvom transfernih resursa budžetskih institucija, reflektuje uspostavljanje samoupravnih finansijskih odnosa vertikalnog tipa u domenu finansiranja opštedruštvenih potreba. Mehanizmima finansijskog prelivanja (opšte i namenske dotacije) uspostavlja se sprega između fiskalnog kapaciteta i ukupno programiranih društvenih rashoda nerazvijenih republika i opština, koja reflektuje prosečan jugoslovenski nivo zadovoljavanja društvenih potreba. Sa "istom" funkcijom, uspostavljena je međuzavisnost između razvijenih i nerazvijenih po dručja, posredstvom finansijskih tokova Fonda federacije za kreditiranje privednog razvoja privredno nedovoljno razvijenih socijalističkih republika i SAP Kosovo, s tom razlikom što se redistibucija dohotka OUR (obavezni zajam) ostvaruje s ciljem finansiranja razvojnih programa proizvodnih delatnosti društvenogsektora. Najzad, institutom društvenog zajma ostvaruje se redistribucija nacionalnog dohotka i akumulacije bez obzira da li zajam ima za funkciju balansirano finansiranje budžeta, ekonomsku stabilizaciju ili regionalni razvoj.

Pretpostavka je, naravno, kako ističe prof. Musgrave, da je odeljenje za alokaciju pravilno odredilo zadovoljenje "javnih potreba" u listu efektivne tražnje i da je odeljenje za stabilizaciju obezbedilo adekvatan nivo cena i zaposlenosti, s obzirom da je raspodela ukupnog volumena troškova (rashoda) "javnih" potreba funkcija i raison

st. 507-523 i M. Sekulić – A. Gjenero, Optimalna alokacija zajedničkih resursa u decentralizovanom ekonomskom sistemu, Ekonomski institut, Zagreb, 1971, st. 3-7.

[856] Uporedi: R. Musgrave, Teorija javnih finansija, Naučna knjiga, Beograd, 1973, st. 13-17, Dr A. Perić, op. cit. st. 102-103, A. Barré, Economie financière, Dalloz, Paris, 1971, st. 155-193, 205-243 i 245-258, R. A. Musgrave and P. B. Musgrave, op. cit. st. 10-14, H. Sempé, Budget et Tresor, Ed. Cujas, Paris, 1973, st. 389-407, H. Brochier, P. Uau et Ch. – A. Michalet, Economie financière, P. U. F., Paris, 1975. st. 460-470 i X. Greffe, op. cit. st. 196-278.

dêtre oporezivanja.[857] Prema tome, program odeljenja za alokaciju zavisi od liste stvarne tražnje, koju programira Odeljenje za distribuciju mora da uzme u obzir distribucione efekte u obezbeđivanju planiranih javnih lotreba, a odeljenje za alokaciju mora da vodi računa o usklađivanju raspodele proizvodnog i neproizvodnog sektora.[858] U tom slučaju odeljenje za distribuciju neće derogirati alokaciju resursa utvrđenu sistemom formiranja cena, a odeljenje za alokaciju neće uticati na alternativne solucije usklađivanja preraspodele. Prema tome, zadovoljenje društvenih potreba, obezbeđenje usklađivanja u alokaciji sredstava na tržištu, obezbeđenje pravilnog stanja raspodele, uz održavanje visokog stepena korišćenja sredstava i stabilnu vrednost novca u uslovima efikasnog standarda fiskalnog planiranja[859] integrativne su funkcije ekonomije opšte i zajedničke potrošnje u društvenoj reprodukciji.

Stabilizaciona funkcija[860] ekonomije opšte i zajedničke potrošnje podrazumeva obezbeđenje relativno visokog stepena korišćenja sredstava (proizvodnih kapaciteta), relativno stabilnog nivoa cena i zaposlenosti. Stabilizaciona funkcija opšte i zajedničke potrošnje sprovodi se u kontekstu stabilizacionih potencija društvenih rashoda i društvenih prihoda radi eliminisanja inflatornih ili deflatornih tendencija. Konjunkturne oscilacije u realnim tokovima reprodukcije "napadna" su tačka stabilizacionih (antiinflatornih ili restriktivnih i antideflatornih ili ekspanzivnih) fiskalnih mera, odnosno kompenzatorskog mehanizma finansiranja, čija osnovna logika može da se sažme u nekoliko pravila:[861]

1. ako preovladava neželjena nezaposlenost, potrebno je podići nivo platežno sposobne tražnje radi usklađivanja agregatnih rashoda sa vrednošću proizvodnje pri punoj zaposlenosti,
2. ako preovladava inflacija, potrebno je smanjiti nivo efektivne tražnje radi snižavanja agregatne potrošnje do vrednosti proizvodnje merene po tekućim, a ne rastućim cenama, i
3. ako preovladava puna zaposlenost i stabilan nivo cena, potrebno je održati agregatni nivo novčanih rashoda radi sprečavanja nezaposlenosti i inflacije.

Prvo pravilo implicira soluciju globalnog rasta društvenih rashoda (rashodi za dobra i usluge, i ekonomski i socijalni transferi) i redukciju fiskalne presije agregatnih veličina tražnje. U uslovima nishodnih tendencija, povećanje društvenih rashoda obično dovodi do porasta nivoa proizvodnje, s obzirom da se investicije finansirane društvenim rashodima multiplikatorski odražavaju na korišćenja kapaciteta i ponudu dopunske proizvodnje. Globalnim rastom društvenih rashoda restituišu se kupovne snage ekonomskih subjekata i likvidni disponibilitet u prometnim kanalima reprodukcije. Redukcijom fiskalne presije agregatnih ekonomskih veličina (dohotka, akumulacije, investicija, potrošnje, prometa) uvećava se raspoloživi finansijski potencijal fiskalnih obveznika, povećavajući stopu samofinansiranja i platežno sposobnu tražnju, pa, prema

---

857 R. A. Musgrave, Teorija javnih finansija, Naučna knjiga, Beograd 1973. st. 13-15.

858 Ibidem, st. 1617, E. Vessillier, Fondaments de d'économie Fiancière, Dos. Themis, Paris, 1972. st. 23-32 i A. Barere, Economie financière, Dalloz, Paris, 1971. st. 2-16.

859 P. A. Musgrave, op. cit., st. 4.

860 Uporedi: R. Musgrave, op. cit., st. 17-21, Dr A. Perić. op. cit., st. 104-105, 212-223, 281-285 i 290-294, A. Barrére, Economie financière, Dailoz, Paris, 1971, st. 562-573 i 577-591 i 653-658, A. T. Peacock and G. K. Show, The Economie Theory of Fiscal Policy, George Allen and Unwin, London, 1971. st. 115-134, H. Sempé, op. cit. st. 355-376 i 394-414 i B. Hansen, La politique budgétaire dans sept pays 1955-1965, OECD, Paris 1969 st. 22-26.

861 R. Musgrave, op. cit., st. 1-8, J. S. Geours, La politique économique des principaux pays industriels de l'occident, Ed. Sirey, Paris, st. 475-476, J. P. Fitoussi, Inflation, équilibre et chomage, E. Cujas, Paris, 1973. st. 237-271, O. Eckstein, Public Finance, Prentice – Hall, Inc, Englewood, 1973 st. 107-110, L. Neu, Economic of Publlc Finance, Pitman Publishing, Oxford, 1972 st. 67-69 i M. Duvergr, Financs publiqus, P. U. F., Paris, 1971. st. 224-242.

tome i apsorpcionu sposobnost tržišta. Konstelaciji ovakvih društveno-ekonomskih odnosa obično se pridružuje i sistem deficitarnog finansiranja opštih društvenih i zajedničkih potreba, posredstvom emisije primarnog novca, koja nije kontrabalansirana robnim pokrićem. No, zbog većeg multiplikatorskog efekta društvenih rashoda u generisanju globalne tražnje od društvenih prihoda, preporučuje se kontrolisano i kratkoročno doziranje budžetskog deficita novom emisijom novca. Prvo pravilo, prema tome, reprezentuje "fiskalnu politiku" u funkciji povećanja agregatnog nivoa rashoda i nivoa zaposlenosti.[862]

Drugo pravilo[863] stabilizacione funkcije opšte i zajedničke potrošnje, koje karakteriše inflatorno okruženje, implicira obrnuti tok društvenih rashoda i prihoda. Inflatorna neravnoteža po pravilu zahteva redukciju društvenih rashoda u globalu i povećanje koeficijenta fiskalnog opterećenja agregatne tražnje, odnosno njenih inducenata. U zavisnosti od dominantnih generatora inflacije (inflacija tražnje, inflacije troškova, strukturna inflacija, uvezena inflacija) treba opredeliti stabilizacioni instrumentarij. "Sterilisanje" inflatornog monetarnog disponibiliteta, koji je posledica ili preterane emisije kratkoročnih kredita kreditnomonetarnih institucija (monetarna varijanta), ili nepokrivenih investicija (dohodna varijanta), moguće je realizovati redukcijom društvenih rashoda i povećanjem društvenih prihoda (odnosno poreza i doprinosa). Povećanjem fiskalnih stopa (u skali progresivnog modela zahvatanja) i supstitucijom fiskalnih dedukcija proširenjem fiskalne baze preferentniji je metod u opcijama stabilizacione ekonomske politike, s obzirom da je u savremenom svetu veoma teško sprovesti politiku "kresanja" društvenih rashoda, prvenstveno iz razloga što se pojedini ekonomski sektori i određene socijalne grupe moraju štititi od inflatorne erozije i što se pojedini oblici u strukturnoj projekciji društvenih rashoda rigidno ponašaju,[864] odnosno što im je različita kvalitativna i kvantitativna osetljivost.[865] No, u strukturi društvenih rashoda, kako se inače prikazuju bilansima opšte i zajedničke potrošnje, elastičnost investicionih i transfernih rashoda potencijalno je znatno izražajnija od elastičnosti ličnih i materijalnih rashoda,[866] usled relativno prenaglašenih društvenih prioriteta u pojedinim punktovima društvene potrošnje u nas. U slučaju inflacije troškova, koja je inducirana nekompatibilnim odnosom rasta ličnih dohodaka i produktivnosti rada, stabilizaciona fiskalna politika je pod znakom pitanja. Jer, svako povećanje fiskaliteta povećava proizvodne troškove OUR, koji će se pre ili kasnije ponovo pokriti pokretom cena nagore, stvarajući inflatornu spiralu: lični dohoci vuku troškove, troškovi vuku cene. I, tako stalno, iznova, u začarani krug. Fiskaliteti bi u nas bili efikasniji u slučaju postojanja progresivnog fiskalnog zahvatanja ličnih dohodaka i nepostojanja mogućnosti za prelivanje fiskalnih tereta na fondove OUR. U suprotnom slučaju, direktni fiskaliteti su neprihvatljivi i neefikasni u borbi protiv troškovne inflacije, budući da se rastući trend fiskalne presije, posredstvom povećanog opterećenja dohotka OOUR i/ili ličnih dohodaka radnika u udruženom radu, kontrabalansiraju porastom jediničcih troškova proizvodnje. Prema tome, ostaju samo posredni fiskaliteti (porez na promet i carine)

862 R. Musgrave, Teorija javnih finansija, Naučna knjiga, Beograd, 1973 st. 18.

863 Drugo pravilo odnosi se na situaciju u kojoj ukupna potrošnja prevazilazi moguću proizvodnju procenjenu po tekućim cenama (R. Musgrave, op. cit., st. 19).

864 Pored toga, što društveni rashodi u globalu treba da pokažu asimetričnost, odnosno inverzno kretanje u odnosu na rastući trend agregatne tražlje, pojedini oblici zadataka u strukturi rashoda pokazuju simetričnost ili procikličnost saobrazno tokom tražnje (npr. ekonomski i socijalni transferi), dok drugi manifsstuju rigidnost ili konstantnost (npr. rashodi narodne odbrane i administracije).

865 Dr Aleksandar V. Perić, Finansijska teorija i politika, Savremena administracija, Beograd, 1976 st. 223-226.

866 T. Tišma, Struktura rashoda u svetlu fiskalne politike, Anali Ekonomskog fakulteta u Subotici 6/76 st. 83-99.

na stabilizacionom frontu, da lepezom izdiferencirane tarife redukuju potrošnju i ličnu tražnju, ali sa izgledom na neuspeh.[867] Isti je instrumentarij efikasan i u uslovima eksternog inflacioniranja privrede, tj. uvezene inflacije. No, u slučaju strukturne inflacije i sektorske inflacije, kao parcijalni oblici disproporcionalnosti u inflatornoj neravnoteži, stabilizacioni mehanizam ekonomske politike implicira selektivan repertoar mera i instrumenata u domenu opšte i zajedničke potrošnje, shodno portretu inflatornih generatora (diskrepanca između baznih i prerađivačkih kapaciteta, agrosirovinskog i industrijskog kompleksa i sl.).

Najzad, treće pravilo tzv. kompenzacionog društvenog finansiranja podrazumeva, u stvari, dinamičku stabilizaciju: obezbediti ekspanziju tražnje u proporciji s povećanjem proizvodnih kapaciteta, odnosno harmoničan tok u kretanju efektivne tražnje i realne ponude uz relativan stabilitet cena i relativno punu zaposlenost. O čemu je zapravo reč? Jasno je, na prvi pogled, da je u pitanju ravnotežna stopa rasta, pri nultim inflatornim i deflatornim impulsima. Međutim, u praksi je veoma teško realizovati ovu teorijsku predikciju. Simultana realizacija stabilizacionih i razvojnih intencija ekonomske politike, tj. kratkoročnih i dugoročnih ciljeva u društvenoj reprodukciji na današnjem stepenu funkcionisanja privrednih mehanizama (mera i instrumenata) teško je provodljiva akcija. Dobro fundirana "stop-go" ekonomska, odnosno finansijska politika, kao "koktel" mera i instrumenata parcijalnih politika na primeru V. Britanije i Japana, nasuprot očekivanjima i optimizmu, dala je nezadovoljavajuće rezultatedecelerirajući rast nacionalnog dohotka i proizvodnje, progresivnu stopu nezaposlenosti i dvostruku stopu inflacije.[868] Stoga nije neobično što su kejnzijanci i neokejnzijanci[869] poklekli pred naletom stagflacione neravnoteže (koegzistencija visoke stope inflacije i nezaposlenosti u stagnantnim uslovima privređivanja i dohodovanja). Na kraju, razvojna funkcija ekonomije opšte i zajedničke potrošnje podrazumeva stvaranje uslova za harmoničan privredni razvoj (globalni i regionalni) i stimulativno dejstvo na stopu privrednog rasta.[870] Društvenim rashodima i prihodima mogu se potpomoći razvojni napori dugoročne ekonomske politike. Obimom i strukturom društvenih rashoda u nas mogu se, prvo, finansirati investicioni projekti proizvodnog karaktera od nacionalnog značaja i, zatim, proširivati i modernizovati proizvodni kapaciteti propulzivnih sektora. Najzad, ekonomskim kompenzacijama (dotacije, subvencije,[871] regresi, premije, izvozni primovi) mogu se

---

867 Jer, i posredni fiskaliteti u uslovima inflacije troškova involviraju porast cena, svojim automatskim inkorporiranjem u cenovni mehanizam robe i usluga.

868 OECD, Etudes économiques, Paris, 1975 st. 11 i 17, Jean Luc Dallemaqne, Inflation et crises ou le mythe de la "stagflation", u "Critiques de l'économie politique. L'inflation" (Zbornik radova), F. Maspero, Paris, 1974 st. 156-185 i P. Coulbois, La politique conjoncturelle, Ed. Cujas, Paris, 1971 st. 129.

869 E. Vessiller, Fondaments de l'économie financière, Dos. Themis, Paris, 1972 st. 38-41, M. Stewart, Keynes, Ed. dui Seuil, Paris, 1969 st. 68-98, C. Fourrier, Finances publiques du Senegal, Ed. A. Pedone, Paris, 1975 st. 140-143, B. Crick and W. A. Robson, Taxation Policy, Pelican, London, 1973 st. 5-8 i B. Viney, Epargne, fiscalitet développement, A. Colin, Paris, 1970 st. 46-47.

870 P. Fontaneau, Fiscalité et investissement, Dos. Themis, Paris, 1972, st. 8-32, A T. Peacock (Ed), Public finance as an instrument for economic development, OECD, Paris, 1965 st. 717, J. Autin, 20 ans de la politique financière, Seuil, Paris, 1972 st. 57-66, J. Rivoli, Le budget de l'Etat, Edit du Seuil, Paris, 1975 st. 125-157, G. Schmolders, Psychologie des finances et de l'impot, P. U. F., Paris, 1973 st. 63-76, Dr A. Perić, Finansijska teorija i politika, Savremena administracija, Beograd, 1976. st. 294-301, Mr Ž. Jašić, Uloga fiskalne politike u usmeravanju i podsticanju privrednog razvoja i stabilizacije privrede, Finansije, 12/72 st. 12-27, R. Fontaneau, Fiscalité europpéenns, Tom I i II, Paris, 1971. st. 77108, R. Fontaneau, Tableaux fiscaux europeenns, Tom I i Il, Paris, 1972 st. 211-286, V. Belet, Reflexions sur le systeme fiscal suedois, Revue de science financiere 2/71 st. 3-47, P. Simmonet, Les incitations fiscales et le plan, R. S. R, 2/1968, st. 89, J. C. Dueras, Finances publiques, inflation et justice, R. S. F, 1/74, st. 28, J. S. Geaurs, La dinamique des finances publiques, L' horison 1975, Ala1'use et prevision, jun-avgut 1970, st. 121-143.

871 U ovoj funkciji treba razlikovati subvencije za nerentabilne investicije, subvencije cena proizvoda od posebnog društvenog interesa, subvencije određenih proizvoda lične potrošnje i subvencije za poboljšanje ekonomskog položaja određenih grana (R. Rivoli, Vive l'impot, Ed. du Seuil, Paris, 1965 st. 35-39.

podržavati i štititi pojedini ekonomski segmenti (industrija, poljoprivreda, turizam, saobraćaj, građevinarstvo, trgovina). No, time se ne iscerpljuje lista stimulativnih dejstava društvenih rashoda na stopu privrednog rasta. U samoupravnom socijalizmu potrebno je institucionalizovati (1) dugoročnu politiku finansiranja izgradnje infrastrukturnih objekata, (2) dugoročnu ekološku politiku reprodukcije,[872] (3) planski utvrđen program beneficiranih i anticipiranih kamatnih stopa, (4) povlašćeni tretman deviznih kurseva, (5) redukovane transportnetarife, (6) beneficirana gradska, zemljišna, rudnička i turistička renta, (7) regresirane cene sirovina i energije, (8) programirane refakcije i supsidije izvoznoj privredi, (9) beneficirane troškove kadrovskog i tehnološkog programa opremanja, (10) zajednički rizik poslovanja itd. Međutim, mi smo se definisanjem opšte i zajedničke potrošnje praktično izjasnili u pogledu njene sadržine, obima i strukture. Otuda proističu ograničenja korišćenja društvenih rashoda u funkciji podsticaja privrednog razvoja. Budući da modalitete intervencija DPZ treba preneti isključivo u kompentenciju udružene privrede, tj. samoupravnih fondova udruženog rada i samoupravnih interesnih zajednica u materijalnoj proizvodnji, to se navedeni alternativni modeli upotrebe društvenih rashoda opšte i zajedničke potrošnje u domenu stvaranja uslova za uravnoteženi (stabilni) rast u nas praktično isključuju. Ostaju, dakle, u funkciji posredni podsticaji društvenih rashoda (pozitivni i negativni), koji se manifestuju finansiranjem neprivrednih investicija, narodne odbrane, obrazovanja, nauke, zdravstva i sl., odnosno redefinisanog obima i strukture opštedruštvenih i zajedničkih potreba u reprodukciji sa indirektnim efektima. Prema tome, širi objektivni prostori podsticajnog delovanja na privredni razvoj otvaraju se mehanizmima društvenih prihoda opšte i zajedničke potrošnje.

Posredstvom prihodne strukture, ekonomija opšte i zajedničke potrošnje, dakle, ostvaruje svoju razvojnu funkciju. U sklopu ovoga dejstva na privredni razvoj, postoje mnogi metodi neposrednih i posrednih fiskaliteta:[873]

1. Stimulisanje akumulacionog potencijala i radnog produktiviteta;
2. Sektorsko usmeravanje investicionih tokova (plasmana);
3. Ubrzano amortizovanje sredstava rada;
4. Diskriminatorsko ili diferencijalno fiskalno zahvatanje dohotka propulzivnih grana i grupacija;
5. Fiskalne dedukcije i bonifikacije (globalne i strukturne) uz privremene koncesije;
6. Globalna fiskalna oslobađanja i sektorske olakšice;
7. "Poreski kredit" garancije za kredit i razvojne premije;
8. Fiskalno alimentiranje razvojnih institucija;
9. Finansiranje naučnoistraživačkog rada i tehnoloških inovacija;

[872] Ekološka politika implicira: (a) očuvanje ekoravnoteže životne i radne okoline, (b) plansko korišćenje prirodnog bogatstva i (c) plansko upravljanje ekonomskim resursima.

[873] Uporedi: J. Precoup, L'impôt sur les sociéte, Dunod, Paris, 1968. st. 13-40, OECD, Aspects theoriques et empirioues des effets de la fiscalité sur l'offre demain d'ôeuvre, Paris, 1975. st. 5-24, P. M. Pradel, L'épargne et l'investissement, P. U. F., Paris, 1974. st. 58-75, B. Crick and W. A. Robson, Taxation, Policy, Pelican, London, 1973 st. 126-127, B. Vinay, Epargne, fiscalité, développement, A. Colin, Paris, 1970. st. 66-79, OECD, Les Systèmes d'imposition des sociétes dans les pays membres de l'OECD, Paris, 1973. st. 10-35, OECD, Mesure fiscales pour encourager les investissements prives dans les pays en vois de developpemenl, Paris, 1975. st. 55-59, A. R. Hersic. D. R. Muddelton, A. G. Davies, W. A. Monser and G. S, A. Wheatcroft, Taxation Econimics, Macmillan, London, 1969, st. 73-90, H. Sempé, op. cit. st. 418-471, N. Brochier, D. Llau et Ch. A. Michalet, op. cit. st. 404-418, 479-490, 597-604, i A. Barrére, op. cit. st. 746-755 i 807-820.

10. Redukcija fiskalnog tereta deficitarnog reprodukcionog materijala i investicione opreme iz inostranstva;
11. Oslobođenja od poreza na promet i carina tehničkotehnološke opreme iz uvoza za nerazvijena područja;
12. Stimulisanje izvozne privrede refundisanjem, regresiranjem, subvencioniranjem i selektivnim refinansiranjem;
13. Povlašćen fiskalni tretman dohotka prioritetnih sektora reprodukcije u okvirima srednjoročnih privrednih planova;
14. Beneficiran fiskalni tretman ličnih dohodaka visokokvalifikovanih radnika u vitalnim i nerazvijenim segmentima nacionalne privrede;
15. Favorizovanje štednje (dinarske i devizne) sektora stanovništva;
16. Atraktivizacija društvenih zajmova i ulaganja u vrednosne papire. Međutim, u ovom kontekstu fiskalnih efekata na privredni razvoj treba reći da su mnogi metodi neaplikativni u nas: tax credit ili le credit d'impot, Pavoir fiscal, les vacances fiscales, surtaxe, detaksacija, metod imputacije, preferencijalni fiskalni režimi, kompenzatorski porezi, negativni porezi, fiskalna penalizacija, degrevmani, koncesije i bonifikacije[874] iz dobro poznatih razloga.

U tom smislu, porezima i doprinosima dugoročno bi se realizovali podsticajni efekti na akumulaciju i radni produktivitet. U raspodeli čistog dohotka OOUR na lične dohotke i akumulaciju fiskalitetima treba striktno podržavati dogovorene proporcije između sredstava za lične dohotke i sredstava za povećanje i unapređenje materijalne osnove udruženog rada.[875] Fiskaliteti bi, u tom smislu, reprezentovali kontrolni društveni mehanizam kompatibilnog odnosa stope rasta ličnih dohodaka i stope rasta produktivnosti rada, uz beneficirani tretman zajemčenih ličnih dohodaka. S druge strane, fiskalitete treba projektovati u funkciji obezbeđivanja nivoa programirane akumulacije OOUR, utvrđene društvenim dogovorima. Programirana akumulacija u korelaciji sa stopom rasta društvenog proizvoda udružene privrede obezbeđivala bi se fiskalnim podrzžavanjem dogovorenih proporcija u raspodeli čistog dohotka, proporcionalnim oporezivanjem angažovanih materijalnih faktora proizvodnje i fiskalnim usmeravanjem rentnih dohodaka. U prvom slučaju, akumulacija se izuzima od fiskalnih udara. U drugom slučaju, proporcionalnim zahvatanjem sredstava poslovnih fondova radi racionalnijeg i efikasnijeg korišćenja sredstava rada, formirala bi se masa društvenog minimuma akumulacije, koja bi se koncentrisala u akumulacionim fondovima OOUR. Najzad, u trećem slučaju, zahvatanjem dohotka, determinisanog eksternim faktorima (tzv. dohodak po osnovu izuzetno povoljnih uslova: prirodnih, tržišnih, monopolskih, rentnih i drugih pogodnosti,[876] shodno čl. 111 ZUR), formirala bi se sredstva za razvoj OOUR ili za razvoj materijalne osnove rada u opštini i republici (čl. 124 ZUR).[877]

---

[874] Vidi: OECD, Les Systèmes d'imposition des sociétes dans les pays membres de l'OCDE, Paris, 1973, st. 10, 15, 27 i 35, P. Rassat et A. Le Bars, La fiscalité, Hachette, Paris, 1975 st. 335, 347 i 414, OECD, Mesures fiscales pour encourager les investissements prives dans les pays en voie de developpement, Paris, 1965. st. 55, 57 i 59, E. Gannage, Financèment du développement, P. U. F., Col. SUP, Paris, 1971. st. 95118, P. Fontaneau, Fiscalité et investissement, Dos. Themis, Paris, 1972. st. 8-15, OECD, L'impôt negatif sur le revenu, Paris, 1974. st. 63-83, B. Vinay, Epargne, fiscalité, developpement, A. Colin, Paris, 1970. st. 118-123.

[875] O dejstvima fiskaliteta na akumulaciju, produktivnost i proizvodnju videti: M. F. L'Heriteau, Pourquoi des entreprires publiques? Dos. Themis, Paris, 1972 st. 53-59, J. P. Galavielle, La impôt moderne, Dos. Themis, Paris, 1972. st. 810, P. Beltrame, Les Systemes fiscaux, P. U. F., Paris, 1975. st. 11-14, Dr L. Perić, Finansijska teorija i politika, Savremena administracija, Beograd, 1976. st. 277-281.

[876] Deo ovog dohotka može se unositi u fond zajedničkih rezervi (čl. 124 ZUR).

[877] Radi se, dakle, o socijalizaciji rentnih dohodaka.

Podsticajna fiskalna dejstva na akumulaciju[878] u nas valorizuju se i posredstvom uvoza stranrg kapitala, kao dopunskog izvora akumulacije. Proporcionalnim zahvatanjem dobiti (koja je rezultat ulaganja sredstava u domaću organizaciju udruženog rada i izvođenja investicionih radova u inostranstvu) u svrhu zajedničkog poslovanja i fiskalnim oslobođenjima i olakšicama za reinvestirani kapital doprinosi se uvećavanju akumulacionog kapaciteta i racionalnog ekonomskog plasmana kvantuma akumulacije.

Podsticajna dejstva fiskaliteta na štednju sektora stanovništva i na stimulisanje publike na upis društvenih zajmova, posredstvom globalnog fiskalnog oslobođenja prihoda od kamate na štedne uloge i kamate od društvenih zajmova,[879] dovode do približavanja efektivne i potencijalne akumulacije i do stvaranja pretpostavki za eh ante uravnotežavanja programirane akumulacije i programiranih investicija u nacionalnoj privredi, uz eliminisanje negativnih implikacija nepokrivenih investicija.[880]

Ovome možemo dodati i fiskalno kompenzovanje devalvirane vrednosti štednih depozita, deponovanih u osnovnim bankama, štednim zadrugama i poštanskim štedionicama, te uložene štednje radnika privremeno zaposlenih u inostranstvu (dinarska i devizna) u organizacije udruženog rada, usled relativno visoke stope inflacije. Konačno, otplata anuiteta po osnovu društvenih zajmova treba da dobije beneficirani fiskalni tretman, prilikom njihovog uključivanja u dohodak za raspodelu OUR i lična primanja građana, za iznos stope obezvređenosti anuiteta.

Globalnim i selektivnim oslobođenjima, kao i diferenciranim stopama poreza na promet, u domenu oporezivanja finalne potrošnje, može se stimulisati povećano izdvajanje iz ličnih dohodaka na štedne uloge sektora stanovništva. No, efekat supstitucije javlja se sada kao rezultat oporezivanja u uslovima rastućih cena. Fiskalni obveznik, u zavisnosti od ekonomske situacije, sada može preferirati da li će svoj dohodak transformisati u tekuću potrošnju, štednju ili imovinu (npr. u vrednosne papire ili realna dobra). Globalno i selektivno fiskalno otpisivanje po osnovu opterećenja dohotka porezima i doprinosima, i detaksacija akumulacije javlja se kao privilegovano sredstvo koje uslovljava investicione odluke, sektorsku orijentaciju investicija, kapacitet samofinansiranja i finansijsku ravnotežu privrednih jedinica, grana, grupacija i regiona. Formiranje neoporezive akumulacije i selektivno (diskriminatorsko) kanalisanje investicionih plasmana, u osnovi, reprezentuje katalizator privrednog razvoja i orijentator dinamike propulzivnih sektora. Fiskalno oslobođenje akumulacije, odnosno investicija ima prvenstveno za cilj da akcelerira ritam transformacije monetarnog kapitala i realne faktore rasta.[881]

---

878 Nasuprot stimulativne projekcije fiskaliteta na akumulaciju negativno dejstvo fiskaliteta na akumulaciju kapitala reprezentuje dekuražiranje štednje putem oštrog fiskalnog zahvataja, pod pretpostavkom da se ne formiraju javni fondovi za javne investicije (Dr A. Perić, op. cit. st. 277-278). Politikom progresivnog oporezivanja i nadoporezivanjem dohotka, pored toga, deformišu se investicioni izbori i koči investiciona aktivnost.

879 Uz to, upisnici društvenih zajmova (OOUR i stanovništvo) "uživaju" i dopunske olakšice, budući da se deo dohotka OOUR i deo ličnog dohotka radnika po osnovu društvenih zajmova tretira kao deduktivna stavka u politici oporezivanja dohotka OURa (u strukturi zakonskih obaveza) i ukupnog prihoda građana.

880 Međutim, deficitno finansiranje investicija, kao posledica neracionalne alokacije investicionih resursa, kapitalnog opremanja proizvodnog sektora i izgradnje ekonomske infrastrukture, kreiranjem monetarnih potraživanja (npr. monetarizacija budžetskog duga) u uslovima neiskorišćenih kapaciteta, deficitarnosti kapitala, diskrepance sirovinske baze i prerađivačkih kapaciteta, ne može biti (čak i u kraćim vremenskim sekvencama i pod društvenom kontrolom) kontrabalansirano porastom robnih fondova, budući da ne respektuju diskrepancu između efektivne tražnje i realne ponude i inflatornu spiralu cena.

881 Vidi: R. Fontaneau, Fiscalitée et investissement, Dos. Themis, Paris, 1972. st. 12-21, E. Ganagé Financement des developpement, P. U. R, Col. SUP, Paris, 1969. st. 95-118, C. de Brie et P. Charpentier, L'integalité par l'impôt, Ed. du Seuil, Paris, 1973. st. 105-137, B. Vinay, Epargne, fiscalitć, developpement, E. Colin, Paris, 1970. st. 5-16, 125-128 i 150, P. M. Pradel, L'epargné et rinvestissement, P. U. F., Paris, 1970. st. 58-75 i 88-90, J. Lafourcade, Avantages fiscaux et developpement regional, Dunod, Paris, 1970. st 18, J. Rivoli, Vive l'impôt, Ed. du Seuil, Paris, 1965. st. 3-7 i 111-119 iAT. Peacock et G. Hauser, Finances publiques et développement économique, OECD, Paris, 1965. st. 105-108, Dr P. Jurković, Ocjena kratkoročiog djelovanja fiskalne politike na privredna kretanja

Fiskalne dedukcije u investicionom procesu predstavljaju svojevrsnu subvenciju DPZ privrednom sektoru. Diferenciranom fiskalnom presijom između rada i kapitala utiče se na zaposlenost, upotrebu proizvodnih faktora i relativne cene faktora proizvodnje, modifikujući proporciju u kombinaciji i alokaciji faktora u proizvodnoj funkciji. Za nove investicije umanjivanje osnovice poreza na dohodak javlja se kao svojevrsno društveno premiranje investicija. Radi skraćivanja rokova izgradnje novih kapaciteta i aktiviranja objekata u planiranom roku, potrebno je institucionalizovati specijalne fiskalne olakšice i bonifikacije, pri čemu odlaganje fiskalne obaveze za kasnije godine u procesu korišćenja kapaciteta OUR za neuhodane privredne aktivnosti reflektuje selektivnu subvenciju proizvodnim programima. Radi smanjivanja rizika investiranja, poseban fiskalni tretman gubitaka deluje kao premija za rizik, budući da prikazivanje prenetih gubitaka u strukturi troškova poslovanja u tekućoj godini praktično reprezentuje specifičnu razvojnu premiju. Radi izbegavanja posledica rasta fiskalne presije direktnih fiskaliteta, koji na dugi rok reducira raspoloživi dohodak i investicioni potencijal, metod ubrzane akumulacije[882] ima svoj ekonomski smisao. Tehnika ubrzane amortizacije redukuje period imobilizacije kapitala i kompenzuje buduću depresijacmju vrednosti osnovnih sredstava. Skraćivanje perioda amortizacije dovodi do odlaganja plaćanja fiskaliteta, a time i do smanjenja sadašnje vrednosti poreza i efektivnog opterećenja. Skraćenje perioda amortizacije obezbeđuje investitoru neposredni porast raspoloživog dohotka, likvidnosti i samofinansiranja, pa, sledstveno tome, i ponudu kapitala za udruživanje. Ubrzana amortizacija redukuje eksterno finansiranje i stimulišesopstvene investicije, uz anticipiranje budućih tokova tehnološkotehničkog progresa. Time ekonomika oporezivanja opredeljuje politiku dinamičkog kapitalnog opremanja propulzivnih sektora reprodukcije. Ubrzano otpisivanje vrednosti osnovnih sredstava u periodu porasta cena povećava realnu vrednost amortizacije, kao komplementarni resurs u politici finansiranja privredng razvoja. Konačno, elastičnost u vremenskom rasporedu troškova amortizacije, u kojem poreski obveznik očekuje fluktuacije poreskih stopa, omogućava mu da izvrši amortizaciju za vreme visokih stopa.

Paralelno sa beneficiranim tretmanom amortizacije egzistiraju i fiskalna oslobođenja dela dohotka, koji se izdvaja za naučnoistraživački rad, obrazovanje kadrova, inovatorstva i sl. u okvirima organizacija udruženog rada, što, uz simultano izdvajanje dela dohotka i ličnih dohodaka za nauku, kulturu, obrazovanje i zdravstvo u okvirima samoupravnih interesnih zajednica, posebno deluju na stopu privrednog rasta. Neprivrednim investicijama i društvenim zajmovima DPZ i SIZ pojavljuju se u funkciji koupravljanja raspodelom raspoložive štednje. Realizacijom principa racionalnosti, efikasnosti i ekonomičnosti u sektoru opšte i zajedničke potrošnje, DPZ i SIZ stvaraju uslove za obezbeđivanje programiranih finansijskih ušteda.[883] Budući da porezi i doprinosi, kao i uštede, predstavljaju oticanje sredstava iz kružnog kretanja dohotka, dok investicioni, transferni, lični i materijalni troškovi su dodatak kružnom toku dohotka,[884] društveno-političke zajednice i samoupravne interesne zajednice politikom opšte i zajedničke potrošnje omogućavaju podsticanje multiefekata u domenu zapošljavanja,

u "Aktuelni problemi privrednih kretanja Jugoslavije", Ekonomski iistitut, Zagrsb, 1973. st. 61-80 i P. Jurković – Z. Jašić. Promjene u fiskalnom sistemu i mogućnosti njegova korišćenja kao instrumenta ekonomske politike, Ekonomski pregled 57/74 st. 372-373.

[882] Uporedi: R. Musgrave, Teorija javnih finansija, Naučna knjiga, Beograd, 1973. st. 274, J. Lafoucarde, Avantages fiscaux et développement regional, Dunot, Paris, 1970. st. 13, P. Beltrame, Les Systèmes fiscaux, P. U, R, Paris, 1975. st. 65-69 i J. S. Gcaurs, L'économic publique, P. U. F., Paris, 1971. st. 76-77.

[883] Finansijske uštede (suficit) rezultanta su ili viška društvenih prihoda koji nije kompenzovan ekvivalentnim rastom društvenih rashoda ili redukcijom društvenih rashoda koja nije sleđena ekspanzijom društvenih prihoda.

[884] G. G. Sause, Novac, bankarstvo i ekonomska stabilnost, Naučna knjiga, Beograd, 1972 st. 221-265.

proizvodnje, strukture ekonomskog razvoja, prostornograzmeštaja privredne aktivnosti, konjunkture, sticanja dohotka itd. Pored fiskalnih dejstava na globalni privredni razvoj, u nas su prisutni napori razvojne politike u domenu regionalne harmonizacije privrednog razvoja. Kamatom na poslovne fondove do 1971. godine i obaveznim zajmovima od 1971. godine obezbeđivala se koncentracija sredstava akumulacije u razvojne fondovske institucije na saveznom i republičkim nivoima Obavezni zajmovi tretiraju se kao zakonska obaveza koja se dedukuje iz dohotka za raspodelu OUR i usmerava, posredstvom fonda Federacije za kreditiranje privrednog razvoja nedovoljno razvijenih republika i SAP Kosovo, i republičkih, odnosno pokrajinskih fondova za podsticanje privrednog razvoja nerazvijenih područja, za razvoj privrednih delatnosti, shodno intencijama društvenih planova razvoja. Uz to, povećano izdvajanje dela dohotka OUR iznad propisanih diferenciranih stopa obaveznog zajma (prema vrsti i karakteru delatnosti), kao i deo dohotka OUR iz razvijenih područja, koji se udružuje za razvoj nerazvijenih regiona, reprezentuje fiskalnu dedukciju radi stimulisanja regionalnog razvoja.[885] Fiskalnim oslobođenjem uvezene tehničkotehnološke opreme od poreza na promet i carina, komplementarno se podstiču razvojni napori ekonomske politike u nerazvijenim regionima. Beneficiranim tretmanom ličnih dohodaka visokokvalifikovanih i stručnih kadrova privlače se izvršioci skupa poslova i zadataka iz razvijenih u nerazvijena područja. Dopunskim sredstvima DPZ i SIZ za alimentiranje opštedruštvenih i zajedničkih potreba alociraju se resursi u funkciji indirektnih podsticaja i efekata na regionalni privredni razvoj.

Delovanjem fiskaliteta na uslove privređivanja[886] radi stvaranja stabilnih uslova i podsticaja privrednog rasta i tekuće korekture u sticanju i raspodeli dohotka, stvaraju se jednake startne pozicije u sistemu dohodovanja i nivelisani uslovi ekonomskog delanja i čuvaju se intencije jedinstvenog jugoslovenskog tržišta. Međutim, nivelacija uslova privređivanja i očuvanje jedinstvenog jugoslovenskog tržišta impliciraju harmonizaciju fiskalne strukture i unifikaciju fiskalnih parametara u domenu oporezivanja dohotka OOUR, ličnih dohodaka radnika u udruženom radu i prometa robe i usluga, uz ekonomsko respektovanje specifičnosti pojedinih regiona i oblasti. Zajedničko opredeljivanje fiskalnih obveznika, fiskalnih osnovica, fiskalnih stopa, fiskalnih oslobođenja i olakšica, stopa, treba da je u funkciji dogovorenih osnova sticanja dohotka i merila raspodele realizovanog dohotka. Uz to, zajednički dogovorena politika izgradnje infrastrukturalnih objekata, subvencioniranja i premiranja, beneficiranih i anticipiranih kamata i garancija, carinskih povlastica, diferenciranih fiskalnih zahvatanja, selektivnih fiskalnih prioriteta, fiskalnog tretmana ekstradohotka, fiskalnih stimulacija, koncesija i bonifikacija prilikom lokacije novih industrijskih postrojenja i realizacije programiranih investicionih projekata treba da promoviše privredni rast.

Preraspodelom dohotka,[887] posredstvom fiskalnog opterećenja i njegove preraspodele, omogućava se eliminisanje dispariteta, distorzija i inegaliteta u sticanju i raspodeli dohotka i izjednačavanje dohotka po osnovu tekućeg i minulog rada bez derogiranja socijalističkog principa raspodele prema radu. Međutim, fiskaliteti koji cn bloc pogađaju ostvareni dohodak, treba da respektuju deo ekstradohotka, koji je

[885] Iako se kategorija obaveznog zajma verifikuje kao svojevrsni parafiskalitet, ipak abavezni zajam, za razliku od poreza, ne predstavlja trajno otuđenje sredstava akumulacije od organizacija udruženog rada (Dr P. Jurković, Poreska politika, Ekonomeki pregled 89/1974. :t. 549-578.)

[886] Opširnije o tome videti: Dr L. Perić, Fimansijska teorija i politika, Savremena Administracija, Beograd, 1976. sg. 285-290, F. Dreyfus, L' interventionisme éeconomique, Dos. Thenis, Paris, 1971. st. 13-16, OECD, L'impôt negatif sur le revenu, Paris, 1974. st. 63-83, A. Barreré, Economie financière, Dalloz, Paris, 1971. cr. 262-269.

[887] O dejstvima fiskaliteta na preraspodelu nacionalnog dohotka i akumulacije videti: A. Perić, op. cit., st. 275-277.

rezultat većeg radnog zalaganja, povećane produktivnosti rada, bolje organizacije rada, tehnoloških inovacija, tehničkokadrovskog opremanja, ušteda i racionalizacije i sl., budući da se ovaj deo dohotka mora ekonomski odvojiti od dela ekstradohotka, koji je rezultat eksternih faktora. Taj deo dohotka ostaje unutar osnovne organizacije za povećanje ličnih dohodaka (radi stimulacije članova radnog kolektiva) i akumulacije (radi jačanja materijalne osnove udruženog rada) i, po pravilu, treba da je izuzet od fiskalnih udara Drugi deo ekstradohotka može se fiskalno zahvatati i da se na taj način izvrši transfer neekonomskog sticanja dohotka (i po tom osnovu ličnih dohodaka i akumulacije) u korist samoupravnih fondova udruženog rada, iz kojih se regrutuju ekonomski transferi u korist defavorizovanih ekonomskih segmenata na tržištu (koji su štićeni i podržavani od strane ekonomske politike).

Delovanjem fiskaliteta na spoljnoekonomske (trgovinske) i finansijske transakcije podržava se eksterni ekvilibrijum (ravnoteža spoljnotrgovinskog i platnog bilansa[888] i deluje na privredni razvoj. Oslo bađanjem od poreza na promet i carina u okviru izvorne projekcije robe i usluga deluje se na spoljnoekonomsku konkurentnost izvozne privrede i na njeno adekvatno uklapanje u međunarodnu podelu rada. Izvoznim primovima i kompenzacijama komplementarno se podstiče izvoz robe i usluga, pri čemu se pokrivanjem kursnih razlika iz bucetskih sredstava Federacije podržava planirani devizni priliv ekonomskih transaktora. Fiskalnim beneficijama podržavaju se investicioni radovi jugoslovenskih radnih organizacija u zemljama u razvoju i socijalističkim zemljama. Time se u stvari podržava razvoj građevinarstva i razvoj sektora, koji proizvode odgovarajuću opremu za investicione radove u inostranstvu. Fiskalnim olakšicama u turističkoj privredi stimuliše se ponuda i tražnja turističkih usluga i na toj osnovi sticanje deviznih sredstava. Konačno izvoznoj projekciji dejstava fiskaliteta na spoljnotrgovinski i platni bilans možemo dodati fiskalne penalitete na izvoz deficitarnih proizvoda i usluga ili finalnih proizvoda od posebnog nacionalnog interesa.

U uvoznoj projekciji fiskaliteti imaju za funkciju da štite interese nacionalne privrede (zaštita prioritetnih sektora, propulzivnih grana, mlade industrije i delatnosti od posebnog društvenog interesa).

Povećanim stopama poreza na promet i carina uvećava se cena uvezene robe i smanjuje konkurencija na domaćem tržištu. Fiskalnim oslobađanjem i olakšicama stimuliše se uvoz deficitarnih proizvoda (reprodukcioni materijal i mehanička oprema) i uvoz robe, koja svojim nižim cenama treba da deluje komprimirajuće na rast domaćih cena. Konačno, favorizujuće dejstvo fiskaliteta na uvoz i izvoz kapitala podstiču se finansijske transakcije sa inostranstvom. Time se podržavaju ravnotežne pozicije platnog bilansa, naravno u sadejstvu sa ostalim parcijalnim politikama u sklopu sveukupne ekonomske politike.

Budući da inflacija ima značajan uticaj na nesinhronizovane odluke, stimulišući investicije i potrošnju, a destimulišući akumulaciju, politika ekonomskog rasta i konjunkturna politika, posredstvom programiranih oblika fiskalne stimulacije, planske rekapitulacije fiskalnih beneficija, dogovorenih modaliteta fiskalne selektivnosti, moraju biti komplementarne u funkciji ex ante uravnotežavanja investicija i akumulacije. Dekuražiranje potrošnje i ankuražiranje akumulacije, i konjunkturna harmonizacija štednje i investicija sastavne su komponente strategije uravnoteženog rasta radi

[888] Uporedi: Dr A. Perić, op. cit., st. 281-285, E. Alphandéry et G. Delsupehé, Les politiques de stabilisation, P. U. F. Paris, 1974. st. 50-60, OECD, Amenagements fiscaux aux frontières et structures fiscales des pays membre de l'OECD, Paris. 1968. st. 108-112, B. N. Siegel, Aggregate Economic and Public Policy, R. D. Irwin, Mamewood, 1965. st. 315, J. P. Galavielle, op. cit., st, 43-44.

ujednačavanja potencijalnog i efektivnog rasta realnog autputa. Fiskaliteti, delujući na strukturu ekonomskog razvoja, mobilizaciju i orijentaciju štednje i investicija, i ritmiku nacionalnog dohotka, dovode u neposrednu ekonomsku vezu efektivnu redistribuciju dohotka i stabilan privredni rast. Međutim, redukujući potrošnju i povećavajući štedni disponibilitet, fiskaliteti treba da stvore realne pretpostavke (osnove) za realizaciju programirane kompenzatorske i korektivne intervencije i intervencije harmonizacije, tj. simultanu koherenciju u procesu realizacije ekonomskih funkcija opšte i zajedničke potrošnje: puna zaposlenost resursa, ravnoteža platnog bilansa, stabilan nivo cena, uravnotežen dugoročni rast, racionalna alokacija resursa i pravedna raspodela dohotka. Budući da su rast, stabilnost, redistribucija i alokacija homogenizirani ciljevi društvenog planiranja, fiskalna strategija u funkciji planiranja i ekonomske orijentacije realnih tokova društvene reprodukcije implicira.[889] (1) ekonomsku racionalizaciju društvenih izbora u sektoru opšte i zajedničke potrošnje, (2) ekonomski sračunatu transformaciju fiskalne strukture, (3) ekonomsku supstituciju fiskalnih inegaliteta, (4) plansku dispoziciju fiskalnog protekcionizma, (5) ekonomsku penalizaciju određenih investicija, (6) fleksibilne modalitete podsticajnih fiskalnih solucija, (7) ekonomsku fundiranost društvenog konzuma u strukturi finalne upotrebe društvenog proizvoda, (8) programirane ekonomske efekte fiskaliteta na relaciji dohodak lični dohodak – akumulacija, (9) tolerantne distorzije na finansijske tokove OOUR, (10) ekonomsku procenu primarnih efekata društvenih prihoda i rashoda na tražnju (delovanjem društvenih prihoda i rashoda) i sekundarnih efekata (delovanjem multiplikatora) na efektivnu tražnju, brzine konvertovanja dohotka DPZ i SIZ u realnu potrošnju, i vremenske sekvence odgođenih efekata, (11) ekonomski izbor prostornog razmeštaja materijalnih proizvodnih snaga, (12) planirane fiskalne modalitete i opcije sa sračunatim konjunkturnim i strukturnim motivima i (13) plansku inkorporiranost društvenog zaduživanja, kao instrumenta konjunkturne politike, globalnostrukturne razvojne politike i politike redistribucije štednje, u sistemu finansiranja opšte i zajedničke potrošnje, uz maksimalno respektovanje internih fiskalnih kontradikcija i kolizija (potencijalno mogući sukobi ekonomskih funkcija društvenih prihoda i rashoda) i ekonomskog prostora i limita finansijskih tokova opšte i zajedničke potrošnje.

Navedene osnovne ekonomske funkcije društvenih rashoda i prihoda u samoupravnom društvu moraju biti komplementarne, kombinovane i sinhronizovane, kako međusobno, tako i sa ekonomskim funkcijama ostalih parcijalnih politika u okviru globalne ekonomske politike. Programiranje, samoupravno sporazumevanje i društveno dogovaranje treba da razreši osnovne predvidljive kolizione i potencijalne konfliktne momente između alokacione i redistributivne funkcije prvo pravilnim odmeravanjem dogovorenih društvenih potreba (rashoda) i društvenih mogućnosti (prihoda) u globalnoj

[889] Uporedi: N. Brochier, R. Llau et Ch. A. Michalet, Economie financière, P. U. K, Paris, 1975. st. 387 i 416, C. de Brie et P. Charpentier, L'inegalité par l'impôt, Ed. du Seuil, Paris, 1973. st. 159-168, P. M. Pradel, L'épargne et l'investissement, P. U. F. Paris, 1974. st. 7880, J. Lafcurcade, Avantages fiscaux et développement regional, Dunod, Paris, 1970. st. 21-23, M. Stewart, Keynes, Ed. du Seuil, Paris, 1969. st. 87, M. Long et L. Blanc, L'économie de la fonction publique, P. U. F., Paris, 1969. st. 36-45 i 177-187, P. Fontaneau, Fiscalité et investissement, Dos Themis, Paris, 1972. st. 810 i 21-32, B. Vinay, Epargné, fiscalité, développement, A. Colin, Paris, 1970. st. 116, 118 i 123, J. Rivoli, Vive Pimpot, Ed. du Seuil, Paris, 1965. st. 76-77, 93-95 i 107-110, C. T. Sandford, Economics of Public Finance, Pergamon Press, Oxford, 1970. st. 21-34, OECD, Politique budgétaire et équilibre économique, Paris, 1968. st. 15, F. Mattart, Finances et développement, Ed. Cujas, Paris, 1974. sg. 14-15, L. Philip, Finances publiques, Ed. Cujas, Paris, 1971. st. 97-99, P. M. Gaudement, Precis de finances publiques, Tom Il, Ed. Montchrestien, Paris, 1973. st. 15-19, A. Barrére, Economie financière, Dalioz, Paris, 1971. st. 711-713, M. Duverger, Finances publiques, P. U. F. Paris, 1971. st. 4-14, L. Leretaille, Les chobc budgétaire, Dos. Themis, Paris, 1972. st. 51 i 75, P. Beitrame, Les systèmes fiscaux, P. U. F. Paris, 1975. st. 36-39, P. Couibois, La politique conjoncturelle, Ed. Cujas, Paris, 1971. st. 43-47, A. T. Peacock et G. Hauser, Finances publiques et developpement économique, OECD, Paris, 1965. st. 50-52 i P. Trotabas et J. M. Cotteret, Finances publiques, Dalloz, Paris, 1970. st. 202-204.

i strukturnoj projekciji, a zatim, da se odgovarajućim metodama proceni budući tok agregatne tražnje shodno autputu (dohotku) punog korišćenja kapaciteta na sadašnjem nivou cena i perspektive zapošljavanja, s jedne strane, i da se pravilno odmeri potencijalna stopa privrednog rasta shodno privrednom potencijalu, s druge strane. U tom kontekstu, posebno je aktuelno da se permanentno ocenjuju i kvantifikuju efekti društvenih rashoda i prihoda na stopu radnog produktiviteta, kao kvalitetnog faktora privređivanja, stopu rasta akumulativne i reproduktivne sposobnosti privrede, kao materijalne osnove udruženog rada, stopu rasta dohotka OOUR, kao indikator dohodovanja i porast životnog standarda, kao pokazatelja socijalne sigurnosti radnih ljudi.

Društvenim prihodima i rashodima u procesu finansiranja opštedruštvenih i zajedničkih potreba indukuju se makroekonomski i mikroekonomski efekti opšte i zajedničke potrošnje u društvenoj reprodukciji. Na makroekonomskom planu, ekonomijom opšte i zajedničke potrošnje realizuju se funkcije (uglavnom globalnog karaktera) u domenu ekonomske stabilizacije nivoa cena i zaposlenosti u nacionalnoj privredi, ravnoteže spoljnotrgovinskog i platnog bilansa, globalnog i regionalnog privrednog razvoja, akumulativne i reproduktivne sposobnosti ukupne privrede, redistribucije ukupnog nacionalnog dohotka i sl.; dok se na mikroekonomskom nivou ostvaRUJU funkcije u domenu nivelacije uslova privređivanja i sticanja dohotka, efikasnosti privređivanja (produktivnost, ekonomičnost i rentabilnost), ekonomskog utvrđivanja relativnih cena faktora proizvodnje, spoljnoekonomske konkurentnosti udruženog rada, podržavanja dogovorenih proporcija u raspodeli čistog dohotka organizacija udruženog rada, tehničkotehnološke i kadrovske opremljenosti materijalne proizvodnje, materijalne osnove udruženog rada, i sl.

Politikom dimenzionisanja, struktuiranja i dinamiziranja društvenih prihoda i rashoda efektuiraju se globalni i strukturni efekti u reprodukciji sa kratkoročnim i dugoročnim horizontom na makro i mikro ekonomskom planu. Globalni efekti (koji podrazumevaju makro nivo i kratkoročnu dimenziju), implikuju tzv. dohodni efekat i efekat redistribucije (incidenca), efekat likvidnosti, i tzv. efekat tražnje, odnosno potrošnje (ili efekat kompenzacije, odnosno stabilizacije).[890] Društvenim prihodima i rashodima opšte i zajedničke potrošnje "dohodni efekat" ostvaruje se posredstvom naplate poreza i doprinosa sektora osnovnih organizacija udruženograda i sekgora stanovništva i posredstvom troškova alimentiranja opštedruštvenih i zajedničkih potreba Naplatom poreza i doprinosa, u okviru redistributivne funkcije, direktno se deluje na nivo i dinamiku raspoloživog dohotka OOUR, radnika i građana, dok se transfernim plaćanjima (ekonomski i socijalni transferi) indirektno utiču na raspoloživi dohodak privrede i stanovništva. Dakle, fiskalitetima (uslovno koristeći ovaj termin za poreze i doprinose u nas) se redukuje raspoloživi dohodak, dok se transferima raspoloživi dohodak povećava Sa povećanjem, odnosno smanjenjem raspoloživog dohotka utiče se mehanizmima dru štvenog finansiranja opšte i zajedničke potrošnje na nivo i strukturu likvidnosti, u smislu smanjenja, odnosno povećanja. Mobilizacijom finansijskih resursa, posredstvom poreza i doprinosa, redukuje se likvidni disponibilitet, dok se društvenim trošenjem sredstava, posredstvom alimentiranja opšte i zajedničke potrošnje, restituišu kupovne snage, odnosno likvidnost ekonomskih transaktora

[890] Uporedi: B. Hansen, La polilique budgètaire dans sept pays 1955-1965, OECD, Pariz, 1969, st. 16-22, i A. Perip, op. cit., st. 272273, Dr H. Jurković, Poreska politika, Ekonomski pregled, 89/74 st. 549-578. Ekonomski efekti sistema društvenog fiiansiranja s posebnim osvrtom na njegove mikro ekonomske (strukturne) učinke, Ekonomist, 3/77, st. 383-392 i N. Brochier, R. Llau et Ch. – A, Michaict, Economie financière, P. U. F. Paris, 1975. st. 87 i 388.

5. STABILIZACIONA POLITIKA I DRŽAVNA INTERVENCIJA

Monetaristi su protivnici državne intervencije i pristalice slobodnog tržišnog procesa. Kejnzijanci su, obrnuto, pristalice i pobornici državne intervencije i protivnici stihijnog delovanja tržišnog mehanizma. Kao protivnici državne intervencije, monetaristi se ne slažu da treba voditi kontracikličnu fiskalnu politiku; jer, kako veli Majer, kontraciklična fiskalna politika može da izazove veći rast rashoda javnog sektora u periodu recesije nego smanjenje rashoda u periodu ekspanzije i da se, usled toga, javni rashodi kontinuirano povećavaju.[891] Doduše, Tobin, ukazujući na negativni odnos, tvrdi da inflacija ne može biti korišćena kao razlog za smanjenje budžeta, ukoliko fiskalna politika ima malo ili nikakvo dejstvo na dohodak. Nepoželjnost kontraciklične fiskalne politike je logična posledica monetarističkog shvatanja o stabilnosti privrednog sektora i boljim performansama slobodnog tržišta od državne intervencije u društvenoj reprodukciji. Pravilo o konstantnoj stopi monetarne ekspanzije isključuje potrebu za vođenjem diskrecione politike, jer ranije definisana Filipsova kriva ne omogućava optimalnu kombinaciju inflacije i nezaposlenosti. Stoga, upotreba novčane mase (a ne kamatne stope i bankarskih kredita), kao cilja monetarne politike, omogućava kreatorima ekonomske politike da se koncentrišu na upravljanje varijabilom (tj. posvete novčanoj masi) koja je van domena delovanja tržišta, s jedne strane, i da prepuste utvrđivanje kamatne stope i bankarskih kredita slobodnom tržištu, s druge strane.[892] Najzad, monetariste izuzetno zabrinjava višestruka veza između inflacije i ekspanzije javnog sektora, iz tri razloga: prvo, inflacija povećava učešće javnog sektora (i iznuđuje porast javnih rashoda), ukoliko funkcioniše progresivan poreski sistem; drugo, suzbijanje inflacije može samo posredno da ograniči rashode javnog sektora, budući da se državni rashodi delimično povećavaju inflacionim finansiranjem, i, treće, finansiranje budžetskog deficita primarnom emisijom u pravilu involvira inflaciono dejstvo, koje, ako duže potraje, pokreće proces kontrole cena i nadnica.[893]

Ako pod čistim fiskalizmom podrazumevamo učenje, po kome "novac nema značaja", onda su (1) ekonomska dejstva fiskalnih mera nezavisna od načina finansiranja i (2) promene količine novca bez uticaja na nivo i dinamiku privredne aktivnosti (pod uslovom da fiskalne mere ne implikuju, bilo ubacivanje novog novca u privredne tokove, bilo povlačenje novca iz privrednih sektora). S druge strane, ako se pod čistim monetarizmom naziva učenje, po kome "samo novac je važan", onda su (1) ekonomska dejstva promene količine novca u značajnoj meri nezavisna od načina na

[891] J. Tobin. The New Economics One Decade Older, Princeton, N. York, 1971, st. 63. Moneu and Economic Growth, Econometrica, Vol. 33, 1965, st. 67-684; A General Equilibrium Approach to Monetary Policy; Journal of Moneu, Credit and Banking, februar 1969, st. 15-29 i J. Tobin i W. Buiter, Fiscal and Monetary Policies, Capital Formation, and Economic Activity, u G. M. Von Furstenberg (Ed.), The Government and Capital Formation, Massachusetls, Cambridge, 1978, st. 73-151.

[892] R. Dornhusch i S, Fisher, Macroeconomics, Mc GrawITill, 1978; M. S. Goodfriend, an Allernate Method of Estimaling the Cagan Moneu Demand Function in Hvperinflation Under Rational Expectations, Journal of Monetary Economics, januar 1982, st. 43-58., Y. C. Park, The Role of Moneu in Stabilization Policy in Developing Countries, Staff papers, juli 1973., E. Feige i D. K. Pearcc, The Substitutability of Moneu and NearMonies: A Survey of the TimeSeries Evidence, Journal of Economic Literature, juni 1977, st. 439-469; G. Gurley, Financial Structures in Dcveloping Economics, u "Fiscal and Monetary Problems in Developing States: Procedings of the Third Rehovoth Conference, D. Krivine, N. York, 1967, st. 99 i Ph. Cagan. The Monetary Dvnamics of Hyperinflation, u M. Friedman (Ed.), Studies in the Quanlity Theogu of Moneu, University of Chicago Press, Chicago, 1965, st. 25-117.

[893] C. Atkinson, Economics: The Science of Choice, R. D. Irwin, Homewood, 1983; S. Vgeueg, Regulation and Its Reform, CambridgeMassachusets, Harvard University Press, 1982., D. F, Greer, Business, Government and Societv, Macmlllan, N. York, 1983., Ch. Kindleberger i J. P. Laffargue (Ed.), Financial Crisis, Cambridge, Cambridge University Press, 1982. i T. Wllson i D. J. Wilson, The Political Economy of the Welfare State, G. Allen and Unwin, Londoi, 1982.

koji se povećanje ubacuje (ili povlači) u privredi i (2) zanemarljiva dejstva mera fiskalne politike na privredu, ako se izuzmu njihove monetarne posledice (Bronfenbrenner).[894] Ako je jedna ekspanzivna fiskalna mera (ekspanzija) praćena monetarnom ekspanzijom radi zaržavanja porasta kamatnih stopa i sprečavanja slabljenja multiplikatora, da li je – pita se Bronfcnbrenner – posledično povećanje dohotka rezultat pomeranja krive IS ili pomeranja krive LM, odnosno fiskalne i monetarne ekspanzije. Odgovor zavisi od elastičnosti datih funkcija prema kamatnoj stopi. Neelastično 1S i/ili beskonačno elastično LM daje fiskalističke odgovore, a beskonačno elastično IS i/ili neelastično LM daje monetarističke odgovore.[895] No, zadržavanjem porasta nominalnih kamatnih stopa, monetarna politika treba da potvrdi vrednost ekspanzivne fiskalne politike. Definicija budžeta, priroda politike izdataka, stecen reagovanja poreskih prihoda i pretpostavke o međusobnoj zamenljivosti različitih vrsta aktive utiču na formulisanje različitih teza (Brunner): Monetaristi, po Kaganu, tvrde da davanje prednosti fiskalnoj politici, kao instrumentu ekonomske politike, za ublažavanje ekonomskih fluktuacija, predstavlja grešku, ali ne tvrde da fiskalna politika nema nikakvog efekta. Fridman je svojevremeno (1948. god.) istakao značaj automatskih efekata budžetske politike na kratkoročnu stabilizaciju, jer pojedine fiskalne mere (npr. rashodi) mogu efikasno da posluže u pojedinim fazama ekonomskog ciklusa, pogotovu, ako se uzmu u obzir zakašnjenja dejstava monetarne politike. Zalaganje Fridmana za tzv. nediskrecionu fiskalnu politiku je sasvim nešto drugo, što ne sme da znači totalno negiranje potencija aktivne diskrecione fiskalne politike. Monetaristi se, dakle zalažu samo za promenu redosleda prioriteta primene monetarne politike u odnosu na fiskalnu politiku. S druge strane, monetaristi su skeptični u pogledu rezultata primenjene fiskalne politike, koji fiskalisti često glorifikuju. Promene nivoa javnih rashoda, koji, u pravilu, kasne, usled administrativnog limelagsa, i promene poreskih stopa, na koje se fiskalna stabilizacija prenaglašeno koncentriše, u praksi se neizvesno reperkutuju na rashode i potrošnju. S druge strane, promene poreskih stopa (koje vlada često povećava ili smanjuje) ne mogu se uvek kontrolisati usled njihovih efekata na raspodelu dohotka Nije moguće isto tako, kontrolisati i budžetske deficite usled nemogućnosti čvrstog povezivanja promena u javnim rashodima i fiskalnim prihodima, promena u fiskalnim i ekonomskim tokovima i promena u neinflatornom finansiranju fiskalnih mera Usled toga, monetaristi smatraju da diskrecione fiskalne promene nisu potrebne kao instrument ekonomske stabilizacije u toku višegodišnje primene stabilnog monetarnog rasta.[896]

Da li je stabilna novčana masa uticala na stabilizaciju privrede, pitanje je od esencijalnog značaja za monetariste, koji su uvek spremni da tvrde da politiku

---

894 A. Blinder, Inventories in the Keynesian MacroModel, Kyklos, decembar 1980, st. 585-614. i Inventorie and Sticky Prices: More on the Microfoundations of Macroeconomics, MIMEO, juli 1980, A. Blinder i S. Fisher, Invcntories, Rational expectations, and thc Business Sucse, Mime, septembar 1980., B. Klein, Our new monetary standard: The reassessmcnt and effects of price uncertainty, 1880-1973, Economic Inquiry, Vol. HŠ, 1975, st. 461-484. i The Social Cost of the recent inflation: The mirage of steady anticipated inflation, Journal of Monetary Economics, 2/76, 185-212.

895 Mundelova podela instrumenata prema ciljevima (fiskalna politika za internu ravnotežu, monetarna politika za eksternu ravnotežu) nije dovoljna za argumentovano distanciranje monetarizma i fiskalizma (R. A. Mundell, The Appropriate use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability, Statt Papers, mart 1962.).

896 E. F. Fama, ShortTerm Interest Rules as Predictors Inflation, American Economic Review, juni 1975. i Siock Returns, Reai Aclivitv, Inflation and Money, American Economic Review, septembar 1981; J. Hicks, Moneu, Interest and Wages Collected Essavs on Economic Theory, Oxford, Basil Blackwell, 1982., D. Patinkin, Keynes and Econometrics: On the Inleraction Between thc Macroeconomic Revolution of the Intenvar Period, Econometrica, povembar 1976, st. 1041-1124; J. Tobin, Moneu and Economic Growth, Econometrica, oktobar 1965, st. 671684., Bancjue des réglements internationaux, Cinquante deuxieme rapport annuel, Bale, juni 1982. i B. Friedman, Stability and Rationality in Models of Hipe rinflation, International Economic Review, februar 1978, st. 45-64. i Price Inflation, Portfolio Choice, and Nominal Inlerest Rates, American Economic Review, mart 1980, st. 32-48.

stabilizacije treba izbegavati, čak i kada ravnomerno povećanje novčane mase ne doprinosi stvaranju stabilnih uslova u privredi. Ova tvrdnja proističe iz činjenice da nepredvidljivo promenljiva odgođena dejstva i nepredvidljivo budući poremećaji onemogućavaju formulisanje odgovarajuće politike stabilizacije. Usled toga, politika stabilizacije u praksi deluje destabilizirajuće. Mnogi monetaristi, ističe Melcer, smatraju da u praksi ekspanzivna fiskalna politika istiskuje realni kapital, smanjuje dugoročnu vrednost proizvodnje po radniku, podstiče razvoj javnog sektora i ograničava ekonomsku slobodu. Melcerova proučavanja kontraciklične politike reflektuju razlike u empirijskoj proceni kako dugoročnih tako i kraktoročnih kejnzijanskih dejstava Naime, monetaristi i kejnzijanci različito ekspliciraju nezaposlenost, različito značenje pridaju nezaposlenosti i različito ocenjuju ulogu vladinih mera u njenom otklanjanju, različito objašnjavaju fluktuacije zaposlenosti i funkcionisanja tržišta radne snage, različito gledaju na ekonomsku politiku i stabilizaciju.[897] Savremeni monetarizam, smatra Melcer, u osnovi ne negira kratkoročna realna dejstva fiskalne politike na relativne cene i realnu tražnju, ali dovode u pitanje trajnost i pouzdanost fiskalnih dejstava i dugoročnu cenu postizanja kratkoročnog povećanja proizvodnje putem fiskalne ekspanzije.[898]

U pojedinim modelima (npr. MPS ili FRBMIT) čak pokazuju da se realna dejstva fiskalne politike iscrpljuju posle relativno kratkog perioda Konferencija o monetarizmu na Braun Univerzitetu 1974. god. (čije je materijale i komentare Stcin sistematizovao u svom delu "Monetarism" 1976. god.) nije osporila značaj novca, iako su fiskalisti istakli da glavni ekonometrijski modeli pokazuju značajan efekat promena javnih rashoda i fiskalnih stopa (Kagan), Doduše, uz konstantnu novčanu masu, fiskalna dejstva na teorijskom planu zavise od elatičnosti tražnje u vezi sa promenama kamatnih stopa (pošto je dejstvo javnog deficita na kamatne stope potrebno radi podržavanja rasta rashoda) i od respektovanja budućih poreskih stopa u pogledu kamate na obveznice (s obzirom da se zaduženost javnog sektora može rekompenzovati povećanjem štednje poreskih obveznika).[899] No, i pored toga, sve to čini veličinu dugoročnog dejstva fiskalne politike neizvesnim (Kagan), jer su različiti fiskalni efekti u pogledu imovine potpuno neizvesni.[900] Naime, početni uticaj promena javnih rashoda javlja se pre kompenzacije (vezane za finansiranje date fiskalne mere) kod potrošnje. Stoga se efekat, kratkoročno posmatran, čini mnogo većim. Ali, kratkoročni efekat poreskog sniženja usled svoje privremenosti je neizvestan usledefekata multiplikatora javnihrashoda u kratkom roku, brzine kompenzacije i timelagsa.

Monetaristički stavovi, koji ne zavise od efekata imovine, plediraju na suprotnu sliku vremenskog rasporeda dejstava, koji se kumulišu u dugoročan efekat (iako kratkoročno zakašnjavaju). Dugoročno posmatrano, promene novčane mase izazivaju tendenciju stvaranja srazmerne promene ukupnih rashoda bez većih kompenzacija

---

897 M. J. Hamburgcr i R. Reisch, Inflation, Unemployment and Macrocconomic Policy in Open Economics: Al Empirical Analysis, Camegie-Rochester Conference, Series 4. Journal of Monetary Economics, Suplement, 1976, st. 311-339; D. Laidler, Inflation Alternative Explonations and Polictes: Tests on Data Drewn from Six Countries, Carnegie-Rochester Conference, Series 4, Journal of Monetary Economics, Suplement, 1976. cr. 251-307. i A. Coddington, Keynesian Economics: The Search for First Principles, journai of Economic Literature, Vol. 14, 1976, st. 1258-1273.

898 A.S. Blinder i R. M. Solow, Does Fiscal Policy Matter? A Reply, Journal of Monetary Economics, No. 2, 1976. st. 501-510. i Does Fiscal Policy Matter?. Journal of Public liamonlles, No. 2, 1973, st. 319-337. i A. S. Blinder i R. M. Solow i dr., Hie Economic of Public Finance, 'Hie Brookings Institution, Washingon, 1973, st. 3-119.

899 Levis A. Kochin, Are Future Taxes Anticipated by Consumers? Journal of Money, Credit and Banking, avgust 1974, st. 385-394.

900 Lawrence Ll. MyerWilliam R. Hart, On the Effects of Fiscal and Monetary Policy: Comppeting be Taxotiomy, American Economic Review, septembar 1975, st. 762-767.

monetarnih efekata na tražnju.[901] Promene tražnje novca usled promene kamatne stope reprezentuju samo kratkoročnu kompenzaciju. Eventualni endogeni karakter novca monetaristi ne poriču, iako tvrde da samo pravilno kontrolisani novac može kontrolisati agregatnu tražnju. I, po zaključcima tandema Friedman'Schwartz, novac i dalje može biti potencijalni izvor poremećaja u privredi SAD, ukoliko se pravilno ne kontrolnše, Brunner-Meltzerova analiza pripisuje različite uloge fiskalnoj politici na kratki i dugi rok.[902] Ona ne spori uticaj fiskalne politike na proizvodnju i nivo cena, već ukazuje na različito i varirajujuće dejstvo fiskalnih mera u posmatranom periodu. U kratkom roku, povećanje izdataka javnog sektora povećava proizvodnju privrednog sektora obrnuto srazmerno reagovanju cena na promene proizvodnje, koje zavise od izmena predviđanja uzrokovanih fiskalnim ekspanzionizmom. Ako su predviđanja cena i nadnica usklađena sa fiskalnom politikom, onda nivo cena neutrališe povećanje tražnje proizvoda i radne snage od strane javnogsektora, bez provociranja promena nivoa proizvodnje privrednog sektora. Ali, porast tražnje javnog sektora indukuje tzv. istiskivanje tražnje privatnog (privrednog) sektora i redukuje apsorpciju proizvodnje privrednog sektora. Brunner-Meltzerova analiza je, prema tome, u suprotnosti sa sistemom ISLM u kome je položaj krive LM dovoljan uslov za kratkoročno istiskivanje tražnje. Analiza naglašava značaj nagiba krive tražnje robe u reagovanju predviđanja nominalnih nadnica i cena na fiskalne mere, a ne značaj nagiba krive LM koja nominuje pravce kretanja tražnje novca Dejstvo fiskalne politike na proizvodnju u kratkom roku implikuje relativno malu elastičnost formiranja cena u odnosu na proizvodnju (tj. ravnu krivu ponude proizvodnje). Negativno istiskivanje tražnje privrednog sektora i efekat multiplikatora pojavljuju se samo u slučaju ravnih krivih tražnje i povratnog dejstva preko finansijskog tržišta, dok se pozitivno istiskivanje tražnje datog sektora javlja samo u slučaju poremećenih uslova.

U srednjoročnim opservacijama, povratno dejstvo preko budžetskih odnosa povezuje posledice sa merama fiskalne politike, pri čemu se kratkoročno dejstvo fiskalnih mera dopunjuje dejstvom porasta finansijskih resursa (Brunner).[903] Ukupno fiskalno dejstvo, prema tome, jednako je kratkoročnom dejstvu fiskalnih mera i finansijskom dejstvu. Faktori kratkoročnog dejstva fiskalnih mera na nivo proizvodnje i nivo cena, određuju stepen srednjoročnog reagovanja fiskalne politike. U srednjoročnom periodu dolazi do usklađivanja finansijskih sredstava za stanjem fiskalne politike. Ali, idući ka dugoročnijem periodu, povećava se neravnoteža istiskivanja tražnje privrednog sektora u zavisnosti od toga da li je postojeći nivo proizvodnje ispod ili iznad nivoa normalne proizvodnje. Jer, u slučaju odstupanja proizvodnje ispod, odnosno iznad normalne proizvodnje, fiskalna ekspanzija akceleriše proces približavanja tački normalne proizvodnje, odnosno izaziva samo privremeno povećanje obima proizvodnje; jer, fiskalne mere deluju samo na kratkoročni i srednjoročni obim proizvodnje privatnog sektora. Međutim, savremena fiskalna analiza pokazuje da se problem ne postavlja samo u kratkoročnom istiskivanju tražnje privatnog sektora. Naime, Brunner i Meltzer

[901] W. E. Gibson, Demand and Suppfy Functions for Money. A Comment, Econometrica, Vol. 44, 1976., R. L Geret, Demand and Supply Functions for Money: Another Look at Theory and measurement, Econometrica, Vol. I, 1976. i E. Burmeister i S. J. Turnovskv, The Specification of Adaptive Expectations in Continuous Time Dynamic Economic Models, Econometrica, Vol. 44., 1976., J. Niehans, The Theory of Money, Baltimore, 1978.

[902] K. Brunner i H. Meltzer, An aggregative Theory for closed Economy, u J, L. Stein (Ed.), Monetaism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 69103., L. C. Anderson and K. M. Carlson, A Monetarist model for Economic Stabilization, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, juii 1970. i J. L. Stein inside the Monetarist Black Voh, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 83-232.

[903] K. Brunner i H. Meltzer, Reply Monetarism: The principles issues areas of agreement and the work remainign, u J. L. Stein (Ed.) Monetarism, North-Holland, Ameterdam, 1976, st. 150-182. i M. Friedman, Comments on the Critics, u R. J. Gordon (Ed.), Milton Friedman's Monetary Framework, the University of Chicago Press, Chicago, 1974, st. 140.

su analitički pokazali da za svaku kombinaciju fiskalnih mera postoji dugoročna količina finansijskih sredstava i dugoročni nivo cena, s tim što je sa svakom mogućom kombinacijom fiskalnih mera povezan nivo nominalne proizvodnje, koji je opredeljen dugoročnim intenzitetom kapitala, normalnom stopom nezaposlenosti i normalnom ponudom radne snage u privatnom sektoru. Fiskalne mere, u tom kontekstu, deluju na determinante normalne proizvodnje, budući da povećanje realnih izdataka fiskalnog sektora redukuje nivo normalne proizvodnje. Izdaci javnog sektora, dakle, obaraju nivo normalne proizvodnje, s obzirom da izazivaju dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora.[904] Problem dugoročnog istiskivanja tražnje privatnog sektora javlja se u uslovima dominacije budžetske politike, pa čak i kada egzistira realni kratkoročni efekat multiplikatora. Suprotno od Brunner-Meltzerove analize, Tobin, Buitter, Modigliani i Ando negiraju kratkoročno i dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora i pokazuju da porast realnih izdataka javnog sektora povećava dugoročnu proizvodnju i dugoročne zalihe realnog kapitala.[905] Mayer, po Frischu, zanemaruje tzv. "crowdingout" efekat (tj. efekat istiskivanja tražnje privatnog sektora), koji Stein smatra za glavnu razliku između monetarista i neokejnzijanaca. Crowdingout efekat pokazuje da izdaci javnog sektora koji se ne finansiraju stvaranjem novca nego povećanjem poreza i/ili porastom zaduživanja imaju za posledicu smanjenje izdataka privatnog sektora, koji delimično ili u potpunosti kompenziraju povećane izdatke javnog sektora. Zanemarivanje crowdingout efekta izražava optimizam u odnosu na stabilizacionu politiku javnog sektora, dok njegovo isticanje povlači suprotnost. Sem toga, ovaj efekat je kriterijum za razlikovanje između monetarista i neokejnzijanaca.[906]

Crowdingout, kao relativno nov fenomen, označava efekat istiskivanja privatnih investicija iz finansijskih tokova u uslovima rastućih javnih dugova i kamatnih stopa na tržištima kapitala.[907] Ovaj tzv. crowdingout efekat nastupa usled ekspanzije javnog sektora, pošto udeo novca namenjen transakcijama, koji raste uporedo sa dohotkom, dovodi do smanjenja udela novca namenjenog očuvanju likvidnosti, pa, prema tome, i do povećanja kamatne stope, koja obara nivo privatnih investicija.[908] Efekat istiskivanja može biti izbegnut samo u uslovima kada je tražnja novca za transakcije niska, funkcija preferencije likvidnosti elastična i investiciona funkcija neelastična Drugim rečima, eliminisanje negativnih efekata budžetskog deficita na rast nacionalnog

[904] K. Brunner i A. Meltzer, or. cit., st. 150-182.

[905] J. Tobin and W. Buitler, Longrun effects of fiscal and monetary Policy on aggregate demande, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 273309, W. Buitter, The LongRun Effects of Fiscal Policy, Econometric Reserach Program, Research Memorandum, No. 187, oktobar 1975. i J. Tobin, Repply – Is Friedman a monetarist, u R. L. Stein (Ed.), Monetarism, op. cit., st. 332-336. i F. Modigliani i A. Ando, Impacts of fiscal actions on aggregate income and the monetarist controversy: theory and evidence, u J. L. Stein (Ed.), op, cit, st. 17-42.

[906] Opširnije o tome videti: W. H. Buitter, "Crowding Out" and the Effectiveness of Fiscal Policy, Journal of Public Economics, juni 1977, st. 309-328; G. Tulio, fiscal Deficits, Monetary Growth and Under FIexible Exchange Rates: The Italien Experience, Economic Notes by Monte del Paxchi di Siena, 3/81, st. 37-57., E. K. Browning, Public Finance and the Price System, Macmillan, N. York, 1983., J. C, Van Home, Gestion et politique financiere, tom I i II, Dunod, Paris, 1981., OECD, Financement du défucut budgètaire et controle monétarie, Paris, mart 1982., La gestion de la dette publique. Instruments de la dette et techniques de placement, tom II, Paris, maj 1983. i La gestion de la dette publique. Objectifs et techniques, tom I, Paris, mart 1982. i D. R. Stephenson, Fiscal Influence in the Canadian Economy, u "Public Sector Deficits: Current Problèms and Policies", Banque des Reglements internationaux, Bale, 1977.

[907] Hellen Baumer, Crowdingout: une menace pour les investissements prives, Le Mois économique et financière, novembar 1982. i W. H. Buitter, Crowdingout and the Effectiveness of Fiscal Policy, Journal of Public Economics, juni 1977.

[908] S. T. Taylor, Crowdingout: its Meaning and Significante, u S. T. Cook i P. M. Jackson, Current Issues in Fiscal Policy, M. Robertson, Oxford, 1979, st. 84-104. i P. Burrows, The Government Budget Constraint and the Monetarist Keynesian Debate, u S. T. Cook i P. M. Jackson, Current Issues in Fiscal Policy, M. Robertson, (Mord, 1979, st. 62-66.

dohotka posredstzvom rastuće kamatne stope, koja istiskuje privredni sektor na tržištu kapitala, zahteva komplementarnu fiskalnu politiku sa ekspanzivnom monetarnom politikom koja sprečava povećanje kamatne stope.[909] Međutim, ekspanzivna monetarna politika u koegzistenciji sa budžetskim deficitima pojačala bi samo inflatorne tenzije,[910] dok bi rastuća stopa inflacije uvela rastući trend nominalne kamatne stope. U celini posmatrano, porast javnog zaduživanja prati visok porast kamatne stope, tako da između ovih fenomena postoji uska veza na kratak rok.[911] Akceleracija javnog zaduživanja na finansijskim tržištima praćena restriktivnom monetarnom politikom podržava relativno visok nivo realne kamatne stope.[912] No, neophodni resursi za finansiranje bucetskih deficita pritiskaju finansijska tržišta, budući da restriktivne monetarne politike [913]onemogućavaju upotrebu primarne emisije umesto javnog duga. Država u načelu može da izbegne tzv. efekat istiskivanja (l'effet d'eviction ili crowding out effect) na dva načina: (a) pribegavanjem monetarnim kreacijama i/ili (b) pribegavanjem eksternom zaduživanju.[914] Na taj način država koči rast kamatne stope. Italija se obično ističe po korišćenju primarne emisije za pokriće budžetskog deficita nezavisno od rastuće inflacije, dok se Danska ističe po korišćenju stranih zajmova. No, u uslovima restriktivnog kursa i, ostale zemlje OECD sve više pribegavaju stranom zaduženju za finansiranje bucetskog deficita, naročito od 1981. god. (kada Z. Nemačka i Japan izbijaju u prvi plan). Tokovi pozajmljivanja međunarodnog kapitala doprinose stabilizovanju kamatnih stopa na domaćim tržištima kapitala, jer se povećava ponuda novca preko konverzije stranog novca u domaći novac.

Da li fiskalna politika predstavlja eredstvo ekonomske politike za pozitivno delovanje na nivo zaposlenosti je esencijalno pitanje koje je obogaćeno raspravom o istiskivanju tražnje privatnog sektora (crowdingout). No, u raspravi o crowdingoutu mora se praviti razlika između realnog crowdingouta i finansijskih efekata crowclinga, jer u raspravama o potiskivanju sredstava za transakcione svrhe i efektima potiskivanja portfelja značaj bucetske restrikcije stupa u prvi plan iako je moguć i tzv. crowdingin (tj. unapređenje tražnje privatnog sektora).[915] Pri tome, fiskalni multiplikator mora biti dugoročno pozitivan, iako stabilnost ekonomskog fenomena nužno ne dovodi do pozitivnog fiskalnog multiplikatora kao u teoriji BlinderSolowa. Ali, realni crowdingout je relevantniji od finansijskog crowdingouta, jer u realnom modelu državna restrikcija budžeta ne igra više važnu ulogu. Sada se investicioni multiplikator povećanja državnih izdataka razvija kao važan faktor. I, ukoliko je pozitivan, utoliko dolazi do povećanja cena koje garantuju realni rast. No, veća izdvajanja države uz simultano suzbijanje

---

[909] R. A. Musgrave and P. B. Musgrave, Public Finance in Theory and Practice, McGraw-Hill, Tokuo, 1980, st. 605-608.

[910] R. Eisner, Fiscall and Monetary Policy Reconsidered, American Economic Review, decembar 1969. i A. S. Blinder and R. M. Solow, Does Fiscal Policy Matler?, Journal of Public Economics, novembar 1973.

[911] A. Verde, Crowding out once more: an attempe to astimate its size in Italy, 1974-1977, Banco di Roma, Review of economic conditions in Italy, No. 2, 1979. i R. A. Mundele i A. K. Swoboda, Monetary Problems of the International Economy, ChicagoLondon, the University of Chicago Pres, 1970.

[912] L' effet d' éviction des emprunts d'Etat sur les marchés financièrs, Problèmes économiques, No. 1800, decembar 1982.

[913] K. M. Carlson i R. W. Spencer, Growding Out and its Critics, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 47, 1975, st. 217., C. Christ, A Simple Macroeconomic Model with a Government Budget Restraint, Journal of Political Economy, Vol. 76, 1968, st. 5367., J. Stein, Moneu and Capacity Growth, Journal of Political Economy, vol. 74, 1966, st. 451-465.

[914] F. Brechling i J. N. Wolfe, The End of Stop-go, Lloyds Bank Review, januar 1965, P. J. Cebula, An Empirical Analysis of the "Crowdingout", l' Effect of Fiscal policy in the United States and Canada, Kyclos 4/78, st. 442-446.

[915] W. Lachmann, Crowdingout und die BudgeleSlriktion des Staates: Eine Kritik, Kredit und Kapitall/82, st. 113-131.

inflacije deluju prigušujuće na nivo zaposlenosti i čak mogu dovesti do opadanja realnog dohotka, a time i do povećanja nezaposlenosti.[916] Majer, u svojoj ekspoziciji privremenog bilansa karakterističnih postavki savremenog monetarizma, nije obratio pažnju na tzv. crowdingout efekat, koji reflektujući dejstvo različitih metoda finansiranja bucetskog deficita, dovodi do ekstremnih polarizacija monetarista i neokejnzijanaca (Frisch). Metodi finansiranja bucetskog deficita u pravilu indukuju inflatorno ili neinflatorno alimentiranje javnofinansijskih deficita. Naime, finansiranje budžetskog deficita kreiranjem novca po prirodi stvari egzersira inflatorni pritisak, dok finansiranje deficita javnog sektora kreditima nefinansijskih sektora ima prntisak na povećanje kamatne stope.[917] Svojevremeno su tvorci ekonometrijskog modela St. Louis (Anderson i Carlson),[918] naglašavajući crowdingout efekat, istakli činjenicu da izdaci javnog sektora, koji nisu finansirani povećanjem poreza i državnih zajmova, i koje ne prati povećanje novčane mase, uzrokuju istiskivanje izdataka privatnogsektora. Naime, ukoliko država smanjuje poreze i alimentira,budžetski deficit prodajom državnih obveznica, utoliko se povećava struktura finansijske aktive i koeficijent obveznice/novčana masa. Tržište obveznica, u tom slučaju može biti u ravnoteži samo ukoliko se povećava tržišna kamata.[919] Povećana tržišna kamata na robnom tržištu involvira suprotne efekte, i to: pozitivan efekat imovine na funkciju izdvajanja [$(\delta E/\delta Ø) > 0$] i negativan crowdingout efekat [$(\delta E/\delta n). (\delta p/\delta Ø) < 0$].[920] U ovom kontekstu, crowdingout efekat može biti veći ili manji od efekta imovine, i, eventualno, da bude kompenzovan. No, suprotni efekti su bitni za formulisanje razlika između monetarističke i neokejnzijanske škole, jer prihvatanje ili neprihvatanje crowdingoul efekta distancira monetariste od fiskalista (smatra Stein): $\delta\pi/\delta Ø <0$ (monetaristi) i $\delta\pi/\delta Ø >0$ (fiskalisti).[921] I, doista, ukoliko se efekat budžetskog deficita (finansiranog zajmovima nefinansijskih sektora) ne pokaže pozitivnim, onda se dati model ima smatrati monetarističkim i, obrnuto, ukoliko se pokaže pozitivnim, onda se mora smatrati fiskalističkim (kejnzijanskim).

Nedavno su Modigliani i Ando pokušali da procene dejstvo crowdingout efekta U sklopu empirijske provere i simulacionom modelu, ovi autori su pokazali da je crowdingout efekat, kao posledica monetarnog impulsa, samo jedan od mnogih efekata, koji se javljaju u procesu finansiranja porasta izdataka javnog sektora plasiranjem obveznica:[922] direktno dejstvo na realni dohodak, indukovani efekat potrošnje, efekat akceleracije, efekat cena, efekat imovine, crowdingout efekat i efekat realne količine

---

916 M.N. Baily, Inflation and Social Security Financing, Brookings Institution, Washington, 1980., A Bain, The Economics of the Financial System, M. Robertson, Oxford, 1981., RJ. Barro, The Impact of Social Security on Private Savings, American Entcrprise Institute, Washington, 1978. i B. R. Dafflon, L'analyse macroéconomique de la delte publiques, Ed. Universitaires, Fribourg, 1973.

917 M. Friedman, Comments on the Critics, u R.J. Gordon, "Milton Friedman's Monetary Framework, The University of Chicago Press, Chicago, 1974, st. 140.

918 L. C. Anderson i K. M. Carlson, A Monetarist Model for Economic Stabilization, Federal Reserve Bank, St. Louis, 1970.

919 M. W. Keran, Monetary and Fiscal Influences on Economic Activity. The Historical Evidence, Federal Reserve Bank St. Louis, Review, novembar 1969, st. 5-24., A. S. Blinder i S. Fischer, Inventories, Rationai Expectations, and the Business Cycle, Journal of Monetary Economics, novembar 1981, st. 277-304.

920 Veličina bp/60 meri efekat promene koeficijenta obveznice/novčana masa na tržišnu kamatu (J. L. Stein, Inside the Monetarist Black Voh, u J. L. Stein (Red.), Monetarism, Studies in Monetary Economics, Vol. I, North-Holland, Amsterdam, 1976., st. 193.

921 Simbol l reprezentuje stopu inflacije.

922 F. Modigliani i A. Ando, Impacts of Ftscal Actions on Aggregate Income and the Monetarist Controversv: Theory and Evidence, u J. L. Stein, Monetarism, North Holland, Amsterdam, 1976, st. 25; T. F. Pogue i L. G. Sgontz, Govemment and Economic Choice, Boston, Houghton Mifflin, 1978., R. W. Tresch, Public Finance, Plano, Texas, Business Publications, 1981, P. Erdos, Wages, Profit and Taxation, Akademiqi Kiado, Budapest, 1982. i A. Atkinson i J. Stiglitz, The Structure of Indirect Taxatin and Economic Efficiency, Joumal of Public Economics, 1/72, st. 97-119.

novca (Pigou-Patinkinov efekat). Modigliani i Ando su, u tom sklopu, posebno dokazali da crowdingout efekat deluje restriktivno, tako da se realni dohodak, koji se u početku povećava pod dejstvom monetarnog impulsa, vraća ka polaznoj situaciji. Iz tih razloga, neokejnzijanci su skloni zanemarivanju crowdingout efekta radi optimističkog gledanja na politiku stabilizacije javnog sektora s ciljem suprotstavljanja Mayerovoj monetarističkoj postavci o odbacivanju vladinog intervencionizma u ekonomskoj politici. U kontroverzi monetarista i fiskalista teorijske pozicije su u poslednjoj deceniji toliko konvergovale u procesu tretiranja pojedinih problema tako da je teško identifikovati šta je više monetarističko, a šta više kejnzijansko.[923] Gledišta su izuzetno približena u okviru analize dejstava na kratki rok, jer kratkoročno orijentisane mere stabilizacione politike koncepcijski bitno ne divergiraju. U uslovima visoke stope inflacije i visoke stope nezaposlenosti, problem redukcije nezaposlenosti bez intervencionističke pomoći javnog sektora zahteva duže vreme, a problem brze redukcije stope smanjenja preko vezivanja novčane mase za monetaristička pravila indukuje dalji porast nezaposlenosti. Iz tih razloga, monetaristi smatraju da je fiskalistički orijentisana politika stabilizacije efikasnija, pa, stoga, i prihvatljivija i poželjnija. Za razliku od teorijskih pozicija, koncepcije ekonomske politike monetarista i fiskalista su mnogo oštrije skicirane i polarizovane. Divergirajuća shvatanja u ekonomskim koncepcijama naročito dolaze do izražaja u domenu ekonomske politike regulisanja prioriteta stabilizacione politike i sprovođenja monetarne politike.[924] U pogledu politike regulacije, monetaristi se razlikuju od fiskalista, upravo po tome što prvi nisu naklonjeni državnoj intervenciji (već slobodnom tržištu i privatnom sektoru koji je prepušten sam sebi), dok drugi veruju u neophodnost globalne politike stabilizacije kojom se ekonomski proces kontroliše radi postizanja određenih ciljeva. Sa stanovišta prioriteta u stabilizacionim ciljevima monetaristi pridaju veći značaj inflaciji nego zaposlenosti, pošto ih štetne posledice neanticipirane inflacije u odnosu na negativna dejstva nezaposlenosti više zabrinjava nego kejnzijance. Između dva zla (dakle, između inflacije i nezaposlenosti) monetaristi biraju inflaciju za prioritet u stabilizacionoj politici konsekventnim aktiviranjem pravila rasta novčane mase uz mirenje sa rastućom stopom nezaposlenosti (usled pretpostavke realne Filipsove krive o nemogućnosti smanjenja nezaposlenosti na štetu inflacije). Suprotno od monetarista, kejnzijanci, zabrinuti rastućom nezaposlenošću, odbacuju regulisanje novčane mase na osnovu monetaristJ4čkog pravila, zalažu se za intervencionističku fiskalnu politiku (radi stabilizacije nivoa zaposlenosti) i mire se sa povećanjem cena; dakle, za prioritet u stabilizacionoj ekonomskoj politici biraju nezaposlenost, a ne inflaciju. Možda su, stoga, biratnski monetaristi i fiskalisti više u pravu, s obzirom da infalciju, odnosno nezaposlenost smatraju ciljem makroekonomske, odnosno mikroekonomske politike (monetaristi) i, obrnuto, inflaciju, odnosno nezaposlenost mikroekonomskim, odnosno makroekonomskim ciljem politike (fiskalisti).[925] Sa stanovišta pravila sprovođenja monetarne politike, fiskalisti odbacuju vezivanje novčane mase za utvrđena pravila, ali

[923] R. Mueller i W. Roeck, Konjunktura and Stabilisie megspolitik, Stuttgart, Kohlhammer, 1976., D. F. Green, Business, Government, and Society, N. York, Macmillan, 1983. i F. Girault i R. Zisswlller, Finances modernes theorie et pretique, tom I i H, Dunod, Paris, 1973.

[924] R. W. Goidsmith, Financial Structure and Development, Yale University Press, 1969, st. 93, J. C. Di Tata, Credibility Gaps and Persistent Disequilibria: Some Intriguing Ideas, Banco Central de la Republica Argentina, 1983., A Ćurierman, Relative Price Variability, Inflation and the Allocative Efficiensu of the Price System, Journal of Monetary Economics, mart 1982, st. 131-162., Y. Amihud i H. Mendelson, The Output Inflation Relationship: An IventoryAdjustment Approach, Journal of Monetary Economics, mart 1982., st. 163-184.

[925] D. Laidler, op. cit., st. 60., K. Brunner (Ed.), The Great Depression Revisited, University of Rochester, N. York, 1981. i E. Malinvaud, L'économetrieet les besoins de la politique macroéconomique, Problèmes économiques 1782/82, st. 21-27.

ne poriču uticaj monetarne politike na tražnju preko kontrole kamatnih stopa kejnzijanci zapravo smatraju da je ekonomski proces tendencijski nestabilan i da se diskrecionom ekonomskom politikom može postići veći stepen stabilnosti. Pripisujući veći značaj fiskalnoj politici, kejnzijanci kažu da nju treba koristiti radi neposrednog delovanja na tražnju preko varijacija izdataka i posrednog delovanja na tražnju preko varijacija kamatnih stopa.

Monetaristi se, u pravilu, ne izjašnjavaju u prilog kontrolisanja kreiranja novca od strane centralne banke, mada pojedini monetaristički zahtevi u Bronfenbrenerovoj interpretaciji tendiraju regulisanju snabdevanja privrede novcem instrumentima centralne banke. Čak je, svojevremeno, Nausk s pravom postavio pitanje: da li je moguće postići neinflatorno snabdevanje privrede novcem u okviru bankarskog sistema organizovanog na bazi konkurencije, bez centralne institucije.[926] Međutim, iz Majerove teze 9. (vezivanje porasta novčane mase za monetaristička pravila) proističe zahtev za korišćenje iznosa primarnog novca kao indikatora monetarne politike i novčane mase kao privremenog parametra. I, pošto kreiranje novca Federalnog rezervnog sistema u SAD počiva skoro isključivo na fiskalnoj komponenti koju emisiona banka može kontrolisati relativno lako preko politike otvorenog tržišta (za razliku od dominirajuće spoljnoekonomske komponente i komponente refinansiranja u mehanizmu kreiranja novca u Z. Nemačkoj), teško je pretpostaviti da se monetarna politika planski ne kontroliše u skladu sa monetarističkim propozicijama.[927] Kejnzijanci samo nisu za kontrolu snabdevanja privrede novcem, usled njihove endogene određenosti novčane mase, ali se zalažu za uticanje na kretanje kamata. Kejnz je svojevremeno istakao potrebu za politikom stabilizacije, dok su njegovi sledbenici (Hicks, Modigliani i Hansen) empirijski proverili datu neophodnost na osnovu sadejstva preferencije likvidnosti i neelastičnosti nadnica nadole. Promena agregatne tražnje, usled preferencije likvidnosti, koja utiče na promenu ravnotežne cene i ravnotežne kamatne stope, izaziva odgovarajuću promenu realne tražnje novca i/ili brzinu opticaja, i stvarne količine novca koja je potrebna u periodu pune zaposlenosti. Pri konstantnoj nominalnoj ponudi, puna zaposlenost mogla bi se održati promenom nadnica i cena (koja treba da provocira potrebnu promenu novčane mase u realnom izrazu), pod uslovom da su nadnice sasvim elastične. Ali, i tada bi stabilnost nivoa cena zahtevala anticikličnu monetarnu politiku. U slučaju kejnzijanske pretpostavke u pogledu nadnica – smatra Modigliani – klasično usklađivanje pomoću cena ostvaruje se jedino u uslovima povećane tražnje. Međutim, u uslovima redukovanja tražnje neelastičnost nadnica upravo sprečava potrebno povećanje novčane mase u realnom izrazu i smanjenje kamatnih stopa, Prema tome, ako je novčana masa u nominalnom izrazu konstantna početna ravnoteža, treba da ustupi mesto novoj stabilnoj ravnoteži, koja se karakteriše smanjenom proizvodnjom i iznuđenim smanjenjem zaposlenosti, koja ne potiče od promena šema ponude i tražnje, nego od nedovoljne novčane mase u realnom izrazu i koja je elegantno zarobljena Hicksovim modelom ISLM zaključuje Modigliani.[928]

---

[926] F. A. Von Hayck, Choice in Economy – A Way to Stop Inflation, London, 1976.

[927] J. Marczewski, Theorie de la stagflation et experience comparee de la France et de l'Allemagne, 1971-1979, Economie Appliquée 4/81, st. 667-696., H. Arndt, On the Gap Betwen Economic Theory and the Problems of Reality, Economic appliquee 34/80, st. 577-600. i J. Frenkel, The Coliappsse of Purchasing Power Parities During the 1970's, Europcan Economic Rvicw 1/81, st. 145-175.

[928] S. Fischer i F. Modigliani, Towards an Understanding of the Real Effecls and Costs of Inflation, Review of World Economics, Vol. 114, 1978, st. 810-833. i A. Ando i F. Modigliani, Tests of the Life Cycle Hipothesis of Saving: Comments and Suggestions, Bulletin of the Oxford University Institute of Economics and Statistics, Vol. 19, 1957, st. 99-124.

Nepromenljivost novčane mase ne obezbeđuje stabilnost cena i proizvodnje, kao što su smatrali klasičari. Redukovanje nestabilnosti uglavnom zavisi od egzogenih poremećaja tražnje i uticaja promena IS (u interakciji sa KM) na smanjenje kamatnih stopa, pa, sledstveno tome, i na promene dohotka. Privreda je u pravilu nestabilnija, ukoliko je veća elastičnost tražnje novca u odnosu na kamatu, ukoliko je manja reakcija tražnje na kamatu i ukoliko je veći multiplikator. U tom kontekstu, nestabilnost se može neutralisati monetarnom i fiskalnom politikom ekonomske stabilizacije. Fiskalna politika može (putem potrošnje i poreza) da neutrališe poremećaje dovođenjem pune zaposlenosti u sklad sa početnom količinom novca u nominalnom izrazu, dok monetarna politika može delovati na promene realne ponude novca u pravcu njenog prilagođavanja promenama realne tražnje koja je indukovana poremećajima agregatne tražnje.[929] No, neizvesnosti sa stanovišta reakcije tražnje na promene kamatnih stopa i promena kamatnih stopa koje se odnose na tzv. zamku likvidnosti dovele su do davanja prednosti fiskalnoj politici u odnosu na monetarnu politiku. Rane pristalice kejnzijanske revolucije smatrale su da je tražnja novca veoma elastična u odnosu na kamatu, da kamatne stope utiču na tražnju dugoročnih ulaganja u osnovna sredstva, da je elastičnost kamata mala i da je investiciona tražnja značajan izvor poremećaja. Ne praveći razliku između kratkoročne i dugoročne marginalne sklonosti štednji dovelo je navedene pristalice do precenjivanja dugoročne stope štednje, do potcenjivanja kratkoročne sklonosti štednji i do opravdavanja zahteva za aktivnom politikom stabilizacije u čijem je središtu pažnja, koncentrisana na fiskalnu politiku (kao glavni instrument za održavanje privrede u blizini pune zaposlenosti), a ne na monetrnu politiku.[930] Najzad, zahtev monetarista na kejnzijansku teoriju, po Modiglianiu, nije bio isključivo usmeren na sam kejnzijanski model već na pobijanje činjenice da dati model inkorporira potrebu za stabilizacijom. Eksplicitno monetaristički zahtev išao je u pravcu redukovanja praktičnog značaja kejnzijanskog modela nezavisno od njegove analitičke vrednosti. Drugačija empirijska ocena vrednosti parametara i trajanja reakcija ne poremećaje u uslovima konstantnog rasta novčane mase, imala je za funkciju da smanji stabilizacionu moć hiksijanskog mehanizma. Po monetaristima, preferencija likvidnosti reprezentovala je skroman doprinos monetarnoj teoriji; reakcija tražnje novca i brzine opticaja novca u odnosu na kamatne stope nisu mogle empirijski da se otkriju, a uticaj kamatnih stopa na tražnju bio je u pravilu štetan.[931] Međutim, po kejnzijancima, uticaj kamatnih stopa na tražnju bio je značajno veliki (iako nije samo bio ograničen na uobičajena ulaganja u osnovna sredstva), dok je reakcija tražnje novca (i brzine opticaja novca) u odnosu na kamatne stope bila mala u praksi. Friedmanov doprinos teoriji funkcije potrošnje i Modigliani – Brumbergova hipoteza o životnom ciklusu obuhvatili su veliku marginalnu sklonost štednji u odnosu na kratkotrajne poremećaje u pogledu dohotka i mali kratkoročni multiplikator.[932]

---

929 A Barrere i H. Aili, Controverses sur le systeme Keynesien, Economica, Paris, 1976., P. Delfound, Keynes et le keynesionisme, P. U. F., Paris, 1982., F. A. 1 Jauek (Ed.), The Crisis of Keynesian Economics, New Rochelle, N. York, 1977. i K. Mjuller, Neokeynesijanstvo, Progres, Moskva, 1977.

930 A. Atkinson i J. Stiglitz, lectires on public economics, McGraw-Hili, N. York, 1980., M. S. Feldstein, On the theory of tax reform, Journal of Public Economics 6/1976 i Personal Taxation and Portfolio Composition: An Econometric Analysis, Econometrika, Vol. 44, 1976, M. Feldstein i A. Taylor, The Income Tax and Charitable Contributions, Econometrica, Vol. 44, 1976. i H. S. Roscn, Taxes in a Labor Suppty Model with Joint WageHours Determination, Ficonometrica, Vol. 44, 1976.

931 M. Firedman, The Demand for Money, Some'fheoretical and Empirical Results, u The Optimum Quantity of Money and Other Essays, Chicago, 1969.

932 M. Friedman, A Theory of the Consumption Funclion, Prinston, 1957. i F. Modigliani i R. Brumberg, Utility Analysis and the Consumption Function: Interpretation of Cross-Section Dala, u K. Kurihara, PostKeynesian Economics, New Brunswic, 1954. i F. Modigliani, The Life Cycle Hipothesis of Saving Twenty Years Later, u M. Parkin, Contemporary Issues in Economics, Mančester, 1975.

To je upravo vodilo Modigliania sledećem zaključku: (1) poremećaji tražnje mogu kvalitativno da deluju na načine koje je Kejnz detaljno opisao, (2) Hicksov mehanizam je kvanitativno toliko efikasan da uticaji poremećaja tražnje postaju mali i kratkotrajni (pod uslovom uvek istog povećanja novčane mase), (3) mere fiskalne politike imaju kratkotrajni uticaj na tražnju u odnosu na dugotrajni uticaj promena novčane mase na nominalne nadnice, (4) nestabilnost privrede je najverovatnije posledica nestabilnog porasta novčane mase (usled pogrešnog usmeravanja napora za stabilizaciju dohotka ili ostvarivanja ciljeva platnog bilansa.[933] Međutim, montaristi su uvek spremni da tvrde da je potrebno izbegavati politiku stabilizacije, čak i kada ravnomerno povećanje novčane mase ne doprinosi stabilnosti privrednog sektora. Monetaristička tvrdnja zasnovana je na činjenici da u procesu formulacija politike stabilizacije nije moguće uzeti u obzir nepredvidljivost budućih poremećaja i nepredvidljivo promenljivih odloženih dejstava niti je moguće koncipirati adekvatnu stabilizacionu politiku i njeno blagovremeno sprovođenje.[934] Usled toga, monetaristi smatraju da politika stabilizacije deluje destabilizaciono. Monetaristi zapravo tvrde da je nestabilnost u prošlosti posledica pogrešno usmerenih akcija stabilizacione politike,[935] prvenstveno monetarne politike usled previšeg oslanjanja na kejnzijansku politiku stabilizacije. Problem uspeha ili neuspeha stabilizacione politike je dakako izuzetno teško empirijski proveriti. Čak i testovi Ardya (koji se zasnivaju na upoređivanju promenljivosti dohotka sa promenljivošću brzine oticaja novca), Starleat-Floyda (o efikasnosti stabilizacije upoređivanjem stabilnosti monetarnog rasta sa stabilnošću porasta dohotka) i Modigliania i Temina ne idu u potpunosti u prilog kejnzijanske politike stabilizacije, ali ne potvrđuju ni impresivne rezultate monetarne politike.[936] Očigledno je da državna politika može biti izvor destabilnosti. Neosporno je, dakle, da je ona u određenim uslovima i delovala destabilizaciono. Ali, neodrživa je, ipak, teza monetarista da je državna politika jedini izvor udara protiv inherentno stabilnog mehanizma privatne privrede.[937] Budući da je kejnzijanska analiza bila u stvari analiza nezaposlenosti, savremena postkejnzijanska ekonomska analiza proširuje ravan istraživanja sadržajima nivoa proizvodnje, dok se nivo zaposlenosti posmatra kao druga strana istog procesa, prnoseći težište na anal izu inflacije, dakle na drugu stranu cikličnog kretanja Međutim, Galbraith, došavši do saznanja da su neoklasični i kejnzijanski model nepodesni, okrenuo se politici kontrole cena i nadnica, kao jedinog rešenja koji može stabilizovati opšti nivo cena a da to nema za posledicu smanjenje nivoa proizvodnje i zaposlenosti.[938] No, i ova politika, u sastavu kejnzijanskog koncepta, pokazala se neefikasnom. Ukazujući da je kejnzijanska politika pre pogoršala

[933] L. Weber, L'analyse économique des dépences publiques, P. U. F., Paris, 1978, J. Creedy i N. GemmeH, The Builtin Flexibility of Progressivc Income Taxes: A Simple Model, Public Finance 3/82, st. 361-370., J. Kau i M. A. King, The British Tah System, Oxford University Press, 1980., B. P. Herber, Modern Public Finance, R. D. Irwin, Homewood, 1983. i A. Lewis, The Psychology of Taxation, St. Martin's Press, N. York, 1982.

[934] J. Denizet, Monnaie et financèment dans les années 80, Dunod, Paris, 1982., D. Gale, Money: In Equilibrium, Cambridge, Cambridige University Press, 1982, H. G. Johnson, Readings in British Monetary Economics, London, 1972., K Brunner i A. H. Mellzcr, Liquidily Traps for Moneu, Bank Credit and Interest Rates, Journal of Political Economy, januar-februar 1968, st. 137., A. Parguez, Monnaie et macroéconomie, Paris, Economica, 1975., J. J. Sijben, Money and Economic Growth, Leiden, Martinus Nijhoff Social Sciences Division, 1977. i E. F. Fama, Inflation, Output and Money, Journal of Business, april 1982.

[935] M. Friedman i A. Schwartz, A Monetary History of the United States, 1967-1960, Princeton, 1963.

[936] F. Modigliani, Some Empirical Tests of Monetary Management and of Rules versus Discretion, Journal of Political Economy, juni 1964, st. 211-245, V. Argy, Rules, Discretion in Monetary Management and Short Term Stability, Journal of Money, Credit and Banking, februar 1971, st. 102-122, D. Starleat i R. Floyd, Some Evidence with Respect to the Efficiency of Friedmans Monetary Policy Rgorosals, Journal of Money, Credit and Banking, avgust 1972., st. 713-722. i P. Temin, Did Monetary Forces Couse the Great Depression?, N. York, 1976.

[937] J. Tobin, Akumulacija imovine i ekonomska aktivnost, Centar za kulturnu djelatnost, Zagreb, 1983, st. 60.

[938] J. K. Galbraith, Economics and the Public Purpose, Abdre Deutsch, 1973.

nego što je ublažila nezaposlenost, neoliberali su počeli da forsiraju Swithove ideje i izvorne principe povratka tržištu. Pri tome, vraćanje na Smitha skopčano je sa traganjem za novim teorijskim argumentima neokonzervativaca i doktrine novogrealizma sa imperativom smanjenja državne intervencije u privredi, smanjenja javnih rashoda i poreskih prihoda, i uravnoteženja budžeta na štetu socijalnih programa Neefikasnost kejnzijanske terapije, zaoštravanje problema nezaposlenosti i inflacije, pogodovali su istupanjima neoliberala i neomonetarista s ciljem da se "osvete" kejnzijancima u pogledu preporuke makroekonomske politike.[939] No, i neokejnzijanizam, neoliberalizam i neomonetarizam, kao glavni tokovi i koncepcije savremenih ekonomista na kojima se teorijski bazira ekonomska politika u sadašnjim stagflacioniranim ekonomiJama, ne pokazuju svoju empirijsku superiornost u međusobnim konfrontacijama. Da li je kombinacija stagnacije, inflacije i nezaposlenosti rezultat pogrešnog korišćenja ili nekorišćenja monetarne i fiskalne politike u periodu 1973-76. i 1979-82. god.? Događaji iz 1973-76. god. i 1979-82. reprezentuju poremećaje, ne u tražnji, već u ponudi za čije neutralisanje je potrebna drugačija makroekonomska politika stabilizacije – tvrdi Modigliani.[940] Šta onda može da učini makroekonomska politika stabilizacije i na koji način u ovim epizodnim poremećajima?

Makroekonomska politika, po teoretičarima tzv. rateks škole,[941] morala bi nastojati da stabilizuje očekivanja u pogledu kretanja ekonomske aktivnostnj To iz razloga što su se stabilizacione politike pokazale neefikasnim i nekorisnim u procesu poboljšanja efikasnosti funkcionisanja ekonomije, jer važi hipoteza da su cene perfektno fleksibilne i da ekonomski agenti formiraju racionalno svoje anticipacije.[942] Monetaristi, pak, smatraju da je samo pravilo o rastu novčane mase važno za obaranje infalcije i uspeh makroekonomske stabilizacione politike. Kejnzijanci i fiskalisti misle suprotno, tvrdeći da su fiskalna politika i politika dohotka ključni instrumenti politike stabilizacije, koja simultano treba da redukuje inflaciju i nezaposlenost. Konačno, strukturalisti razočarani u politiku tražnje, smatraju da je samo nova politika ponuda pravi recept za razbijanje sadašnjih stagflacionih trendova. Međutim, u periodu poremećaja ponude, veli Modigliani, ne postoji makroekonomska politika koja bi podržavala stabilan nivo cena i zaposlenost zadržala na njenoj prirodnoj stopi. Ukoliko dođe do poremećaja cena (npr. usled egzogenih faktora), u uslovima poremećene ponude, cene je moguće vratiti na prvobitni položaj ravnoteže tek posle izuzetno tegobnog perioda nezaposlenosti veće od ravnotežne nezaposlenosti i inflacije. Verovatno da postoji, pored politike regulisanja tražnje, neka druga politika koja bi pomogla da se razreši dilema o izboru mogućih putanja

---

939 O. Morgenstern, Thirteen Critical Points in Comtemporary Economic Theory: An Interpretation, Journal of Economic literature, decembar, 1972, st. 4.

940 V. Tanzi, Fiscal Policy, Keyncsian Economics and the Mobilization of Savings in Developing Countries, World Development, Vol 10, 1976, st. 907-917. Taxation and Price Slabilization, Intrnational Monetary Fund, oktobar 1981. i Fiscal Disequilibrium in Developing Countries, MMF, juni 1982.

941 R. J. Barro i M. I. Grossman, L Gencral Disequilibrium Model of Income and Employment, Amereican Economic Review, Vol. 61, 1971. st. 82-93., R. J. Barro, Age Government Ponds Net Wealth?, Journal of Political Economy, Vol. 82, 1974, cr. 1095-1117., J. M. Buchanan, Barro on the Ricardian Equilivalence Theorem, Journal of Political Economy, Vol. 84, 1976, st. 337-342., R. J. Barro, Reply to Feldstein and Buchanan, Journal of Political Economy, Vol. 84, 1976, cr. 343-349. iTće Impact of Social Security on Private Saving, The American Enterprise Institute Studies, Llo. 199, 1978. i R. E. Lucas, Rational Expectations and the Theory of Economic Policy, Journal of Political Economy, april 1976.

942 Meltzer je nedavno objasnio glavnu ulogu očekivanja u okviru "Opšte teorije", uporedio Kejnzova gledišta o teoriji očekivanja sa trenutno zapaženim gledištem poznatim kao racionalna očekivanja i pokazao prednost novijih shvatanja u politici stabilizacije (L. N. Meltzer, Keynes's General Theory: L Different Perspective, Journal of Economic Literature 1/81, st. 34-64)

inflacije i kombinovanih pitanja nezaposlenosti.[943] Ali, politika kontrole nadnica i cena, to nije (jer je najviše izneverila očekivanja). To nije, međutim, ni politika konstantne stope rasta novčane mase, koja razočaravajuće reaguje na inflatorne poremećaje i nezaposlenost. Nova politika stbilizacije je, prema tome, izazov, tvrdi Modigliani.

Savremena ekonomija, u celini posmatrano, izgubila se, dakle, u okeanu praznih tautologija vodećih ekonomskih škola[944] – monetarizma, kejnzijanizma, neokejnzijanizma, racionalnih očekivanja, Supply-Sidersa u izmenjenom institucionalnom pejsažu, ekonomskom okruženju, socijalnom ambijentu i finansijskom položaju, pošto su maltene sve politike kontrole pale na ispitu tvrdokorne stagflacije, I, kao što je poznato, u okviru dosadašnje teorije optimalne kontrole iskristalisala su se tri karakteristična modela politike stbilizacije:[945] (1) preventivna politika koja uzima u obzir anticipirane perturbacije, (2) retroaktivna politika koja odgovara nepredviđenim perturbacijama i (3) politika funkcija – cilj koji omogućava komparaciju različitih politika i merenje efekata sleđene politike. U makroekonomskoj teoriji kontrole, dakle, ideje su išle od (1) ekonomske politike reglaže (ilne luning), koja, ekspanzivnom ili restriktivnom monetarnom politikom, podržava nivo tražnje U zaposlenosti (Dow) u kejnzijanskom tradicionalnom smislu /tzv. gap inflationiste i deflationiste), preko (2) makroekonomske politike (Frish), koja podržava stabilnost tražnje i zaposlenosti i redukuje fluktuacije ekonomske aktivnosti stabilizacionim mehanizmom varijacija relativnih cena, realnog monetarnog "encaissesa", bogatstva, kamatne stope i stope razmene,[946] (3) empirijske relacije između stope rasta nadnica i nivoa nezaposlenosti (Filipsova kriva) i (4) tradicionalnih instrumenata regulacije tražnje (fiskalna politika i politika dohodaka), do (5) monetarističke politike i politike ponude.[947] Izlažući analitička i empirijska istraživanja efekata koje prouzrokuju programi monetarne stabilizacije u oblasti cena, proizvodnje i deviznog kursa industrijski razvijenih zemalja, Artis[948] se koncentriše na analizu gledišta zasnovanog na racionalnim predviđanjima da monetarne vlasti mogu brzo zaustaviti inflaciju, a da ne moraju platiti visoku cenu zbog izgubljene proizvodnje i zaposlenosti, ako smanje monetarnu ekspanziju i istovremeno ubede učesnike na privatnom tržištu da će smanjenje monetarnog rasta duže potrajati, s jedne strane, i na analizu gledišta zasnovanog na tržištu finansijskih sredstava prema kome program monetarne stabilizacije teži da poveća realni devizni kurs koji ubrzava prilagođavanje cena na tržištu rada i robnim tržištima, putem smanjenja cena uvezenih dobara, ali pogoršava stanje spoljne trgovine zemlje, s druge strane. U analizi se koristi prost monetaristički model u kome se pretpostavlja da su dugoročna inflatorna očekivanja učesnika na privatnom tržištu refleks monetarke politike i da su kamatna stopa i devizni kurs kratkoročne varijabile određene od strane finansijskog tržitša. Ekonometrijska procenjivanja parametara u modelu daju

943 W. N. Gordon, Taxation, Real Wage Rigidity and Employmenl, Economic Journal, Vol. 91, 1981, st. 309-330., J. E. Meade, The Structure and Reform of Direct Taxation, G. LIep and Unwin, London, 1978. i L. S. Blinder i R. M. Solow, Does Fiscal Policy Matter?, Journal of Public Economies 2/73, st. 319-337. i Journal of Monetary Economics 2/76, 501-510.

944 L. S. Thurow, Dangerous Currents: The State of Economics, Random House, 1983.

945 A. Sherman, Stagflation, Harper and Row, 1983. i Meade, Stagflation. WageFixed, Vol. I, London, Allen and Unwin, 1981.

946 Sean Hoily, Control Theory and Macroeconomic Policy, Economic Outlook, februar 1982.

947 A. S. Blinder, Tetrogagu Income Taxes and consumer Spending, Journal of Political Economy, februar 1981, st. 26-52., M. L. Boskin, Taxation, Saving and the Rate of Interest, Journal of Political Economy, april 1978., st. 327., R. J. Gordon, Inflation in Recession and Recoverv, Brooking Papers on Economic Activity, No. 1, 1971, st. 106-166. i C. Wright, saving and the Rate of Interest, u A. C. Harberger i M. J. Bailey (Ed.), The Taxation of Income from Capital, Washington, 1969.

948 J. R. Artus, Monetary Stabilization, with and Without Government Credibilily, Staff papers 3/81, st. 495-533. i OECD, Fiscal Policy for a Balanced Economy, Paris, 1968, st. 18-39.

rezervisane zaključke o značaju za vođenje monetarne politike. Do istih poražavajućih rezultata došli su i mnogi drugi autori u oblasti empirijskih istraživanja stabilizacionih efekata fiskalne politike i politike dohotka. Moguće je da ista sudbina zadesi i "mladu" politiku ponude.

Razočaravajući rezultati empirijskih istraživanja stabilizacionih efekata tradicionalnih mera i instrumenata monetarne i fiskalne politike i politike dohodaka, kao ključnih segmenata makroekonomske politike, u stagflacioniranim ekonomijama izbacili su orbitu tzv. ekspanzivnu ekonomsku politiku za slamanje jezgara simultane koegzistencije ekspanzije inflacije, eksplozije nezaposlenosti i deceleracije rasta.[949] U inicijalnoj fazi, ekspanzivna makroekonomska politika u recesiji imala bi za zadatak da simultano obara nezaposlenost i inflaciju i da pripremi uslove za stabilan, optimalan, harmoničan i humanizovan rast (Bouling)[950] u narednoj etapi. U tom kontekstu, po Fitoussiu, potrebno je determinisati rast realnog dohotka na dugi rok, smanjiti presiju fiskalnih i parafiskalnih prihoda i ekonomskosocijalnih transfera, anticipirati buduću tražnju i troškove proizvodnje, prebaciti (proporcionalno) socijalne terete sa preduzeća na nadnice i smanjiti kamatne stope (kako bi se akcije osetile na nivou troškova rada i kapitala), povećati produktivnost rada koja generiše ekspanziju rasta i redukuje inflacionu presiju,[951] poboljšati alokaciju resursa i ameliorisati politiku raspodele.[952] U tom svetlu, politika javnih investicija mora igrati ulogu motora čije su eksternalije maksimalne za privatni sektor sa stanovišta redukovanja troškova funkcionisanja ovog sektora.[953] Politika dohotka bi trebalo da redukuje inflacione anticipacije i da determiniše poželjnu evoluciju realnih najamnina i štednje. Budžetska politika bi trebalo da formira tolerantne i neinflatorne deficite bez pritiska na kamatu i tzv. istiskivanje ("éviction").[954] Samuelson je, pak, u sklopu antiinflatorne politike, kao predstavnik škole makromikro sinteze ekonomske analize i pobornik kejnzijanskog gledanja na inflaciju i nezaposlenost, posebno podvukao da svaki mešoviti privredni sistem mora voditi politiku dohodaka uporedo sa fiskalnom i monetarnom politikom, ako želi da obezbedi stabilnost cena uz visok stepen zaposlenosti.

6. POLITIKA CENA

1. Kejnzijanci u osnovi smatraju da je privredni sektor nestabilan, dok monetaristi smatraju da je privredni sektor stabilan (pod uslovom da nestabilna stopa rasta novčane

---

[949] W. E. Weber, The Effects of Interest Rates on Aggregate Consumption, American Economic Review, septembar 1970, st. 591-600., Interest Rates and the ShortRun Consumption Function, American Economic Review, juni 1971, st. 421-425 i Interest Rates, Inflation and Consumer Expenditure5 American Economic Review, decembar 1975, st. 843-871.

[950] K. E. Bouling, Ecodynamics, Sage Publications, Beverly Hills, 1978.

[951] O. Eckstein, The Great Recession, North-Holland, Amstrdam, 1978. i M. Feldstein, Government deficits and aggregate demand, Journal of Monetarv Economics, januar 1982, st. 120.

[952] P. P. A. Bruni, Allocazione delle Risorsee inflazione: Ll caso dei mercati finanziari, Economia Internazionale 23/81, st. 261-321.

[953] M. H. Miller i M. S. Scholes, Dividends and Taxes, Journal of Financial Economics, decembar 1978, st. 333-364. i Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence, Journal of Political Economy, decembar 1982, st. 1118-1141.

[954] U pojedinim ekonometrijskim modelima (iir. ekonometrijski model u Francuskoj za period 1970-1980. god.) čak se lotvrđuje čiljenica da dodajni javni rashodi od 1 FF generiraju rast nacionalnog dohotka za 2 FF (multiplikator) u stagflaciji.

mase ne provocira poremećaje).[955] Nestabilnost privatnog sektora po kejnzijancima je uglavnom izazvana promenama marginalne efikasnosti investicija, mada u suštini egzistiraju mnogi faktori koji izazivaju promene agregatne tražnje. Monetaristi, međutim, smatraju ukupnu tražnju rezultantom stabilne tražnje novca i nestabilne ponude novca. Po njima, privredni sektor je stabilan iz razloga što je tražnja novca u datom sektoru stabilna. Stoga, nestabilnost uglavnom ekspliciraju fluktuacijama novčane mase. Prema tome, polemike monetarista i fiskalista o stabilnosti privrednog sektora uglavnom zavise od toga, da li se promene efektivne tražnje ekspliciraju promenama novčane mase ili promenama marginalne efikasnosti investicija (Mayer)[956] i da li se respektuje vremenski period koji je potreban da se u uslovima privrednih poremećaja uspostavi stabilitet privrednog sektora (Andersen).[957] Veza između stabilnosti privrednog sektora i kvantitativne teorije novca nije potpuna niti čvrsta.[958]

Naime, fiskalista bi mogao da smatra da je privredni sektor stabilniji nego što pokazuju analize oscilacija društvenog proizvoda i da, stoga, zaključi da mere fiskalne politike u poremećenim uslovima beleže destabilizacione efekte isto onako kao što i monetarna politika u datim uslovima ne vodi stabilizaciji. Takav stav u osnovi nije u suprotnosti sa osnovnim postavkama fiskalizma, odnosno kejnzijanskom teorijom. U tom slučaju, ekonomista može da veruje u postavku da je privredni sektor stabilniji, tako po ubeđenju nije monetarista. Monetaristu je, doduše, prosto nemoguće ubediti u postavku kejnzijanaca o nestabilnosti privrednog sektora Kejnzijanski modeli, po Brunneru,[959] naglašavaju nestabilnost privrednog sektora i odbacuju hipotezu o prirodnoj stopi. Implmkacije o fundamentalnoj nestabilnosti privrednog sektora određuju aktivistički i intervencionistički koncept fiskalne politike, budući da je javni sektor neminovno "krajnji stabilizator". Stoga se u raznim udžbeničkim verzijama kejnzijanske analize tvrdi, da procene ekonomskih kretanja u kratkom roku najviše zavise od kretanja i promena fiskalnih varijabila i dominantna uloga pridaje fiskalnoj politici (Feldstein).[960]

U ekonometrijskim modelima monetarista nepodržava se kejnzijanska teza o nestabilnosti privatnog sektora, već se empirijski opisuje njegova stabilnost i sposobnost da sam apsorbuje poremećaje i da se sam po sebi i za sebe stabilizuje. Nestabilnost

---

955 U celini, svi kejnzijanci ne poriču stabilnost privatnog sektora. Čak i vodeći kejnzijanski ekonometrijski modeli pokazuju da reagovanje privrede na stohastičke poremećaje nije nestabilno (Lawrence Klein, The State of the Monetarist Debate: Comment, Federal Reserve Bank of St. Louis, Monthly Review, vol. 55, septembar 1973, st. 11).

956 U stvari, polemika o stabilnosti prinrednog sektora vezana je za osnovnu polemiku o kvantitativnoj teoriji novca, odnosno za pitanje do koje mere se promene ukupne tražlje ekspliciraju promenama novčane mase, a ne promenama marginalne efikasiosti investicija.

957 L. Andersen, The State of the Monetarist Debate, Federal Reserve Bank of St. Louis, Monthly Review, Vol. 55, septembar 1972. st. 28.

958 E. S. Phelps i J. B. Taylor, Stabilizing Powers of Monetary Policy Under Rational Expectations, lournal of Political Economy, VoL 85, 1977, st. 163-140., S. Turnovskv, The Choice of Monetary Instrument under Alternative Forms of Price Expectations, The Manchester School, Vol. 48, 1980, st. 39-62., D. Cohen i S. McMenamin, The Rof of Fiscal Policy in a Financially Disaggregated Macroeconomic Model, Journal of Money, Credit and Banking, avgust 1978, st. 322-336., Y. C. Park, Some Current Issues zp the Transmission Process of Monetary Policy, Staff Papers, mart 1972, st. 145, P. Samuelson, Complementarity An Essay on the 40th anniversary of thc Hicks Allan Revolution in Demand Theory, Journal of Economic Literature, decembar 1974, st. 1255-1289., J. Tobin i W. C. Brainard, Financial Intermedianies and the Effecliveness of Monetary Controls, American Economic Review, maj 1963, st. 583-400 i B. Friedman, Crowding out on Crowding in? Economic Consequences of Financing Government Deficits, Brookings Papers on Economic Activitv, No. 3, 1978, st. 593-641.

959 K. Brunner, Econometric Models of the SusPsal Behavior, B. Hickman (Ed.), Columbia University Press, prikaz I i II toma, Journal of Economic Literature, Ho. 3, 1973.

960 M. Feldstein, Tah Incentives, Corporate Saving, and Capital Accumulation, Journal ofPublic Ecoomic, Vol. 2, 1973. i Inflation, Specifiction Bias, and the Impact of Interest Pates, Journai of Political Economy, Vol. 78, 1970. st, 1325-1339. i Inflation, Income Taxe, and the Rate of Interest: A Theoretical Analysis, American Economic Review, decembar 1976, st. 809-820.

privatnog sektora prouzrokuju uglavnom mere javnogsektora Pristalice hipoteze o prirodnoj stopi i hipoteze o stabilnosti po pravilu negiraju gledišta iz ugla "javnog interesa" da stabilizaciju obavlja javni sektor i ističu da fluktuacije realnih varijabila zavise od monetarnih impulsa Međutim, hipoteza o "dominantnom impulsu" već se osporava i negira isticanjem sistematskog kombinovanja alternativnih impulsa Brunner – Meltzerova analiza kombinovane monetarne i fiskalne politike upravo naglašava ulogu fiskalne politike i ponašanja javnog sektora Tobin je izneo tvrdnju da autonomne promene tražnje i ponude različitih oblika finansijske aktive ograničavaju impulse koji utiču na nivo proizvodnje i nivo cena No, Tobinov zaključak o mogućnosti nestabilne tražnje novca, koja je, kao doktrina, zamenila koncepciju slobodnih rezervi, negiraju empirijski radovi monetarista, koji negiraju tezu o nestabilnosti. Sa stanovišta uključivanja "inflacnje troškova" u analizu, problem impulsa i stabilnosti se komplikuje, budući da, različita stanovišta, vode alternativnom tumačenju kretanja cena i nadnica. U tom kontekstu, kretanje cena i nadnica zavisi od stanja na tržištu (stanovište teorije cena), odnosno od delovanja autonomnih sila (stanovište institucionalnih okvira i socioloških faktora). Po prvom stanovištu, kretanje cena i nadnica je pod uticajem transmisionog mehanizma, pri čemu usporavanja u uslovima nasleđene inflacije dovode simultano do porasta cena, povećanja nezaposlenosti i zakašnjenja proizvodnje (Brunner).

Po drugom stanovištu, kretanje cena i nadnica ne reaguje na uslove tržišta već na promene institucionalnih okvira i socioloških faktora, koji su van okvira obrazaca reagovanja datih u teoriji cena sa stanovišta inflacije troškova. Gordon[961] je, formulišući teoriju inflacije i nezaposlenosti na bazi troškova, empirijski dokazao da troškovi deluju nezavisno od promena uslova na tržištu i od očekivanog kursa politike. Faktor troškova potpuno autonomno određuje nadnice, nezaposlenost i cene, iako cene i nadnice sistematski reaguju.[962]

Hipoteza o stabilnosti privatnog sektora, po Frischu, bitnaje odrednica monetarizma, koju rado prihvataju svi monetaristi (Mayer, Friedman, Brunner, Meltzer i Laidler),[963] budući da monetaristi uopšte veruju u inherentnu stabilnost privrednog sektora, pod uslovima da je prepušten samom sebi i da je zaštićen od nepravilnog monetarnog rasta.[964] Monetaristička teorija principijelno se razlikuje od kejnzijanizma upravo po tome što monetaristi veruju da ekonomski sistem pokazuje tendenciju da konvergira ka ravnoteži svojih realnih varijabila. Međutim, hipoteza o stabilnossti, tvrdi Leijonhufvud,[965] pre spada u iskaze o pretpostavkama na kojima se bazira teorija, nego u iskaze na kojima se bazira model. S druge strane, tendencijsko konvergovanje privrednog sektora ka tački ravnoteže ne inkorporira stabilnost procesa prilagođavanja i strukturu odgođenosti sistemskih varijabila karakterističnih za teoriju konjunkture Hicksa i Samuclsona. Čak i tipično monetaristički model Laidlera, koji uključuje

[961] R. Gordon, Recent Development, in the Theory of Inflation arid Unemployment, The Journal of Monetary Economics, april 1976. Macroeconomics, Little, Brown, Boston, 1981., Inflation, Flexible Exchange Rates, and the Natural Rate of Uncmplovment, u M. VaŠu, Workers, Jobs, and Inflation, Brookings Institution, Washington, 1982. i R. J. Gordon i J. A. Wilcox, Monetarist Interpretations of the Great Depression: Evaluation ond Crilique, u K. Brunner, Thc Great Depression: Evaluation and Critique, Nijhoff, Hague, 1981.

[962] K. Brunner, The Demand and Supply of Inflation, Journal of Law and Economics, Septembar 1971, st. 18.

[963] M. Friedman, The Role of Monetary Policy, American Economic Review, Vol 58, 1968, st. 1-17., K. Brunner i A. Meltzer, An aggregative theory for a closed Economy, u J. L. Stein, Monetarism, NorthHolland, Amsterdam, 1976, st. 69-103. i D. Laidler, An Elementary Monetarist Model of simultaneous Fluctuations in Prices and Oulput, 11. Frisch, Inflation in Smali Countries, Lecture Notes in Economics and Mathcmatical Systems, SpringerVerlag, 1976, st. 76.

[964] T. Mayer, The Structure of Monetarism, Kredit und Kapital, No. 2, 1975, st. 204.

[965] A. Leijonhufvud, Schools, revolutions and research programmes in economic Theory, u S. J. Latsis, Methods and Appraisal in Economics, London, 1976, st. 65-99.

strukturu odgođenosti (preko adaptivnog procesa predviđanja inflacije), jednačinu novčanog tržišta i jednačinu proširene Filipsove krive (parametrima predviđanja), pokazuje da promena stope ekspanzije novčane mase ili predviđene stope rasta realnog bruto nacionalnog dohotka pri punoj zaposlenosti prouzrokuju ciklična kolebanja. I, ako promene egzogenih varijabila u monetarističkom modelu indukuju ciklične fluktuacije, otkud onda verovanje savremenih monetarista u inherentnu stabilnost privrednog sektora i ubeđenje u nepoželjnost kontraciklične politike u odnosu na tzv. koncepciju "kumulativnog procesa" starije monetarističke škole Wickselfa, Myrdala i Hayeka.[966] U Wicksellovom modelu, tzv. kumulativni proces može biti stabilan samo ukoliko sadrži mehanizam autokorekture; u protivnom, poremećaj između tržišne kamate i prirodne kamatne stope inicira seriju povećanja izdataka i inflacije, koja dovodi do stagnacije usled novonastalih razlika u kamatama.[967] U Hejekovoj teoriji konjunkture kumulativni proces je nestabilan usled čega nastupaju promene u realnom sektoru privrede i inflatorni procesi. Ekspanzija kredita, koja indukuje porast novčane mase, utiče na smanjenje tržišne kamatne stope u odnosu na prirodnu kamatnu stopu pri datoj ravnoteži između dobrovoljne štednje i planiranih investicija. Kreiranje novca preko emitovanih kredita za kupovinu investicionih dobara indukuje inflatorne efekte i promene realnog sektora (preko porasta relativnih cena investicionih dobara u odnosu na potrošna dobra, pojave prekomerne tražnje na tržištu rada, opadanje proizvodnje potrošnih dobara i porasta novčanih nadnica).[968] I, ako sklonost štednji u tački ekspanzivnog procesa (u kojoj tržišna kamatna stopa počinje da se povećava) ne pokazuje tendenciju rasta onda je potrebno dodatno kreiranje novca (ubrzanje ekspanzije novčane ponude), odnosno permanentno kreiranje novca po rastućoj stopi da bi se kumulativni proces održavao (Frisch). Bronfenbrermer insistira na pravljenju razlike između stabilnosti i nestabilnosti u procesu opisivanja funkcija. I da bi pokazao datu razliku, Hicksov model ISLM u prostoru (Y, r) sa parametrima pomeranja (et i Et) ispisuje na sledeći način:

1. Kriva IS: p = a – bYt + et, za a, b > 0
2. Kriva LM: n = a+ /3Yt + Et, za a < a, fi > 0

Rešavanjem po Yt i po Rt. Branfenbrenner je dobio makrostatički stabilno rešenje:

$$Y_t = \frac{(a-\alpha)+(e_t - E_t)}{b+\beta},$$

$$\text{i } r_t = \frac{\beta(a+e_t)+b(\alpha+E_t)}{b+\beta}$$

iako su vrednosti Yt i rt za stabilnu ravnotežu nestalne, pogotovu ako su članovi greške (et i Et) u negativnoj, odnosno pozitivnoj korelaciji. Monetaristi u osnovi smatraju da se uočena nestabilnost privrede može uglavnom pripisati promenljivosti novčane mase. Međutim, Modigliani iako ne tvrdi da je stabilnost novčane mase bila glavni uzrok

[966] K. Wicksell, G. Myrdal i F. A. Nauek su umesto hipoteze o stabilnosti koristili termin "kumulativni proces", koji počiva na pretpostavci da je monetarni sektor privrede nestabilan, jer se sistem udaljava od ravnoteže pri postojanju razlike između realne i tržišne kamatne stope usled serije promena izdataka i promena cena.

[967] T. M. Humphrey, Interest Rates, Expectations, and the Wicksellian Policy Rule, Atlantic Economic Journal, Vol. IV, 1976, st. 9-20.

[968] Ph. Cagan, The Monetary Dynamics of Hyperinflation, u M. Friedman (Ed.), Studies in the Quantity Theory of Money, Chicago, 1956., Changes in the Cyclical Behavior of Interes Rates, Review of Economics and Statistics, avgust 1966, The Non Neutrality of Money in the Long Run: A Discussion of the Critical Assumptions and Some Evidence, Journal of Money, Credit and Banking, juli 1969.

ekonomske nestabilnosti, pokazuju da ne postoji osnova za primedbu monetarista da se posleratna nestabilnost u SAD može pripisati monetarnoj nestabilnosti, jer se periodi najveće nestabilnosti poklapaju sa periodima relativne monetarne stabilnosti.[969] Stabilnost novčane mase, nije dovoljna da bi se smatrala izvorom stabilne privrede, upravo iz razloga postojanja egzogenih poremećaja

Monetaristi u pravilu sumnjaju u kejnzijanske dokaze o nestabilnosti privrednog sektora i obrazloženje o potrebi dugotrajnog delovanja fiskalne politike, i zato su, pomoću testova, koji se odnose na beznačajnost multiplikatora i nepromenljivost brzine opticaja novca, krenuli u protivnapad na fiskaliste, koji su Modigliani i Ando ubrzo pokazali bezvrednim.[970] U pomoć priskaču Andersen, Karlson i Džordan koji izračunavaju multiplikator pomoću jednačina "redukovanog oblika modela", uspotavljanjem odnosa između promene dohotka i tekućih i kasnijih promena "neke" odgovarajuće veličine novčane mase i budžetskih stimulansa.[971] Napušta se, dakle, izračunavanje multiplikatora iz analitičkog ili numeričkog rešenja ekonometrijskog modela, koji obuhvata relativno mnogo jednačina. I, doista, rezultati testa, u kome se vrednosti novčane mase (Mi) i budžetskih rashoda pri punoj zaposlenosti koriste kao merilo monetarnih i fiskalnih stimulansa, ispunili su srca monetarista, jer je uticaj promena novca bio veliki, a uticaj fiskalnih varijabila mali. Dobijeni rezultati delovali su deprimirajuće na fiskaliste, koji su se odmah okrenuli protiv redukovanih oblika modela s ciljem dokazivanja da su autori koristili "pogrešnu" veličinu monetarnih i fiskalnih mera.[972] Pokušaji usklađivanja sada različitih procena monetarista i kejnzijanaca vodili su novim simulacijama. U prvom redu, Modigliani i Ando[973] su pokazali da metod redukovaranog oblika St. Luis modela daje promenljive i nepouzdane procene stvarne strukture sistema čim je dohodak izložen značajnijim poremećajima, koji potiču iz više izvora, a ne samo iz uticaja monetarnih i fiskalnih mera, s jedne strane i pokazali da monetarne i fiskalne varijabile u malom opsegu objašnjavaju promene dohotka, s druge strane. Kritiku nepouzdanosti i promenljivosti procena nastavio je O'Neil i dokazao da različiti metodi procene očigledno precenjuju potrošnju i potcenjuju monetarne multiplikatore, budući da je nepouzdanost procena rezultat multikodinearnosti i velike rezidualne varijanse. Koristeći koeficijente, iz modela MPS, kao odgovarajuće koeficijente reakcije, Modigliani je, u uobičajenom statističkom testu, pokazao da dve različite procene multiplikatora potrošnje nisu protivrečne. Upoređivanjem jednačine redukuvanog oblika modela (prilagođenu prvobitno upotrebljenom u St. Luis modelu) sa jednačinom u kojoj su koeficijenti budžetskih rashoda i izvoza ograničeni na izračunate koeficijente pomoću modela MPS (upotrebljenog u okviru pomenutog testa F), Modigliani je došao do sledećeg razultata i zaključka: (1) manje su greške pri korišćenju koeficijenata redukovanog oblika modela, ali, u proseku, one su, ipak, veće od grešaka pri korišćenju multiplikatora modela MPS; (2) jednačine redukovanogoblika modela, koje zavise samo od dve egzogene varijabile,

---

969 F. Modigliani i L. Papademos, Targets for Monetary Policy in the Coming Years, Brookings papers 1/75, st. 141-165 i Monetary Policy for the Cowing Ouarters: The Conflicting Views, New England Economic Review, martapril 1976, st. 2-35.

970 F. Modigliani i A. Ando, The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier, American Economic Review, septembar 1965, st. 693-728.

971 L. C. Andcrsen i K. M. Carlson, A Monetarist Model for Economic Slabilization, Federale Reserve Bank St. Louis, Review, alril 1970., st. 7-25. i L. C. Andersen i J. L. Jordan, Monetary and Fiscai Action: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization, Federal Reserve Bank St. Louis, Review, novembar 1968, st. 11-23.

972 Novodobijeni rezultati bitno se ne razlikuju, iako su buietski izdaci na punu Japoslenost zameljeni varijabilom budžetski rashodi za robu i usluge, uključujući i izvoz.

973 F. Modigliani i A. Ando, Impacts of Fiscal Action on Aggregate Income and the Monetarist controversy: Theory and Evidence, u J. L. Stein, Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 17-42.

nepouzdane su za ocenjivanje strukture i vršenje predviđanja, i, (3) upotreba modela St. Luis za predviđanje treba da implicira obaveznu konsultaciju modela MPS radi dobijanja adekvatnog odgovora na pitanje koje koeficijente valja koristiti za budžetske rashode. Sve u svemu, na osnovu teorijskih principa i empirijskih dokaza, može se zaključiti da opredeljenje za konstantnu stopu rasta novčane mase u nominalnom izrazu, u odsustvu egzogenih poremećaja, u osnovi, vodi stabilnosti privrednog sektora.[974] Pri tome, treba imati u vidu da su generatori poremećaja u privredi mnogobrojni (spoljnotrgovinska razmena, budžetska potrošnja, investiciona potrošnja, lična potrošnja, tehničkotehnološki progres, itd.). Novije ideje o privrednoj neravnoteži, kao trajnoj pojavi (Leijonhufvud i Crower), govore o tome da se privreda nalazi u stanju permanentne neravnoteže i da se procesi uravnotežavanja nikada ne završavaju. To znači napuštanje neoklasične sinteze kejnzijanske i klasične ekonomske teorije i vraćanje originalnim idejama Kejnza. U osnovi ovih ideja leže postavke da neoklasična ekonomska teorija, definisana ISLM paradigmom, sadrži iluziju postojanja Walrasovog idealizovanog svemogućeg usklađivača koji ekonomske procese vodi uspostavljanju privredne ravnoteže.[975]

2. Kejnzijanci u procesu determinacije kratkoročnih promena dohotka izuzetnu pažnju posvećuju zbivanjima u pojedinim privrednim sektorima. Nemonetaristi – kejnzijanci objašnjavaju kretanje dohotka razmatranjem podsticaja za trošenje (izdatke) u svakom sektoru pojedinačno, jer fluktuacije mogu biti inicirane u različitim sektorima, samo ukoliko je privredni sektor nestabilan. Porast kamatne stope, npr., ima različite efekte na stambenu izgradnju, pa, sledstveno tome, i na proizvodnju kako u vremenu, kada hipotekarne ustanove nemaju dovoljno likvidnih sredstava (Mayer). Monetaristi, za razliku od kejnzijanaca, obično smatraju da su izdaci determinisani prekomernom ponudom, odnosno tražnjom realne količine novca. Stoga, oni posmatraju ponašanje samo tržišta realne količine novca, kao jedinstvenog tržišta (uz nezanemarivanje svih institucionalnih pretpostavki pri analizi procesa ponude novca). U tome je, dakle, bitna razlika između monetarista i fiskalista.[976] Kejnzijanci obično smatraju da je tržište kapitala nesavršeno i da je pri utvrđivanju ukupne tražnje bitno poznavanje ukupnog iznosa likvidnih sredstava u svim privrednim sektorima. Pri analizi uticaja monetarnih faktora na nominalni dohodak kejnzijanci teže da spoznaju sve relevantne informacije o kamatnim stopama i finansijskim tržištima iz razloga što tvrde da su uslovi dobijanja zajmova jedini kanal delovanja monetarne politike (Mayer). Kejnzijanci plediraju na racionisanja kapitala (zbog nesavršenosti tržišta kapitala) i na analizu novčanih tokova mnogo više nego monetaristi (iako ovi poslednji veći značaj pridaju novcu). Zato je u kejnzijanskom Federal Reserve – MIT – Penn modelu limitiranje kredita jedan od ključnih kanala delovanja monetarne politike na dohodak, jer su troškovi zaduživanja jedini kanal dejstva, iako u razvijenom modelu egzistira nekoliko kanala. S druge strane, kejnzijanci pridaju podjednak značaj pojavama u svim sektorima usled neophodnosti državne intervencije u privredi i usled verovanja u činjenicu da inflacija može biti

[974] D. Levhari i D. Patinkin, The Role of Money in a Simple Growth Model, American Economic Review, septembar 1968, st. 713-753., R. Lucas, Ecjuilibrium in a Pure Siggepsu Economy, Economy Inquiry, april 1980, st. 203-220, Th. Sargent, Macrocconomic Theory, Academic Press, N. York, 1979., M. Sidrauski, Rational Choice and Patterns of Growth in a Monetary Economy, American Economic Review, maj 1967, st. 534-544, i N. Walace, A. Modigliani – Miller Theorem for OpenMarket Operations, American Economic Review, juni 1981, st. 267-274.

[975] O pregledu savremenih teorija neravnoteže vidi: S. Fisher, Recent Development in Monetary Theory, American Economic Review, maj 1975, sg. 15-35.

[976] J. R. Tanner, Fiscal Policy, and Consamcr Behavior, Review of Economics and Statistics, avgust 1979., J. B. Yawitz i L. H. Meyer, An Empirial test of the Extent of Tah Discounting, Journal of Moneu, Credit and Banking, maj 1976, L. Boskiri, Taxation, Saving and the Rate of Interest, Journal of Political Economy, april 1978. i L. Kochin, Are Taxes Anticipated by Consumers?, Journal of Money, Credit and banking, No. 6, 1974.

posledica kretanja u pojedinim sektorima (kao sektorska i strukturna inflacija), a ne jednog opšteg faktora, kako to pišu monetaristi. U procesu izučavanja kratkoročnih promena dohotka monetaristi nisu mnogo zainteresovani za pojedinačne pojave (osim ako ne žele da podvrgnu kritici državne intervencije na finansijskom tržištu, jer se protive ograničenju kamatne stope na depozite kod banaka). Monetaristi nedvosmisleno prave razliku između opšteg nivoa cena (pod uticajem količine novca) od relativnih cena (pod uticajem kretanja u sektorima) i procenjuju ukupne izdatke na bazi promene novčane mase. Jer, povećanje novčane mase mora imati uvek isto dejstvo na ukupni dohodak nezavisno od pretpostavke o fluidnom tržištu kapitala Samo ukoliko se brzina opticaja novca razlikuje tio sektorima, monetaristi su zainteresovani za analizu distribucije novca između sektora (R. Selden),[977] ali ne i za analizu dejstava povećanja novčane mase i na relativni dohodak pojedinačnih sektora. To proističe iz ubeđenja što monetaristi veruju u (1) stabilnost privrednog sektora, (2) nepotrebnost državne intervencije i (3) nenastojanju u utvrđivanju kanala delovanja monetarnih faktora na različite sektore.

Tvorci velikih ekonometrijskih modela po pravilu ukazuju na povezanost makroekonomskih kretanja sa pojavama u pojedinim sektorima privrede u smislu da ukupne fluktuacije proističu iz kumulativnih efekata promena i poremećaja u svim pojedinačnim sektorima. Pri tome, problem impulsa po pravilu se koristi za argumentovanje zavisnosti makroekodžomskih kretanja od pojedinačnih sektorskih procesa Nasuprot tome, pristalice manjih modela odbacuju ove eklektične stavove, odnosno implicitno deskriptivističku koncepciju i instrumentalistički pristup (Brunner, Lukas, Klein i Hickman) kejnzijanaca.[978] Ovakav stav monetarista proističe iz dominantnog uticaja promene novčane mase na nominalni dohodak, kao osnovnog postulata kvantitativne teorije, shvatanja transmisionog procesa i neuvažavanja ili odbacivanja podsticaja za trošenje, specifičnosti pojedinih sektora i cene kredita, kao merila uticaja monetarnih faktora.[979] To, međutim, ne znači da monetaristi, prilikom predviđanja fluktuacija dohotka, ne mogu uzeti u obzir pojedinačne pojave i da smatraju da je racioniranje kapitala potrebno usled nesavršenog tržišta kapitala i da povoljno gledaju na državnu intervenciju, usled neverovanja u stabilnost privrednog sektora

3. Alternativa nivo cena pojedinačne cene reprezentuje bitnu razliku u stavovima monetarista i fiskalista. Razlika između opšteg nivoa cena i relativnih cena, zavisi od toga da li se nivo cena, kao agregatna pojava, određuje delovanjem ukupne tražnje i ukupne proizvodnje, ili se posmatra kao ponderisani zbir pojedinačnih cena U prvom slučaju, razlika je evidentna, jer se zbivanja u određenim sektorima (npr. monopolizacija) odražavaju na relativne cene. Ali, ako se cene povećaju u sektoru h, bez povećanja ukupne tražnje, onda se porast cena prati smanjenjem proizvodnje ili smanjenjem proseka ostalih cena (Mayer). Prema tome, događaji u pojedinim sektorima utiču na nivo cena u onom iznosu, u kome utiču na ukupnu tražnju, ili na ukupnu proizvodnju. U drugom slučaju, cene se objašnjavaju interakcionim uticajem ponude i tražnje, i politikom cena u pojedinim sektorima bez zanemarivanja promena ukupne tražnje, koje utiču na krivu tražnju u pojedinačnim sektorima privrede. Fiskalisti, u tom kontekstu, koriste relativne

977 R. Selden, The Postwar Rise tn the Velocily of Money, Journal of Finance, decembar 1961, st. 483-545.

978 R. Basman, The Brookings Quarterly Econometric Model: Science or Number Mysticism? u K. Brunner (Ed.), Problems and Issues in Current Econometric Practice, Columbus, Ohio, 1972. i R. Lukas, Econometric Policy Evaluation: A Critique, CarnegieRochester Conference Series, tom I, North-Holland, Amsterdam, 1976.

979 F. Hahn, Money and Inflation, Basil Blackwell, Oxford, 1982., R. Jackman, The Economics of Inflation, M. Robertson, Oxford, 1981, K. Lahiri, The Econometrics of Inflationary Expectations, North-Holland, Amsterdam, 1981., J. Hudson, Inflation – A Theoretical Survey and Svnthesis, G. Allen and Umvin, London, 1982. i TJ. Doughertv, Controling the New Taxation, Heath, Lexington, Books, Toronto, 1981.

cene, dok monetaristi koriste agregatni pristup nivou cena Za ove druge, pojedinačne cene po sektorima ne utiču na opšti nivo cena, osim na relativne cene. Monetaristi, doduše, analiziraju promene količine novca radi utvrđivanja njihovoguticaja na promene efektivne tražnje i razlažu promene ukupne tražnje na promene proizvodnje i promene cena (Carson).[980]

Monetaristi u osnovi ne prihvataju postavku o inflaciji generisanoj porastom troškova iz razloga što smatraju da je privredni sektor stabilan i da su pojedinačne pojave beznačajne.[981] Jer, kada je u pitanju inflacija tražnje porast cena u jednom sektoru treba da izazove smanjenje cena u drugom sektoru kako bi privredni sektor ostao stabilan. Stoga, po makroekonomskim monetaristima ponašanja cena u pojedinim sektorima su bez uticaja na opšti nivo cena, što značajno odstupa od kejnzijanskih shvatanja o nivou cena.[982] U kejnzijanskom modelu nivo cena je determinisan ukupnom ponudom i ukupnom tražnjom, koja nije data veličina.[983] Za fiskaliste je ukupna tražnja varijabilna, dok je za monetariste ukupna tražnja determinisana količinom novca. Porast cena u sektoru h ne menja ukupnu tražnju, jer ona zavisi od novčane mase. Doduše, porast nivoa cena, povećavajući kamatnu stopu, povećava brzinu opticaja novca. Ali, monetaristi to zanemaruju, jer smatraju da je elastičnost tražnje novca u odnosu na kamatu, niska. Za kejnzijance je novčana masa samo jedan od mnogih faktora koji uplivišu na tražnju, i stoga, porast cena u sektoru h izaziva smanjenje realne novčane mase, ali utiče na povećanje marginalne efikasnosti investicija u datom sektoru. U osnovi, kejnzijanci zanemaruju dejstva porasta cene dobra h na ukupnu tražnju (O. Eckstein i G. Fromm), budući da je Keynes smatrao da su cene determinisane stopom nadnica i marginalnom realnom produktivnošću, a ne makroekonomskim faktorima (kao što su količina novca i brzina opticaja.[984] Međutim, u poslednjim godinama kejnzijanci uglavnom procenjuju cene na bazi kretanja troškova, (a ne na bazi kretanja tražnje) usled dihotomičnosti krive ponude u uslovima pune zaposlenosti (ili usled verovatnog stapanja kejnzijanske i institucionalističke škole)[985] iako promene troškova mogu biti uzrokovane promenama tražnje (Sagan).[986] No, i pored toga, u polemici između monetarizma i kejnzijanizma, ortodoksni monetaristi ne moraju da prihvate tipičan monetaristički stav, jer mogu da tvrde (iako porast cena proizvoda X u krajnjoj liniji smanjuje cene drugih proizvoda, kratkoročno) da će porast cena delovati na smanjenje njihove proizvodnje, a ne na njihove cene; dok kejnzijanci, isto tako, mogu da prihvate tipično monetarističko gledište, a da ne odstupe od osnovnog kejnzijanskog stava (Mayer).[987] Prema tome, razlika

[980] Keith Carson, A Monetarist Model for Economic Stabilization, Federal Reserve Banc of St. Louis, Review, Vol. 52, april 1970, st. 7-25.

[981] L. S. Davidson, Inflation, Misinformation and Monetary Policy, Federal Reserve Bankof St. Louis, Review, 6/82, st. 15-26., L. Colmfors, Output, Inflation and The Terms of Trade in a Small Open Economy, Kvclos 1/83, st. 40-64. i P. A. Vostrikov, Inflacia idei ob inflacll, Politizdat, Moskva, 1982., st. 1947, A. N. Phillips, Employment, Inflation and Growih, Economica, februar 1962. i RJ. Gordon, Recent Developments in the Theory of Inflation and Unemployment, Journal of Monetary Economics, april 1976, st. 185-219.

[982] K. Carlson, Moneu, Inflation and Economic Growth, Federal Reserve Bank St. Louis, Review, april, 1980, st. 13-19., J. P. Fitoussi, Inflation, ćquilibre et chćmage, Cujas, Paris, 1973. i S. Weintraub, Capitalism, Inflation and Unemployment Crisis, Addison Wesley, 1978., O. Eckstein i R. Brunner, The Inflation Process in the United States, u O. Eckstein, Parameters and Policies in the U. S. Economy, Amsterdam, 1976. i A Montesano, La nazione di Illusione monetaria, Rivista di politica economica 11/81, st. 1107-1115.

[983] Sidney Weintraub, Keynes and the Monetarists, New Brunwick, N. York, 1973, st. 36-41.

[984] Densi Karnosky, A Primer on the Consumer Price Index, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol, 56., juni 1974., st. 78.

[985] W. Nordhous, Pricing in the Trade Cycle, Economic Journal, septembar 1972, st. 853-884.

[986] Ph. Kagan, Inflation: The HydraHeaded Monster, Washington, 1974, st. 20-25.

[987] OECD, Le role de la politiquc monetaire dans la regulation. L'experance de six grands pays de l'OECD, Paris, 1975. u La mesure des effets de l'inflation sur le revenu, L'epargue etre partimoine, Paris 1983. i A. S. Courakis (Ed.), Inflation, Depression and Economic Policy in the West, Mansel – Alexandrine Press, Oxford, 1981.

između postavke monetarističke teorije u kratkoročnom aspektu (jer sadrži kejnzijanske elemente) u dugoročnom aspektu (pošto usvzja postavke klasične kvantitativne teorije novca) unekoliko vodi konvergirajućim stavovima monetarista i kejnzijanaca.[988]

U klasičnoj kvantitativnoj teoriji novca cene robe su određene ukupnom količinom novca, tako da ukoliko se količina novca povećava cene robe rastu, s tim što se vrednost novca smanjuje pod uslovom da je količina robe nepromenjena.[989] Nastojanje inflatornog procesa objašnjava se, dakle, porastom količine novca u opticaju. Iz poznate jednačine razmene ili proširene varijante kvantitativne jednačine proističe da su cene više, ukoliko je veća količina novca u opticaju i/ili ukoliko je veća brzina opticaja novca pri nepromenjenom obimu dobara na tržištu. Prema tome, novac multiplikovan brzinom svog opticaja identičan je opštem indeksu cena multiplikovan obimom transakcija (Friedman), pri čemu se brzina opticaja opservira kao konstantna (kratkoročno). Promene količine novca odražavaju se ili u cenama ili/i u količinama proizvoda. Nivo cena je određen monetarnim faktorima, a realni dohodak, realnim faktorima. Generalni stav monetarista ogleda se u tome što oni smatraju i veruju da su promene novčane mase bazična i primarna determinanta promene ukupne tražnje.[990] Stoga se inflacija može kontrolisati isključivo regulisanjem novčane mase, jer je samo relativno stabilan monetarni rast reprezentanta fundamentalne instrumentalne varijabile u politici ekonomske stabilizacije.[991]

Novčana masa reprezentuje faktor koji presudno utiče na nivo cena, jer između količine novca i promene nivoa cena postoji stabilna empirijska veza. Međutim, potrebno je praviti razliku između delovanja monetarnog rasta na promene u cenama i proizvodnji na kratak i dugi rok. U uslovima nedovoljnog korišćenja proizvodnih faktora povećanje novca na kraći rok izaziva prvo povećanje realne proizvodnje, a potom povećanje cena.[992] Na dugi rok, povećanje količine novca indukuje povećanje opšteg nivoa cena sa skromnim efektom na realni rast,[993] budući da rast proizvodnje na duži rok ne zavisi od stope monetarnog rasta već od realnih faktora.[994] Promene u količini novca na dugi rok, dakle, deluju na privrednu aktivnost (društveni proizvod) uticajem na cene ili/i uticajem na realne parametre proizvodnje. Prema tome, imperativno je potrebno da količina novca raste u skladu sa rastom proizvodnje i stanovništva uvećane za prihvatljivu stopu inflacije kako bi se sprečilo da monetarne promene postanu izvor poremećaja u privredi (budući da jako fluktuiranje cena nepovoljno deluje na stabilnost i privredni rast).[995] Privreda, po

---

988 E. Fama i W. G. Schwert, Inflation, Intercst and Relative Prices, Journal of Business, juni 1979, st. 183-209., B. T. McCallum, Ralional Expectation and Macroeconomic Stabilization Policy, Journal of Moneu, Credit and Banking, novembar 1980., st. 716-746., R. C. Fair, 'An Analysis of the Economy of four Macroeconometric Models, Journal of Political Economy, avgust 1979, st. 701-718. i R. Lucas, Understanding Business Cycles, u K. Brunner i A. H. Meltzer (Ed.), Stabilization of the Domestic and the International Economy, N. York, 1977.

989 F. Hahnn, Moneu and Inflation, Oxford, Basil Blackweil, 1982., J. Hicks, Moneu, Interest and Wages, Oxford, Basil Blackwell, 1982., J. Hudson, Inflation – A Theoretical Survey and Synthesis, London, G. Allen and Unwin, 1982.

990 L. C. Andersen i K. M. Carlson, A Monetarist Model for Economic Stabilization, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, april 1970. sg. 79.

991 Za razliku od klasične kvantitativne teorije (koja je uticaje novca vezivala samo za cene), monetaristi opserviraju (teorijski i empirijski) uticaj novca na kratak i dugi rok iz razloga što se pedantno bave ispitivanjem ponašanja agregatnog nivoa cena i na dugi rok.

992 Smanjenje količine novca na kraći rok provocira opadanje realnog proizvoda.

993 Smanjenje količine novca na dugi rok izaziva ili opadanje ili stabilizaciju cena.

994 K. Levalski, Der neue Monetarismus, Wirtschaftsberichte, Creditanstalt Bankverein 3/76

995 A. Curierman, The Relationship between Relative Prices ancj the General Price Level. A Suggested Interpretation, American Economic Review, juni, 1979, st. 444-447., Z. Herkowitz, Money and the Dispersion of Relative Price, Journal of Political Economy, april 1981., st. 328-356., R. W. Parks, Inflation and Relative Price Variability, Journal of Political Economy, februar 1978., st. 79-96 i K. Brunner, A. Cukierman i A. N. Meltzer, Stagflation, Persistent Unemployment and the Permanence of Economic Shocks, Journal of Monetary Economics, oktobar 1980., st. 467-492.

Fridmanu,[996] ima ugrađene mehanizme uravnoteženja u dugoročnom trendu. Državna intervencija, u tom ambijentu, samo pogoršava proces uravnoteženja. I, da ne bi toga bilo, potrebno je državnu intervenciju u potpunosti supstituisati dugoročnim pravilom o kretanju novčane mase u smislu opiranja stabilnog rasta koji treba da supstituiše i diskreciono pravo monetarnih vlasti da odlučuju o promenama količine novca. Međutim, dosta kontroverzno pitanje korelacije inflacije u stope rasta, odnosno zaposlenosti izgleda da dobija definitivan odgovor u smislu da inflacija blokira rast i indukuje disproporcije u razvoju.[997] Iz tih razloga, sve se više napuštaju stavovi o cf imulativnom dejstvu inflacije na privredni rast u korist stavova koji dokazuju da inflacija vodi privrednoj retardaciji usled posledica slabog vođenja ekonomske politike i nemogućnosti efikasne kontrole cena i nadnica. Prednost, stoga, valja dati privrednom rastu, a ne monetarnoj stabilnosti, budući da se u uslovima uravnoteženog razvoja javlja reverzibilan uticaj stope rasta na cene. Samo visoka stopa rasta dovodi do slabljenja inflacionih pritisaka i smirivanja cena, odnosno samo privredna ekspanzija postaje faktor apsorbovanja inflatornih poremećaja i blokiranja rasta cena (strukturalisti i fiskalisti).[998]

U zemljama u razvoju dugo se smatralo da inflacija dovodi do povećanja akumulacije (kroz sistem preraspodele nominalnih, inflacioniranih dohodaka), povećanja investicione potrošnje (uzajamnim delovanjem principa multiplikacije i akceleracije), preraspodele realne kupovne snage u korist štednje i deficitarnog finansiranja razvoja (sredstvima tzv. prisilne štednje), s tim što visoki novčani dohoci (profit, akumulacija), koji idu sa inflacijom, dovode do rasta investicija, zaposlenosti i proizvodnje.[999] Međutim, inflacija redovno vodi opadanju i slabljenju novčanih stimulansa za produktivniji rad, involviranju pritisaka na rast realnih nadnica, eliminisanju tzv. monetarne iluzije (računanjem sa realnim, a ne sa nominalnim dohocima), generisanju investicione tražnje iznad akumulacije (praćenje neracionalne potrebe kapitala, neefikasnih investicija i strukturnih disproporcija), indukovanju rasta lične tražnje i neracionalne potrošnje, omogućavanju eskalatornog retransfera nominalnog (inflatorno naduvenog) dohotka u javnu potrošnju, slabljenju izvoza, jačanju uvoznih apetita, podgrejavanju ekspanzije bankarskog kreditiranja i deficitarnog finansiranja potrošnje i razvoja i platnog bilansa, eksternog zaduživanja, i do širenja kumulativnog inflacionog procesa i derogiranja autentičnih tokova novčane akumulacije.[1000] Rast inflacije tako postaje sve više nezavisan od stope rasta i cikličnih kretanja, odnosno sve više autonoman proces samoreprodukujućeg tipa. Pri tome, teško je napraviti dinstikciju između bruto inflacije (koja simultano deluje na rast proizvodnje, zaposlenosti) i neto inflacije (koja se svodi na čist rast cena bez rasta proizvodnje i zaposlenosti).[1001] Uticaj međunarodne inflacije na nacionalnu privredu, koja zavisi od spoljnih činilaca u međudejstvu sa domaćim

[996] M. Friedman, A Theoretical Framework for Monetary Analysis, Journal of Political Economy, mart-april 1970. i A Monetary Theory of Nominal Income, Journal of Political Economy, mart-april 1971.

[997] Dr S. Komazec, Strategija stabilizacije ekonomskog sistema, "Štampa", Šibenik 1978., st. 285-344.

[998] E. K. Browning i J. M. Browning, Public Finance and the Price System, Macmillan, London, 1979., C. Gouriero, J. J. Laffont i A. Monfort, Rational Expectations Model. Analysis of the Solutions, INSEE, maj 1979., i L. Prosperitetti, A Phillips Curve for the Italian Economy? A Comment on Modigliani and Tarantelli, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, decembar 1981, st. 447-454.

[999] Dr S. Komazec, Inflatorni mehanizam i deficitno finansiranje razvoja, Direktor 10/83 st. 51-58.

[1000] J. A. Trevitick i M. Charles, The Economics of Infaltion, Martin Robertson, London, 1975., H. Leibenslein, The Inflatton Proeess: A MicroBehavioral Analvsis, American Economic Review 2/81, st. 368-373. i M. Eichenbaum, A Rational Expectations Equilibrium Model of Inventories of Finished Goods and Employment, Joumal of Monetary Economics, avgust 1983, st. 259-277.

[1001] D. Jaffee i E. Kleiman, The Welfare Implications of Univen Inflation, u E. Lundberg (Ed.), Inflation Theory and Antiinflation Theory, Macmillan, London 1977, st. 285-307. i A. Cukierman i P. Wachtel, Differential Inflationary Expectations and the Variability of the Rate of Inflation: Theogu and Evidence, American Economic Review, septembar 1979, st. 595-609.

strukturnim faktorima, uglavnom se odvija sledećim kanalima prenošenja:[1002] (1) direktan uticaj cena robe koja je predmet trgovine, (2) promene u tražnji za izvozom zemalja u razvoju po osnovu promene u nivou dohotka trgovinskih partnera i (3) monetarni uticaj na spoljnu likvidnost.

Porast globalne tražnje u razvijenim zemljama dovodi do odgovarajućeg porasta tražnje za izvozom primarnih proizvoda iz zemalja u razvoju i, preko toga, do podsticanja rasta zarada i izdataka u privredi zemlje izvoznice, što, uz datu neelastičnost u ponudi, dovodi do porasta nivoa domaćih cena. Pored toga, cene robe koja je predmet međunarodne razmene u značajnoj meri su određene spolja, tako da porast cena mora direktno da prenosi inflaciju. Povećanje cena uvezenih finalnih proizvoda i reprodukcionog materijala utiče na indeks potrošačkih cena i porast domaćih troškova proizvodnje, pri čemu povećanje domaćih cena dovodi do većeg platnog deficita, iznuđuje depresiranje nacionalne valute i poskupljuje iznova uvozne sadržaje.[1003] Troškovi javnog sektora pri snabdevanju dobrima i uslugama teže da se povećavaju po istoj stopi kao i nivo cena, dok odgovarajući rast poreskih proizvoda zavisi od elastičnosti poreskog sistema prema promenama u nominalnom dohotku koji se znatno razlikuje po niskosti u većini zemalja u razvoju. Poreski prihodi prate promene u dohocima koji se oporezuju sa relativno dugim vremenskim pomakom.[1004] Na taj način, deficiti budžeta teže porastu u periodu ubrzane inflacije, pri čemu dodatna javna zaduživanja povratno pojačavaju domaće posledice inflacije. A to, u krajnjoj instanci, dovodi ili do stezanja domaćih finansijskih sredstava raspoloživih za privatno investiranje uz intenziviranje pomenutih problema koji nastaju zbog promena u strukturi proizvodnje kao reakcija na inflaciju, ili do povećanja domaće novčane mase, davanjem novog vida ispoljavanja domaće inflacije. U pokušaju da objasni inflaciju u zemljama u razvoju, konvencionalna georija naglašava ulogu stvaranja novčane mase. Monetaristi dokazuju da inflacija dovodi do previsoke ponude kreiranog novca radi finansiranja budžetskog deficita.[1005] Inflacija teži samoobnavljanju, jer je budžetski deficit sam po sebi u funkciji stope inflacije: izdaci države rastu sa inflacijom, dok prihodi zaostaju zbog zakašnjenja u ubiranju poreza. Pristalice teorije strukturne infalcije, pak, dokazuju da monetaristički pristup ne uzima u obzir prirodu strukturnih promena svojstvenih procesa razvoja.

Kada se inflacija u poljoprivrednom i industrijskom inputu prenosi putem uvoznih cena, konačan efekat na raspodelu dohotka zavisi od elasticiteta cena tražnje potrošača za raznim kategorijama uvezenih finalnih proizvoda i za domaćom robom sa visokim uvoznim sadržajem.[1006] I, pošto je cenovni elasticitet nizak, uvoznici prenose više uvozne cene na krajnje potrošače, obezvređujući njihove realne nadnice i čuvajući sopstvene profite. No, i pozitivni efekti investiranja u sektor izvoza i supstituciju uvoza su ograničeni. S druge strane, kada vrednost uvoza raste više od izvoza, realni gubitak

[1002] Posledice inflacije u svetu na zemlje u razvoju (prevod), Finansije 12/83, st. 77.

[1003] R. Lucas, Some International Evidence on Output Inflation Tradeoffs, American Economic Review, juni 1973, st. 326-334., A. M. Okun, The Mirage of Steadv Anticipated Inflation, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, 1971., st. 485-498. i E. Foster, The Variability of Inflation, Review of Economics and statistics, avgust 1978., st. 346-350.

[1004] P. S. Heller, Uticaj inflacije na fiskalnu politiku zemalja u razvoju, Staff papers, decembar 1980. i V. Tanzi, Inflacija, zastoji u prikupljanju i realna vrednost poreskih prihoda, Staff papers, mart 1977.

[1005] B.B. Aghevli i M. S. Khan, Vladini deficiti i inflacioni procesi u zemljama u razvoju, Staff papers, septembar 1978.

[1006] D. F. Gordon i A. Lynes, On the Theory of Price Dynamics, u E. S. Pheips i dr., Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theogu, Norton, N. York, 1970., st. 369-396. I R. E. Lucas, An Equilibrium Model of the Business Cycle, Journal of Political Economy, Vol. 83, 1975., st. 1113-1144. i M. Blejer i L. Leiderman, On the Real Effects of Inflation and Relative Price Variabilitv: Some Empirical Evidence, Review of Economics and Statistics, novembar 1980.

od neto pogoršanja trgovinskog bilansa je u velikoj meri prebačen na račun dohodaka sa realnim nadnicama. Uticaj neposrednog prikopčavanja međunarodnih cena na inflaciju u zemljama u razvoju povezan je i sa sistemom deviznih kurseva. U sadašnjem hibridnom sistemu deviznih kurseva, zemlje u razvoju su prihvatile aranžmane po kojima su njihove valute vezane ili za dolar ili za valute njihovih trgovinskih partnera ili za specijalna prava vučenja ili na korpu valuta. Pri tome, svaka promena u deviznom kursu pogađa zemlje u razvoju, mada su "teži" uticaji promena u cenama prenetim iz zemlje za čiju valutu je vezana njihova valuta. No, i monetarni kanal prenošenja inflacije funkcioniše putem uticaja koji spoljna likvidnost ima na privredu zemalja urazvoju, budući da rast deviznih rezervi dovodi do porasta domaće monetarne baze. Svetska inflacija i politika koju slede razvijene zemlje za obaranje inflacije rađaju posledice na tekućim računima zemalja u razvoju, usled porasta cena njihovog uvoza, nedovoljno kompenzovanog odgovarajućim porastom izvoznih cena, zbog smanjenja obima izvoza i u novije vreme zbog znatnog porasta plaćanja po kamatama proisteklim iz rasta svetskih kamatnih stopa. Nekada se govorilo da inflacija erodira vrednost spoljnog duga i da stoga predstavlja srećan dobitak za dužnike. Taj zaključak je, međutim, važio sve do trenutka kada kreditori u potpunosi ne anticipiraju inflaciju pri određivanju kamatnih stopa. No, sa rastućom praksom garantovanja revolving kredita, koji pružaju permanentnu mogućnost adjustiranja kamatnih stopa, kreditori brzo prilagođavaju kamatne stope promenama u stopi inflacije. Nominalne kamatne stope adjustirane za inflaciju,[1007] odnosno realne kamatne stope su znatno povećane i prouzrokovale su značajan porast plaćanja po kamatama za sve zemlje u razvoju. Kreditori su na taj način rekompenzovali svako moguće smanjenje realne vrednosti preostalog duga. Frapantan porast kamata obeshrabrio je dugoročno pozajmljivanje u tzv. krizi povećanja i uticao na skraćenje dospeća duga, kao i na povećanje tereta njegovog servisiranja.

7. PLATNOBILANSNA POLITIKA I POLITIKA ZADUŽIVANJA

1. Pre pet ili šest godina Evropljani su se bunili da slab dolar i visoka američka inflacija prete da preplave njihov kontinent jeftinom američkom robom i američkom kapitalu omoguće da ovlada evropskim biznisom. Sada, pak, negoduju da jak dolar i niska američka inflacija odvlače evropski kapital u SAD, pokrivajući visoki američki bucetski deficit. Ekonomske dijagnoze već pokazuju da su uzrok usporavanju privrednog rasta visoke kamatne stope i precenjen dolar, koji su omogućili da se u SAD prelije oko 350 mlrd. S stranog kapitala radi olakšanja tereta visokog bucetskog deficita. No, snažan dolar nije uvek prednost bez mane, jer poskupljuje američku robu što smanjuje izvoz, povećava uvoz i logički dovodi do usporavanja rasta. Usled toga, najverovatnije je da će različite ekonomske škole nastaviti da se spore oko ukupnih rezultata politike jakog dolara i visokih kamata, koja konačno, sasvim izgledno, vodi u recesioni krug, ukoliko se urgentno ne smanji budžetski deficit. Vreme od početka 1980. je obeleženo kao vreme jačanja dolara sa direktnim i indirektnim uticajima na kurs monetarne i devizne politike razvijenih zemalja. Period 198083. god. je period visokih kamatnih stopa koje su privukle

[1007] A. Cukierman, Rational Expectations and the Role of Monetary Policy – A Generalization Journal of Monetary Economics, april 1979., st. 213-229., B. Friedman, Optimal Expectations and the Extreme Information Assumptions of Rational Expectations Macromodels, Journal of Monetary Economics, januar 1979., st. 23-42. i R. J. Shiller, Rational Expectations and the Dvnamic Structure of Macroeconomic Models: A Critical Review, Journal of Monetary Economics, januar 1978., st. 144.

novac i kapital u dolar i izazvale bekstvo iz ostalih valuta (zemalja sa nižom stopom inflacije i nižom kamatnom stopom). Apresirani dolar je mnogim zemljama povećao račun za naftu, pogoršao "tcrms of trade" i smanjio kupovnu moć izvoza. Usled toga, mnoge zemlje su nastojale da odbrane svoju valutu povišenjem kamatnih stopa, čime je došlo do tzv. konkurentnog povišenja kamata da bi se sprečio odliv kapitala i da bi se izjednačile kamatne stope. Cena kapitala je na taj način postala preskupa za investicije, a "rast kamatnih stopa" je samo pojačao recesiju i odložio početak ekonomske obnove* Mnoge neizvesnosti bile su izazvane spregom visoka inflacija – jaka valuta (npr. SAD) i spregom niska inflacija – slaba valuta (npr. Z. Nemačka), kao kontrapart. I Jstovremeno, došlo je do sinhronizovanih nastojanja na apresijacijama (konkurentna apresijacija da bi se izvezla inflacija i odustajanja od izvoza nezaposlenoeti, tzv. konkurentnim depresijama). Iz raznih motiva sve su zemlje rešile da vode restriktivnu monetarnu politiku u vreme recesije, što ranije nikada nije bio slučaj. Monetarna politika se tako stavila u službu deviznog kursa. Intencije su bile da se valuta održi apresiranom da bi se postigla domaća slabost, povoljniji priliv na računu kapitala, jeftiniji uvoz u prvoj fazi dejstva povoljnijih terms of tradc zbog apresiranosti, iako valja očekivati dejstvo skupljeg izvoza na pogoršanje trgovinskog i platnog bilansa, kada se u drugoj fazi izmenjeni terms of traclc odraze u vidu manjeg obima izvoza i većeg obima uvoza Depresiranost se pak ocenjuje kao faktor koji uvozi inflaciju, odliva kapital, poskupljuje uvoz u prvoj fazi dejstva promene u vrednosti valute, iako bi to značilo povoljno dejstvo jeftinijeg izvoza, poboljšanje bilansa spoljnih plaćanja, smanjenje uvoza i domaće potrošnje u drugoj fazi, kada tcrms of trade budu izraženi u većem obimu izvoza. Široka lepeza fluktuiranja deviznih kurseva ključnih valuta (dolar, funta, marka, jen, franak) uglavnom je uslovljena razlika u stopama inflacije i kamatnim stopama. Zemlje koje su, pak, doživele slabljenje svojih valuta zbog platno bilansnih deficita shvatale su konačno da je neizbežna orijentacija zaštite deviznog kursa posredstvom povećanja kamatnih stopa U stvari, u slučaju izbegavanja uvezene inflacije inducirane pogoršanim "terms of trade" pomerilo je težište politike na devizni kurs i očuvanje njegove stabilnosti.

Depresijacija valuta deluje na preraspored tražnje i preko svojih dejstava na terms of trade. Depresijacija, isto tako, smanjuje domaći dohodak i domaću tražnju. Konačno, povećanjem neto obima izvoza podstaknutog depresijacijom negativna dejstva se kompenzuju spoljnom tražnjom. Depresijacija zapadnoevropskih valuta prema dolaru (ECU je pao za 28% samo u periodu 198081. god.) primorala je ove zemlje da preduzmu restriktivne monetarne mere i da visokim kamatama brane svoju valutu, iako su bile svesne da time koče rast, investicije i zaposlenost. Oštrije kreditne restrikcije u smislu smanjenja obima likvidnosti i ograničenja monetarnog rasta za podsticanje cilja – borba protiv instalisane i uvezene inflacije – dozvoljavale su ekspanziju kamatnih stopa radi sprečavanja odliva kapitala, koji depresira valutu i uvozi inflaciju i recesiju. Nekadašnji začarani krug: inflacija – restriktivna monetarna politka visoke kamate – recesija, po starim tradicionalnim šemama, se ponovo okreće suprotno logici monetarista da će deceleracija stopa inflacije stvoriti uslove za privrednu obnovu i postepeno snižavanje kamatnih stopa sa novim podsticajima na investicije i novu zaposlenost. No, visoki budžetski deficiti na tržištima novca istiskuju potencijalne investitore, povećavaju kamate i produbljuju recesiju, što je suprotno logici ekonomike ponude da na osnovu smanjenja poreza dolazi do obnove privredne aktivnosti i rasta investicija, i do obimnijeg rasta baze oporezivanja, koja, uprkos nižim poreskim stopama, omogućava porast poreskih prihoda i smanjenje budžetskih deficita. Fiskalni stimulans bio je, prema tome, nedovoljan za neutralisanje deflacionog dejstva restriktivne monetarne politike. Nastaviti politiku u skladu sa tezama

ekonomike ponude, neminovno dovodi do novih inflacionih spirala preko budžetskih deficita (restriktivni poreski prihodi i ekspanzvni budžetski rashodi). Nastaviti restriktivni kurs monetarne politike u skladu sa monetarističkim tezama, neminovno vodi produbljavanju recesije preko visokih kamatnih stopa. Nepovoljno dejstvo eventualnog kombinovanja za sada nedovoljno definisanog pravca fiskalne politike i oštrog kursa monetarne politike u krajnjoj instanci vodi instalisanju stagflacije.

Recesija, inflacija i troškovi službe javnog duga po osnovu povećanog alimentiranja budžetskih deficita povećali su tzv. transferna plaćanja. Nemonetarno finansiranje budžetskih deficita kombinovano sa mogućim oživljavanjima inflacije preko depresijacije valuta dovelo je do povećanog uzlaznog pritiska na kamatne stope. Nemačka savezna banka je skoro došla do lapidarnog zaključka u svom godišnjem izveštaju, da sva iskustva od početka uvođenja plivajućih kurseva pokazuju da se samo intervencijama na deviznim tržištima ne može na srednje i duže rokove uticati na kretanje valutnih kurseva Švajcarski praktičari su, pak, došli do zaključka da nestabilnosti na deviznim tržištima imaju uglavnom dva uzroka: slobodan promet kapitala, koji se u mnogim zemljama otežava intervencijama i propisima, i kratkoročna novčana i fiskalna politika, koje u mnogim zemljama ne dopuštaju jednoznačno relativno pouzdano procenjivanje dugoročnog inflatornog trenda. Iz tih razloga se insistira da se pre aktivnog intervenisanja na deviznom tržištu politika novca i fiskalš politika srednjoročno utvrde i da se regulativne mere u međunarodnom prometu kapitala eliminišu, jer dosadašnje čiste intervencije umesto očekivane stabilnosti valutnih kurseva, dovodile su isključivo do pojačanih oscilacija.

Platni bilans SAD već odavno ne produkuju veće dolarske suficite u svetu, koji su svuda, delovali kao inflatorni potencijal. Nema više ni cinovskih suficita u petrolejskim zemljama. Ne postoje, dakle, značajni uzroci velikih kursnih skretanja. U takvim okolnostima, emisione banke bi mogle da valutne kurseve, do kojih dolazi usled zaprljanog flotinga, koriste kao signale. Naime, ukoliko se pokaže da sopstvena valuta na tržištu jača utoliko emisiona banka može da olabavi mere politike novca i da snizi kamatnu stopu; i, obrnuto, ako na tržištu dođe do slabljenja položaja sopstvene valute, emisiona banka mora da reaguje pooštravanjem mera politike novca i povećavanjem kamatnih stopa. Dakako, fiskalna politika treba da dopuni napore monetarne politike, jer samo dobro koordinisane politike onemogućavaju jaka kursna odstupanja. Pored toga, pošto povratak na čvrste, od strane država reglementirane, kurseve nije moguć, kao ni prihvatanje enormne kursne oscilacije, po svoj prilici put ka zajednički usaglašenoj ekonomskoj politici je izgleda nova sudbina kao treća orijentacija Cene i kamate, pa i ključni troškovi, kao da konačno moraju biti usmereni ka zajedničkim ciljevima, jer upravo razlike u cenama i kamatama među zemljama imaju odlučujući uticaj na dimenzije skretanja valutnih kurseva i na njihov budući razvoj. Politika kamata je bila subordinirana politici deviznog kursa u većini zemalja. U onim zemljama, u kojima nisu prilagođene kamatne stope, dolazilo je do preduzimanja obimnijih deviznih intervencija da bi se podržali devizni kursevi, što je ugrožavalo nivo deviznih rezervi. U skoro svim zemljama je, dakle, došlo do uzajamne povezanosti cene novca, kredita i spoljne vrednosti valute, ali i do konfliktnosti između nisko postavljenih stopa rasta monetarnih agregata i visokog bucetskog deficita. Dileri već anticipiraju dalji skok dolara, jer se nagoveštavaju nova povećanja kamatnih stopa u cilju ograničenja kreditne aktivnosti banaka na tržištu kapitala i većeg korišćenja novca za pokriće američkog deficitarnog budžeta.

Monetaristički orijentisana politika Federalnih rezervi SAD na čelu sa Volckerom od 1979. god. stavlja u epicentar jak dolar, visoke kamatne stope, striktnu kontrolu novčane mase (čija su adjustiranja uklopljena u tromesečna razdoblja) i liberalizovano tržište. Monetarna ekspanzija je u većini zemalja OECD bila rigorozno monetaristička i konstantno restriktivna (SAD, V. Britanija, Holandija, Z. Nemačka, Kanada, Švajcarska, Francuska i Japan). Politika jakog dolara i visokih kamata omogućila je masovni ulazak stranog kapitala u SAD. No, uprkos ulasku stranogkapitala i obaranju inflacije, nije došlo do očekivanog oživljavanja investicione aktivnosti u zemlji već obrnuto – dovelo je do neočekivanog rasta produktivnih investicija SAD u inostranstvu. Blagi porast domaće proizvodnje usled naglog rasta unutrašnje potrošnje, međutim, otvara mogućnost za različite interpretacije o perspektivi američke privrede, pogotovu kada se u opservacije uključi zabrinjavajuće veliki budžetski deficit. Jer, visoki budžetski deficit involvira porast kamatne stope i umanjuje motivacije plasmana privatnih štediša u produktivne punktove. Time je, u osnovi, pokrenuta mogućnost podmetanja finansiranja američkog budžetskog deficita stranom kapitalu, s obzirom da Feldstein tvrdi da finansiranje budžetske potroa1nje uvoznim kapitalom direktno amortizuje rast kamatne stope. Međutim, poslovni svet, sumnjajući u kvalitet inokapitala, smatra da je reč o tzv. vrućem novcu, koji u datom trenutku, usled izmenjenih ekonomskopolitičkih konstelacija, može svojim povlačenjem da gurne dolar u duboku provaliju, iako Triffin tvrdi da to, u uslovima precenjenog dolara, nije moguće. No, sumnja time nije otklonjena, budući da je ocenjeno da precenjenost dolara za 20% i deficit platnog bilansa izazvan jakim realnim stupnjem apresijacije kursa dolara usporava rast društvenog proizvoda za 60%. U periodu 19791982. god. značajno je modifikovan odnos između dolara i marke, odnosno franka u korist dolara,[1008] pošto je paritet povećan od 1 $ = 1,7315 DM u 1979. god. na 1 S – 2,3477 DM u 1982. god., odnosno od 1 $ = 4,020 FF na i S = 6,004 FF. U 1983. god. u transakcijama je dolar vredeo čak 2,7810 DM, odnosno 8,2325 FF. Te godine, dakle, dolar je bio precenjen za 20 – 40%.

Svaki naredni uspon već precenjenog dolara potpomognutog visokim kamatama koči brži izlazak privreda zapadnoevropskih zemalja iz recesije. Pored toga, snažan dolar je smanjio atraktivnost američkoj robi na svetskom tržištu i pojeftinio uvoz, koji nije rastao usled snažnih protekcionističkih mera i praktične stagnacije domaćih cena. Diktat jakog dolara na svetskoj sceni zasigurno je već esktrapoliran, mada buduća margina njegovih intervalutarnih relacija može oslabiti u zavisnosti od kretanja produktivnih investicija i oživljavanja privredne aktivnosti u SAD. Delotvornost politike čvrstog dolara, ipak, ostaje pod sumnjom, iako, je stabilnost dolara relativno osigurana. No, Greenspan drži da čvrst dolar nije i zakonito opasan. Dnevne kursne klackalice sa dolarom već duže vreme pokazuju da je dolar na berzama nastavio da "potapa" praktično sve zapadnoevropske valute, jer je evidentno da je tzv. realni kurs dolara sigurno niži za 1/4 od trenutnog "izbornog" kursa. II, doista, do kraja jula 1983. god. svet je suočen sa epizodom erupcije na deviznim tržištima pod pritiskom jakogdolara, jer i trajna intervencija (SAD, Z. Nemačka i Japan) za sprečavanje rasta vrednosti američke valute na međunarodnim berzama nije dala željene rezultate. To se vidi po tome što je nominalna vrednost američkog dolara prema zapadnonemačkoj marki porasla 50% u periodu 19801983. god. (od 1,89 DM na 2,83 DM) i što je svaki skok dolara za 1% poskupljivao zapadnonemački uvoz za 1 mlrd, S. U ovakvim uslovima pred centralnim bankama stajale su sledeće mogućnosti: pariranje dolaru kombinacijom intervencija na tržištu prodajom dolara i

[1008] La dependance monétaire de l'Eeurope, Conjoncture, mart 1982.

čvrste monetarne politike, povećanje diskontne i/ili lombardne stope za zaštitu svoje valute.[1009] U tom smislu, Z. Nemačka je samo za progekle dve godine žrtvovala oko 2 mlrd. S da bi svoju valutu zaštitila berzanskih poremećaja izazvanih skokom vrednosti američke monete, koja je sredinom januara 1984. god. dostigla nivo od 2,8258 DM, što je najviši domet dolara prema DM za proteklih deset godina Zapadnonemačka marka je samo za godinu dana prema dolaru izgubila 14%, a za poslednje četiri godine čak 40% svoje vrednosti. Od 1980. god. devizni kursevi, u sklopu regulisanog fluktuiranja valute i fluktuiranja kurseva između valutnih blokova, su pokazali tendenciju da reaguju na postojeću i očekivanu situaciju na tekućim računima bilansa plaćanja, i da reaguju na razlike u nivoima kamatnih stopa u kratkoročnoj perspektivi i na razlike u stopi inflacije mada znatno manje nego što se pretpostavlja u klasičnoj teoriji pariteta kupovne moći. Devizni kursevi osetnije su reagovali na dugoročnu tendenciju suficita ili deficita u bilansima plaćanja po tekućem računu nego na razlike u kamatnim stopama. Razlike u stopama inflacije nisu bile presudne za devizni kurs: zemlje sa niskom inflacijom mogle su da imaju depresirajuću valutu, a zemlje sa apresirajućom valutom imale su visoku stopu inflacije. Pravac kretanja efektivnih kurseva, uglavnom, je bio konzistentan sa procesom međunarodnogusklađivanja pojedinih zemalja, ali su spoljni uticaji, koji su dolazili od deficita ili suficita na tekućem računu, dovodili do preteranog apresiranja ili depresiranja nominalnog kursa. Spoljnotrgovinski tokovi su se sporo usklađivali sa promenama u relativnim cenama, tako je došlo do inicijalnog nepovoljnog dejstva depresijacije na cene i do povoljnog dejstva apresijacije na cene, iako se obim razmene nije izmenio u skladu sa novim terms of trade.

Restriktivna monetarna politika u uslovima jakih inflatornih pritisaka indukovala je opadanje privredne aktivnosti i zaokret na suficitu usled smanjenog uvoza sa negativnim dejstvom apresiranosti valute na profite marže, investiranje i na izvoznu konkurentnost. Restriktivna antiinflaciona politika prepustila je devizne kurseve slobodnom delovanju tržišnih sila. Devizne intervencije nisu bile efikasne u sprečavanju jačih fluktuacija deviznih kurseva vezanih za jake fluktuacije kamata koje su opet bile rezultat preteranog oslanjanja na monetarnu politiku u borbi protiv inflacije. Jaka kamatna arbitraža pokazivala je da akteri na tržištu po pravilu beže u valute zemalja sa visokom kamatom, ukoliko se ne očekuje skoro usklađivanje kurseva. Kao rezultat restriktivne monetarne politike, kamatne stope su uticale na priliv i odliv kapitala. Kamate su svojim nivoom i postale determinante deviznog kursa. Zemlje koje su uvozno zavisne i sa rigidnom strukturom izvoza, i uz slabu domaću kupovnu moć i spoljnu vrednost valute upadaju u začarani krug depresijacije – inflacije – depresijacije. To su zemlje sa irevisokim nivoom inflacije, sa niskom pokrivenošću uvoza izvozom, slabom spoljnom konkurentnošću, platnobilansnim problemima i spoljnim dugovima, neelastičnim tržithttem radne snage, visokom potrošnjom i tražnjom depresijacija vaggute u sistemu fluktuirajućih kurseva ne može da doprinese konkurentnosti izvoza, Povećanje domaće pene uvozne robe izazvano depresijacijom ne dovodi do smanjenja tražnje uvoza, jer je uvozna tražnja neelrstična na cene. Omanjenje spoljne cene izvozne robe, usled troškovne inflacije i permanentnog rasta domaćih cena i cena uvoznog inputa za domaću proizvodnju se, po pravilu, ne ostvaruje, i perspektiva izvoza slabi. Depresijacija se preko povećanja domaćih cena uvoza prebacuje na porast domaćih cena i nadnica, što izaziva pad proizvodnje, pad deviznih prihoda za uvoz, obaranje stope reinvestiranja u novu proizvodnju, pogoršanja trgovinskog bilanea. Depresijacija valute,

[1009] U 1982. god. Bundesbanka je snizila kamate, naročito eskontnu i lombardnu stopu, i intervenisala prodajom dolara radi zaštite marke.

dakle, ne može da doprinese rastu konkurencije, jer previsoki troškovi i previsoka inflacija poskupljuju proizvode preko procenta depresijacije. Dejstvo prevaljivanja cena skupog uvoza na domaće iene u ranjivim privredama na spoljne impulse i strukturno nestabilnim uslovima privređivanja neminovno se javlja u uslovima neelastične uvozne tražnje na cene i nefleksibilne ponude izvoza na eksterne promene. U takvim uslovima, devizni kurs deluje na interne cene i obrnuto. Opadajući realni kurs generira novu inflaciju, a ona postaje konstantan faktor erozije potencijalne konkurentnosti.

Prvi neposredni uzrok rasta tečaja dolara jeste relativno viši nivo američkih realnih kamata koje privlače svetski kapital, izazivajući povećanje tražnje dolara. Kamate su visoke zbog sniženja poreza biznisu, povećanja vojnih izdataka, povećanja budžetskog deficita, koji se pokriva zaduživanjem države na finansijskom tržištu i restriktivne monetarne politike, koja prepušta kamatne stope da slobodno fluktuiraju uporedo sa rastućom tražnjom zajmovnog kapitala. Drugi razlog povišenja tečaja dolara jeste višak svetskog kapitala van proizvodne sfere, budući da je sadašnja kriza, u čijem korenu leži višak instalisanog fiksnog kapitala i smanjenje profitne stope, izazvala smanjenje investicija i pojavu viška kapitala. Receptura je potražena u restriktivnoj politici, recesiji i nezaposlenosti s ciljem da se obore realne nadnice i povećaju profiti. Pošto je dolar glavna valuta u međunarodnim trgovinskim i finansijskim transakcijama, štete od trenutnih zbivanja sa dolarom su višestruke: (1) računi za naftu su u značajnom porastu, jer se cena nafte iskazuje u dolarima, (2) dužnici su prinuđeni da odvajaju više robe i usluga za njihova plaćanja, jer se oko 80% svih međunarodnih kredita iskazuju u dolarima, (3) izlazak ostalog sveta iz recesije se usporava zbog visokih kamata i skupog dolara – skup dolar otežava investiranje, a kamate se podižu u ostalim zemljama da bi se sprečio odliv kapitala u SAD. U aktuelnom trenutku, problem rasta kamatnih stopa i kretanja deviznih kurseva postaje značajan i osetljiv. Naime, pravilno kombinovanje i doziranje monetarnih i fiskalnih restrikcija u smislu slabljenja restriktivnog monetarnog kursa radi smanjenja pritisaka na tržištu novca i kapitala i jačanja fiskalne stege radi smanjenja budžetskih deficita trebalo bi da vodi u pravcu sniženja kamatnih stopa. Smanjenje kamatnih stopa pruža dovoljan prostor za jačanje fiskalie restrikcije bez negativnih reperkusija na projektovane stope rasta novčane mase. S druge strane, važno je pitanje u kojoj meri se može koristiti monetarna politika za postizanje većeg stepena kratkoročne stabilnosti deviznih kurseva bez ugrožavanja suzbijanja inflacije kao prioritetnog cilja.

Ranije se smatralo da fluktuirajući kursevi otklanjaju mogućnost za prenošenje efekata restriktivne politike jedne zemlje na druge, Međutim, danas se tek shvatilo da ovakav pristup implicira kontinuelno depresiranje valuta, koje produkuje inflacione procese posredstvom viših uvoznih cena i novih spirala cena i nadnica, a pogoršava platnobilansni deficit zemlje sa oslabljenom valutom srazmerno pogoršanju "terms of trade". Suzbijanje inflacije, stoga, podrazumeva obuzdavanje preteranog menjanja deviznih kurseva kako bi se ravnomerno apsorbovali gubici usled promenjenih "terms of trade" i gubici kupovne moći valuta, koji povećavaju stopu inflacije između 1,1% i 2,2% u periodu 198182. god. Ranije su zemlje sa platnobilansnim deficitom i niskom stopom inflacije imale niske kamatne stope, a zemlje sa suficitom i visokom stopom inflacije beležile visoke kamatne stope. Sada je, međutim, politika kamatnih stopa, stavljena u službu deviznog kursa i uravnoteženja platnog bilansa, usmerena u pravcu spiralnih kretanja nominalnih i realnih kamata. Kamatne stope sada imaju značajan uticaj na devizne kurseve. Usled razlika u kamatama, dolazi do odliva iz valute koja slabi u valutu koja jača. I, pošto su velika fluktuiranja deviznih kurseva štetna za svaku privredu,

mnoge analize pokazuju da je nova tehnika monetarne kontrole rasta novčane mase isto tako štetna, jer svesno kamatnim stopama daje ulogu rezidualnog elementa.

Ključno pitanje za oporavak privreda razvijenog sveta je da li će se i u kojoj meri nastaviti započeti proces opadanja kamatnih stopa, koje su već krajem 1983. god. u sedam najjačih zemalja OECD opale za 1%. I, ukoliko bi se kamata, kao značajan stimulans tražnji, smanjila za samo 0,5%, utoliko bi se društveni proizvod povećao za 1%;, imajući u vidu multiplikatorske efekte. A da ne bi došlo do inflacije, veća tražnja mora biti usklađena sa monetarnom politikom i sa kretanjem kamatnih stopa na kratak i dugi rok. U svakom slučaju, ukoliko kamatne stope, pak, ponovo pokažu tendenciju rasta, pad uticajem, recimo, inflacije, izgledno je da će se smanjiti poslovna aktivnost s odrazom na širenje budžetskog deficita. Privredni oporavak opet će zavisiti od poslovnog investiranja, koje je uslovljeno kretanjem štednje, kretanjem stanja na tržištu kapitala i kretanjem kamata. Kamatne stope, pak, zavise od stanja u fiskalnoj politici i od mogućnosti redukovanja pojedinih strukturnih komponenata federalnog budžeta, koje predodređuju pravac oporavka, ne samo privrede SAD, već i svetske privrede u celini. Dosadašnji razvoj sa dugoročnim kretanjem kamatnih stopa, koje su za sada neuobičajeno visoke za ovu fazu poslovnog ciklusa, samo doprinosi pritiscima na finansijska tržišta i sapinjanju produktivnih investicija. Ekstrapolacija visokih budžetskih deficita po svoj prilici preti da dovede do rasta inflacije, koja će uticati na porast kamatnih stopa usled rasta tražnje za kreditima za pokriće budžetskog deficita. Visoki budžetski deficit omogućava da se u sadašnje kamatne stope uključi neka vrsta premije. Na početku 1983. god. zapadni prognozeri ekonomskih kretanja u svetu bili su složni u tome da će SAD morati da napusti politiku jakog dolara i da će putem intervencije izvršiti korekcije kursa, kako bi na taj način eprečile pogoršavanje konkurentske sposobnosti američke robe na svetskom tržištu. Prognozeri su imali u vidu pogoršavanje američkog trgovinskog i platnog bilansa, nepovoljan uticaj politikevisokih kamatnih stopai jakogdolara na svetsku privredu, na usporavanje procesa oživljavanja konjunkture i na opasnost da se snage početog oživljavanja konjunkture brzo iscrpe i privreda se ponovo nađe u recesiji. Predviđanja se nisu ostvarila, iako su deficiti budžeta, spoljnotrgovinskog i platnog bilansa prevazišli ono što se predviđalo. Čak i revidiranje projektovanog rasta pojedinih monetarnih agregata u SAD krajem 1983. god. (Mi sa 5,5% na 7,5%, M2 sa 7,8% na 8,3% i Mz sa 9,2% na 9,7%) učinjeno je usled proširenja pojma novčane mase uključivanjem u obračun i eurodolara koje drže američki rezidenti u Kanadi i V. Britaniji, i ekspoziture američkih banaka u svetu sa ciljem da se kontroliše priliv kapitala iz 3. Evrope, i sezonskih uticaja, a ne radi bojazni da će ponovo upasti u inflacionu klopku. Umereniji rast nadnica, poreza i doprinosa i troškova proizvodnje (usled nižih cena sirovina i energije), uz relativno naglašeniji porast produktivnosti i višegodišnju monetarnu stegu, usporili su rast inflacije, koja je u 1983. god. svedena čak na stopu od 3,5% za OECD u celini. Međutim, politika novca SAD postala je teško breme za ostale zemlje OECD i s obzirom na veliki budžetski deficit umanjila prostor za smanjivanje kamatnih stopa, pojeftinjenje novca i kapitala kao jedan od bitnih uslova za oživljavanje investicija i stvaranje novih radnih mesta. Politika visokih kamatnih stopa jako opterećuje međunarodno tržište kapitala, a politika jakog dolara daje snagu protekcionističkim tendencijama. Dolar nije više samo sredstvo plaćanja. Dolar je postao i sredstvo ulaganja. Učvršćujući funkciju svetske rezervne valute, dolar je dobio širok prostor za ulaganje. Jak dolar uveliko koriste strani investitori, niska stopa inflacije učinila je atraktivnim ulaganja stranih kapitala, a snazi dolara doprinose i visoke kamatne stope.

Budući da zapadne zemlje postepeno zalaze u fazu konjunkturnog uspona, postoji bojazan da će povećana tražnja za dopunskim finansijskim izvorima u ovim zemljama uticati na podizanje njihovih kamatnih stopa. I, ukoliko se prethodno ne snize kamatne stope u SAD, utoliko ima izgleda da se suzi razlika između američke kamate i kamate u ostalim zapadnim zemljama Usled toga, priliv spekulativnog novca u finansijski prostor SAD ima šansu da jenjava, čime bi i vrednost dolara na međunarodnim deviznim tržištima uveliko opadala, Čvršća fiskalna politika u SAD mogla bi sa svoje strane da dovede do pritiska na dolar uz istovremeno jačanje valuta zapadnoevropskih zemalja i Japana. "Slabiji" dolar ojačao bi američki izvoz koji bi nadomestio manju domaću tražnju usled čvršće fiskalne politike. Slabljenje dolara olakšalo bi teret dugova zemalja u razvoju. Čvršća fiskalna politika bi sa redukovanjem deficita buceta oslabila pritisak na kamatne stope uz olakšanje tereta spoljnih dugova ZURa. Osetnije emanjenje javne potrošnje i budžetekih deficita izgleda da nije moguće u SAD u izbornoj 1984. god., isto kao ni povećanje poreza. S druge strane, federalne rezerve, kao američki ekvivalent centralne banke, neće napustiti restriktivnu monetarnu politiku, jer bi porast novčane mase iznad nivoa, koji se smatra ravnotežnim, delovao na ponovni rast cena. Budžetski deficit i restriktivni rast monetarnih agregata u 1984. god. najverovatnije će zadržati kamatne stope na visokom nivou. Strah od inflacije još će držati u šahu monetarnu politiku SAD, kao što će i mamutski bucetski deficit konzervirati visok nivo kamata, koje će privlačiti kapital u američki atar, podižući vrednost zelenim novčanicama na svetskim berzama na teret drugih valuta.

U nedavno publikovanoj studiji Međunarodnog monetarnog fonda o politikama kamatnih stopa u zemljama u razvoju ističe se: (1) da su kamatne stope nagrada za akumulisanje finansijskih sredstava i odlaganje njihove tekuće potrošnje (čime se utiče na spremnost da se štedi zarađeni tekući dohodak), (2) da kamatne stope, kao cena kapitala, utiču na tražnju sredstava koja se pozajmljuju i na alokaciju resursa, (3) da kamatne stope, kao dobit od domaćih finansijskih sredstava, opredeljuju alokaciju akumulisane štednje, odnosno javnog bogatstva između domaćih i stranih finansijskih sredstava i dolara, koja se obično drže radi obezbeđenja od inflacije. Pri odlučivanju o plasmanu štednje od presudnog je uticaja realna kamatna stopa, tj. nominalna kamatna stopa korigovana očekivanim rastom cena (na malo za privatne štediše i na veliko za preduzeća), koja je, pored toga, od značaja i za upravljanje tražnjom i politikom platnog bilansa. U zemljama tržišne privrede, promene u visini kamatnih stopa i opštem nivou cena kao odgovor na neravnotežu između akumulacije i investicija, i tražnje i ponude pomažu uspostavljanju datih ravnoteža, pri čemu ravnotežna kamatna stopa ne može biti ispod očekivane stope inflacije. U zemljama u razvoju, međutim, kamatna stopa po pravilu ne služi za uspostavljanje ravnoteže između ponude i tražnje sredstava, jer je često ispod inflacije. A to kreira preveliku tražnju za kreditima i povlači administrativne mere alokacije kapitala. Represija kamatnih stopa, po pravilu, izaziva niže stope štednje i investicija, pa, sledstveno tome, i ekonomskog rasta, jer se domaća štednja zapostavlja u korist stranih sredstava i gomilanja dobara. Investicije se, stoga, okreću alternativnim plasmanima kratkoročnog karaktera, a selektivni krediti, koji prate niže kamatne stope od ravnotežnih, ne doprinose rastu produktivnosti investicija. Negativne realne kamatne stope, pored toga, izazivaju destabilizacione efekte, intenziviraju inflacione pritiske i redukuju raspoloživost iznosa kredita za finansiranje investicija i podržavanje privrednog rasta. No, u procesu sprovođenja reforme kamatnih stopa, odnosno pretvaranja negativnih u pozitivne realne kamatne stope, valja izbegavati drastična povećanja stopa, jer previsoke kamatne stope izazivaju niži privredni rast time što umanjuju investicionu

tražnju (iako su sredstva raspoloživa). Elastičan pristup u reformi kamatnih stopa je od posebnog značaja u procesu sprovođenja celokupne politike strukturnog prilagođavanja i stabilizacije. Čak se i MMF u tom kontekstu zalaže za usklađivanje kamatnih stopa, ne sa očekivanom stopom inflacije u nekom budućem periodu, već sa stopom inflacije koja je izgledna u procesu sprovođenja strategije prilagođavanja i stabilizacije.

Relativno visoke kamatne stope u SAD su svojevrsna potrebna protivteža visokom budžetskom deficitu i deficitom podgrejanoj privrednoj ekspanziji. Stoga se i tzv. crowdingout nije zapazio, jer se "potiskivanje" premestilo na internacionalnu ravan. Kao posledica budžetskog deficita, povećani priliv kapitala imao je permanentni pritisak na rastući trend kursa dolara. Američka privreda je, međutim, bila neosetljiva na relativno visoke kamatne stope, kako zbog ekspanzivnog delovanja budžetskih deficita i povoljnih mogućnosti finansiranja iz velike dobiti, tako i zbog velike hose akcija u proteklom periodu. S druge strane, američki investitori i potrošači su zaštićeni od velikih kamatnih stopa generalnom mogućnošću za odbijanje kamatnih troškova od poreza (posebnim poreskim olakšicama za privredne investicije od 1981. god.), nezavisno od toga što bi takav poreski sistem zaštićen od visokih kamata mogao SAD pretvoriti u zemlju sa strukturno visokim kamatnim stopama na duže vreme. Uzroci visokim kamatama u SAD ne leže, međutim, samo u džinovskim budžetskim deficitima (koji oko 2/3 nacionalne netoštednje apsorbuju) već i u privrednoj ekspanziji koja dobija podsticaje od budžetskog deficita, poreskom sistemu (koji amortizuje delovanje visokih kamata) i u sasvim nesavladanoj očekivanoj inflaciji. Američku ekonomsku politiku, u stvari, karakteriše mešavina ekspanzivnog deficitarnog finansiranja, restriktivnog kursa novca i kredita, i stimulativno orijentisanih poreskih olakšica za privredne investicije, okrenutih ka povećanju ponude. U kratkom roku, relativno visoke kamate su, stoga, manje zavisne od budžetskog deficita, a mnogo više od izgleda na privrednu ekspanziju i od reagovanja politike novca na ova kretanja. Na perspektivu obaranja američkih kamatnih stopa može se, prema tome, računati samo u slučaju slabljenja dinamike privrednog rasta. Čak i tada, mora se paziti da nagli pad kursa dolara sa pretpostavljenim delovanjem na američku inflaciju i kamatne stope ne poništi sva očekivanja.

Za procenu delovanje američkih kamatnih stopa na svetsku privredu važna je pretpotavka da su visoke kamate propratna pojava privredne ekspanzije u SAD, budući da je privreda razvijenog sveta već povučena tzv. konjunkturnom lokomotivom u laganom tempu. Upoređenjem negativnih posledica visokih američkih kamatnih stopa, pozitivnih posledica američke privredne ekspanzije i pozitivnonegativnih posledica visokog kursa dolara dolazi se, ipak, do pozitivnog netorezultata u proceni kratkoročnih efekata (O. Pleminger). Čak i za prezadužene zemlje u razvoju, koje su posebno opterećene visokim kamatama i visokim kursom dolara, povećanje privrednog rasta u razvijenim zemljama za 1% rasterećuje trgovinske bilanse, što je znatno veće rasterećenje nego kada bi se američke kamatne stope smanjile za 1 poen. Rasterećenja za zemlje u razvoju svakako bi bila veća? ukoliko bi povećanu stopu rasta razvijenih zemalja sledio opadajući kurs kamata i dolara. Međutim, jak dolar, u suštini, nije precenjen dolar. Ali, iako dolar nije precenjen, njegov današnji kurs (2,70 DM i 230 jena) jako je deformisan, meren prema tradicionalnim faktorima (kreTanjem internacionalnih relacija troškova i cena). Srednja deformisanost (od 17 do 40) je, u stvari, problem valutnokursnog sistema; jer visok kurs dolara, koji je rezultat kretanja američkog bilansa kapitala, deformiše konurenciju, provocira protekcionističke mere i vodi u pogrešne odluke pri investiranju i dugoročnim trgovinskim dispozicijama. Trenutno, ove probleme "pokriva" pozitivan privredni polet u SAD. Ali dugoročno posmatrano, gorko otrežnjenje se prognoziralo nakon 198586. god.

Izgledno je u perspektivi da se kreditna tražnja države i privrede međusobno sudara i to u uslovima kada inostranstvo neće više biti spremno da sa visokim iznosima učestvuje u finansiranju američkih rupa u kapitalu. Tada bi verovatno mogući raspored kursa dolara doveo do jakog udara na povećanje stopa inflacije i kamatnih stopa sa velikim rizicima i za ostali svet (koga već ekonomski najjača zemlja "ispumpava"), s jedne strane, i do trajnog održavanja visokih kamatnih stopa na štetu privrednih investicija i do dugoročnog labavljenja valutnokursne strukture sa stalno rastućim rizikom od velike nestabilnosti, s druge strane. Valutni raskorak između vodećih trgovinskih zemalja je, uprkos postojećih konvergencija ekonomskih politika vodećih zemalja OECD u pravcu stabilnosti, toliko velikih razmera da, pored teških trgovinskih frikcija, implicira nove predloge za tzv. ograđivanja od dolara i američkih kamata (iako su dirižistički predlozi često kontraproduktivni) ili za kontrolu izvoza kapitala i subvenciranja kamata.

U savremenim uslovima, simultano podražavanje interne i eksterne neravnoteže, ipak, zahteva nova pravila. Jer, davanje prednosti internom ekvilibrijumu pri suficitu platnog bilansa implikuje kontrolu stope inflacije regulisanjem obima novčane mase, iako efekti suficita platnog bilansa na domaću likvidnost[1010] ne mogu biti u potpunosti neutralisani. Suficit platnog bilansa deluje kao autonomni faktor u procesu stvaranja novčane mase, a kontrola likvidnosti povećanjem kamatnih stopa ne daje željene rezultate, s obzirom da povećana kamatna stopa stimuliše priliv kapitala i blokira rast kredita. Stoga bi, prema dominantnim koncepcijama,[1011] platnobilansna usklađivanja u suficitarnim zemljama išla putem apresijacije deviznih kurseva na bazi platnobilansnih suficita, dok bi platnobilansna usklađivanja u deficitarnim zemljama nastupala putem depresijacije deviznih kurseva i smanjenja stopa rasta agregatne tražnje. (Ćirović).

2. Krupni kapital, velika izvozna industrija, multinacionalne korporacije, koje raspolažu visokim sopstvenim fondovima i nisu upućena na kreditno tržište i na plaćanje visokih kamata, veliki su dobitnici američke ekonomske politike, ali ne i zemlje u razvoju. Teza o automatskom prenošenju privrednog oživljavanja iz razvijenih "centara" u nerazvijenu periferiju nije se potvrdila u prakei. Prezaduženost zemalja u razvoju upravo je prvorazredni blokirajući faktor privrednog razvoja, jer Međunarodni monetarni fond ima pritisak na zemlje dužnike u pravcu smanjivanja uvoza da bi što više deviza ostalo za otplaćivanje dugova. Smanjivanje uvoza je istovremeno značilo usporavanje stope rasta, zaustavljanje izvoza i pad zaposlenosti.[1012] Smanjeni priliv novih dolarskih kredita u sklopu međunarodnog kreditiranja zemalja u razvoju stvorio je nestašicu dolara u međunarodnim finansijskim tokovima, što je dopunski potpomoglo uzletu njegovog tečaja na više. Sada dolara nema dovoljno da bi se udovoljilo svim zemljama koje traže ovu valutu za plaćanje svog uvoza i regulisanja svojih obaveza. Porast strane zaduženosti zemalja u razvoju loslednjih godina služi isključivo finansiranju masivnog bekstva kapitala iz zaduženih zemalja, dok je odgođena glavnica postala neka vrsta međunarodne investicije sa stalnom rentom. U tom kontekstu, svetska banka bi mogla da emituje obveznice kojima bi se finansirali zajmovi za konsolidaciju namenjeni zemljama dužnicima i/ili da izdaje garancije za zajmove na bazi obveznica koje bi emitovale zemljedužnici. Prolongirani trendovi recesije, perzistencija inflacije, porast nezaposlenosti, nestabilnost međuvalutnih odnosa, ranjivost platnobilansne neravnoteže,

[1010] Mr B. Dragaš, Devizno tržište i kurs dinara, "Potrošački informator", Beograd 1983.

[1011] Karacaoglu je dokazao da je inkompatibilnost u osnovnim pretpostavkama izvor mogućih protivurečnosti u predviđanjima koja proističu iz "monetarnog" pristupa i pristupa "komponenata" (kejnzijanskog pristupa) u procesu uravnoteženja platnog bilansa (G. Karacaoglu, "Partial'* Approach to BalanceofPayments Adjustrnent Yieid Consistent Predictions under Identical Assumptions, WeltwirtschaftHches Archiv 2/83, et. 226-244).

[1012] Dr H. Stanovnik, Neizvestan rasplet, Ekonomika 2/84, st. 44-45.

oživljavanje protekcionizma, rastući rizik od kolapsa sistema međunarodnih plaćanja i međunarodnog finansiranja, pad ukupnog iznosa deviznih rezervi, porast kamatnih stopa, kriza dugova, niske stope ekonomskog rasta i pogoršanje terms of tradea[1013] u osnovi portretišu svetsku ekonomsku, finansijsku i socijalnu scenu.

Pogoršanje terms of tradea (za oko 11%), pad izvoznih prihoda, porast kamata, smanjenje finansijskih transfera zvaničnim, komercijalnim i koncesionalnim kanalima, iscrpljivanje spoljne likvidnosti i deviznih rezervi, hronični platnobilansni deficiti, kriza dugova, bekstvo kapitala, smanjenje mogućnosti za pristup tržištima kapitala, protekcionizam, pad privrednog rasta, uzdržanost privatnih banaka (sa zahtevom za veće garancije, veće marže za pokriće rizika, kraćim rokovima kreditiranja, sklonošću zarađivanju preko visoke marže "spreads") i otvoreno upadanje u moratorijum i repudijaciju dugova, kao alternativa reprogramiranju, zakazivanje tzv. teorije lokomotive, defanzivna stabilizaciona politika razvijenih zemalja sa prebacivanjem tereta recesije i rigorozna uslovljavanja MMF karakterišu poziciju zemalja u razvoju u krilu svetske ekonomije. Manipulisanjem deviznim kursevima i kamatnim stopama, protekcionističkim ograničavanjem uvozne tražnje teži se platnobilansnom prilagođavanju sa prebacivanjem tereta stagflacije prvenstveno na zemlje u razvoju. Težišni koncept ekonomskih politika zapadnih zemalja orijentisan je na imperativno obaranje inflacije i pozitivno prilagođavanje defanzivnom i oštrom monetarnom politikom i politikom usmerenom na ponudu.

U savremenom svetu, dakako, postoji uska povratna sprega između strukturnih i konjunkturnih kretanja, koja poprima manjeviše karakteristiku internacionalne međuzavisnosti sa evidentnim kumulisanjem unutrašnjih i spoljnih generatora stagflacije, koja se otvoreno ili zakamuflirano transmituje, kako na zemlje u razvoju, tako i na razvijene zemlje. Stoga su F. Bergsten i L. Klajn u pravu kada ističu da četiri problema rastržu svetsku privredu: (1) nezaposlenost ne silazi sa rekordnih posleratnih visina, (2) međunarodna kriza dugovanja zloslutno se nadvila nad svetskim finansijskim sistemom, (3) svetski sistem trgovine mrvi se pod težinom uvoznih barijera, protekcionizma, izvoznih subvencija i (4) neusklađeni devizni tečajevi opasno iskrivljuju ekonomske strukture, mada i relativno visoke i dispresirane stope inflacije, visoke kamatne stope i skupi dolar.[1014] Pritisak visokih spoljnih dugovanja visokih kamatnih stopa, skupog svetskog novca (dolara) i ubrzanog obezvređivanja sopstvenih valuta, porast protekcionizma industrijskih zemalja, otežani pristup proizvoda zemalja u razvoju tržištima razvijenih zemalja, pad cena sirovina,[1015] pogoršanje odnosa razmene, realno opadanje pomoći iz javnih fondova i dr. predstavljaju reljefnu crtu privreda već prezaduženih zemalja u razvoju, koje se nalaze pred vratima otvorene krize likvidnosti i proglašavanja moratorijuma.

Eksplozivni porast spoljnih dugova zemalja u razvoju (od 161,9 mlrd. $ u 1975. god. na 626,0 mlrd. $ u 1983. god.) ima sasvim izgledne šanse da se i u perspektivi ekstrapolira (i kumulira), budući da reprogramiranje garantuje jedino predah u procesu sistematskog reprodukovanja dugova sa bremenitijim servisiranjem. No, eksplozivni rast spoljnih dugova evidentan je i u socijalističkim zemljama u periodu 1970-1980.

[1013] Dr K. Bogoev, Stabilizaciona politika savremenih zemalja, Finansije 78/83, st. 339-357.

[1014] J. L. Guglielmi, Recession et mutations ćconomiques, Revue d'Economie Politique 56/82, st. 965-983, N. Kaldor, Economic Prospects of the 1980 s, Economic Notes, 1972-1982, st. 67-86, J. Denizet, Les Etats Unis en 1981-1982: La Housse des taux d'interet, Revue d'Economie Politique 56-82, st. 903-917. i L. Calmfors, Inflation and the Terms of Trade in a small Open Economy, Kuklos 1/83, 40-64.

[1015] Samo u 1982. god. cene primarnih mroizvoda koje su izvezle ZUR bile su za 13% niže nego u 1981. god. kada su opet za 13% bile niže nego u 1980. god.

god. Početkom 80-tih godina, nagla promena ekonomskih uslova, pojavom rasta realnih kamatnih stopa, usporenja spoljnotrgovinske razmene i pada cena primarnih proizvoda, bitno je izmenila odnose dužnika i poverilaca na svetskim finansijskim tržištima. Dužnici danas nastoje da u saradnji sa MMF razrade svoj sanacioni program, koji privredu usmerava na kolosek poboljšanja platne sposobnosti. Istovremeno, zemljadužnik dobija od MMF kredite, ukoliko ispuni postavljene uslove u okviru sanacionog programa. Dužnici sa svojim kreditorima ugovaraju konverziju, odnosno reprogramiranje dugova s tim što se kamate moraju platiti u roku, pa makar to bilo po ceni uzimanja novih kredita. Tokom 70-tih i početkom 80-tih godina više od 15% budžetskih rashoda zemalja u razvoju finansira se deficitarno, pri čemu spoljni zajmovi sa više od 1/3 alimentiraju "rupe" u budžetima.[1016] Druge 2/3 stranih resursa koriste se za deficitarno finansiranje investicija i platnog bilansa. Ukupan obim dugova i nivo tekućih obaveza otplata rezul tat su, stoga, dugoročnog procesa zaduživanja zemalja u razvoju kao posledice njihovog dostignutog stepena razvoja koji karakteriše zaostajanje domaće akumulacije za investicionom tražnjom i deficitarnost platnog bilansa.

Usled toga, eksterni dugovi su u periodu 19701979. god. frapantno rasli u odnosu na društveni proizvod: od 3,3% u Španiji do 51,7% u Gvineji u 1970. god., odnosno od 5,2% u SFRJ do 120,9% u Mauritaniji u 1979. god. Istovremeno troškovi servisiranja dugova su ekstremno uvećani u odnosu na društveni proizvod (od 0,8% u SFRJ i Indiji do 13,6% u Mauritaniji u 1979. god.) i u odnosu na eksport (od 4,2% u SFRJ do 64,1; u Meksiku u 1979. god.). Pored toga, valja naglasiti da je koncentracija dugova narelativno manji broj zemalja izuzetno izražena,[1017] naročito u pojedinim latinoameričkim, azijskim i afričkim zemljama. Naime, spoljni dugovi osam latinoameričkih (Meksiko, Brazil, Argentina, Venecuela, Kostarika, Čile i Ekvador) i osam azijskih zemalja (Filipini, Indonezija, Južna Koreja, Malezija, Tajvan, Singapur, Tajland i Hongkong) jednake su maltene veličine, gledano u odnosu na ukupnu snagu ovih dveju grupa zemalja, iako su spoljni dugovi trostruko teže breme u latinoameričkim nego u azijskim zemljama. Naime, spoljni dugovi 8 latinoameričkih država (286 mlrd. $) skoro tri puta su veći od izvoznih prihoda, dok spoljni dugovi 8 azijskih država (112 mlrd.5) čine svega 10% godišnjeg izvoznog prihoda. Teško breme dugova Meksiko je u 1983. god. uspeo da olakša primenom "šok tera pije". U politici stabilizacije povećan je višak u trgovinskoj razmeni sa inostranstvom, platni bilans je od deficita prešao u suficit, prepo lovljen je deficit državnog budžeta, inflacija je smanjena za nekih 20 in deksnih poena (sa 100% na 80%), itd. Tokom privrednog buma od 1978. god. do 1981. god. zasnovanog na rastućim prihodima od nafte, u Meksiku je postignut realni porast dohotka po glavi stanovnika od skoro 25%. Brza ekspanzija proizvodnje uz visok nivo domaće tražnje izazvala je, međutim, inflacione pritiske. Nerealno visok tečaj pezosa omogućio je povećanje uvoza sa nepovoljnim implikacijama na domaću proizvodnju. Kada je tekući bilans plaćanja počeo da se pogoršava pribeglo se spoljnjem zaduživanju od sredine 1981. god. uporedo sa padom izvoznih prihoda ispod očekivanih. Zaduživanje na međunarodnim tržištima kapitala posle pada cene nafte uz mnogo više kamate i kraće rokove otplate već je indukovalo neugodne posledice svetske recesije. Domaći kapital je počeo da beži iz zemlje, a strani kreditori su počeli da izbegavaju dalje kreditiranje. Kriza je izbi la

[1016] R. G. Holcombe, J. D. Jackson i A. Zardkoohi, The National Debt Controversy, Kvklos 2/81, st. 186202, J. L. Gousseau, Emprunts exterieurs des collectivitćs localec, Sirey, Paris, 1981. i J. Anatopoulos, Les aspects financiers du federalisme, Bruvant, Bruxelles, 1980.

[1017] R. Pringle, How Developing Countries are Coping witb their debt, The Banker, decembar 1982.

sredinom 1982, god. kada je zatražen i predah u otplatama dugova, jer je samo plaćanje kamata na spoljni dug odnosilo 46% ukupnih prihoda od izvoza.

Pristupilo se smanjenju domaće potrošnje, inflacije i deficita platnog bilansa. Kamate koje su ranije bile negativne dovedene su na nivoe iznad inflacije kako bi se štednja i investicije povećale. Drastične devalvacije poskupele su uvoz. Inflacija je snižena potiskivanjem rasta plata i nadnica i usporavanjem rasta novčane mase. Smanjeni su izdaci i ulaganja državnog sektora, prvenstveno tekući izdaci, investicije i subvencije, smanjen je bucetski deficit sa 18% na 8U5% od društvenog proizvoda i povećan je porez na promet i porez na lični dohodak za 50%. Početkom 1984. god. najveći dužnik trećeg sveta – Brazil – da bi ostao solventan bio je prinuđen da sklopi aranžman o finansijskoj podršci u ukupnoj vrednosti od 27,5% mlrd. $ i da prihvati rigorozni koncept politike MMF kako bi se sprečila ekonomska katastrofa i socijalna eksplozija. No, pored Meksika i Brazila, i ostale zemlje u razvoju (Argentina, Kostarika, Ekvador, Peru, Čile, J. Koreja, Turska, Sudan, Izrael, Zair, Maroko, Uganda, Niger, Zambija, Malavi, Togo, Pakistan, Mauritanija, Gana, Zambija, Senegal, Egipat i Alžir),[1018] kao i pojedine socijalističke zemlje (SFRJ, Kuba, Poljska, Rumunija),[1019] ušle su u kritičku fazu prezaduženosti, koja, u uslovima recesije, već odslikava nesposobnost vraćanja dospelih anuiteta i nelagodno zahtevanje reprogramiranja dugova, uključujući i uzimanje novih za refinansiranje postojećih dugova.

Većina zemalja članica OECD zabeležila je deficite tekućih platnih bilansa poslednjih godina, a naročito u 1983. god. U odnosu na društveni proizvod, ovi deficiti su varirali između 0,7% u SAD i 15,2% u Portugaliji. Pozitivan rezultat u tekućem platnom bilansu ostvaren je jedino u Švajcarskoj, Japanu, 3. Nemačkoj, Kanadi, V. Britaniji, Austriji i Holandiji. Deficiti u budžetima i deficiti u platnim bilansima involvisali su porast internog i eksternog zaduživanja zemalja OECD. Porast spoljnih dugova, pored unutrašnjih zajmova, evidentan je u SAD, Francuskoj, Japanu, Kanadi, Danskoj, Italiji, Austriji, itd. Austrijska država se, naime, zaduživala u zemlji i inostranstvu, pošto se smatralo da je "bolje imati nekoliko milijardi više dugova nego stotinu hiljada nezaposlenih,\ Austrijski dugovi su krajem 1974. god. iznosili oko 18% društvenog proizvoda da bi krajem 1983. god dostigli iznos veći od 40% društvenog proizvoda. U budžetskim izdacima kamata je, isto tako, povećana od 2,5% na 8,0% pri čemu je budžetski deficit dostigao sumu od 6,1% društvenog proizvoda. Danska, za razliku od Austrije, već spada u najzaduženije zemlje razvijenog sveta (sa 16 mlrd. $), jer se mnogi problemi privrede rešavaju sredstvima iz spoljnjeg zaduživanja. Dugovi su se, u celini posmatrano, posebno brzo nagomilavali i akumulisali od 1979. god. kao rezultat velikih deficita na računu tekućih transakcija, visokih cena uvoza nafte, niskih cena sirovina i manjih primanja od izvoza, smanjenja obima svetske trgovine, većih troškova i servisiranja dugova usled sve većih kamata i eve većeg kursa dolara u skoro svim zemljama, a naročito u zemljama u razvoju.[1020] Povećanjem kamatnih stopa na međunaronim tržištima kapitala i poskupljenja pogoršava se celokupna situacija sa dugovima.[1021] Samo u periodu 19731979. god. prosečan LIBOR (bazična kamatna stopa) povećala se od 9,32% na 14,44%, a svaki porast bazne međubankarske kamatne stope

[1018] OECD, External Debt of Developing Countries, Survev, Paris, 1982.

[1019] Jedino su socijalističke zemlje SEVa uspele da spoljni dug svedu na oko 60 mlrd. $

[1020] R. Fabra, L'économie mondial entre inflation et la deflation, Monde, maj 1982. i M. Lazure, Le reéqulibrage économique et financiére mondiale a la suite es chocs petroliers, Banque, januar 1982.

[1021] P. Fabra, Presque tous les pays de TEst europćen on besoin de nouveaux credits, Monde, avgust 1982., J. de Larosićere, The Impact of Interest Rates on Internationai Fluence and Trade, IMF, Survev, novembar 1982.

LIBOR od samo 1% predstavlja neto porast troškova kamate od 1,66 mlrd. $.[1022] Isto tako, svaki dodatni porast kamatne stope u SAD za 1% za dužnike znači porast troškova za 34 mlrd. $.

U uslovima, kada je preskočen tzv. prag zaduženosti i kada je teret svetske ekonomske krize asimetrično raspoređen, javlja se i tzv. kriza poverenja koja već rađa kredite sa promeljnivim kamatama i kredite sa maržom. Glavno obeležje "rollover" kredita, tj. kredita sa promeljnivom kamatom ogleda se upravo u prilagođavanju kamatnim stopama na tržištu novca, a kredita sa maržom (spread) u povećanju kamate od 0,5% na 1,5% iznad LIBORa. Situacija se danas, dakle, u potpunosti izmenila u odnosu na prošlost. Dizanjem kamata, otplate su povećane, podizanjem protekcionietičkih barijera za uvoz industrijske robe i obaranjem cena sirovina prihodi su smanjeni. Kreditiranje zemalja u razvoju sada nije siguran posao. Stoga se priliv bankarskih kredita smanjuje. Nesigurnost je indukovala bežanje viška svetskog novca u dolar, što još više otežava otplatu dugova. Time se krug zatvara i nema izlaza. Receptura lečenja koju propisuje MMF privredi zadužene zemlje tako je iscrpljujuća da se od nje nije oporavio još nijedan pacijent. A bankarima ne treba mrtav dužnik, već onaj koji će moći da vraća dugove. Preduzetnički kapital ima za cilj da osigura otplate dugova i da proširi polje ulaganja od kojih će pristizati veći profiti. Čak je antiinflacionim politikama cilj da profitima vrati sjaj. A zemlje, koje prihvate mere prilagođavanja MMF, nakon obezvređivanja zarada potaknutog inflacijom i devalvacijom domaćih valuta (nadnice postaju niske) omogućavaju bujanje profita. Zemlje koje su prezadužene, prihvatile su restriktivne mere MMF kao garanciju za dobijanje novih kredita, padaju sve dublje u ekonomsku krizu. Proizvodnja se smanjuje, inflacija raste, nadnice se spuštaju ispod granice socijalne izdržljivosti. Tako se nekadašnje olako zaduživanje, vraća kao bumerang, mada dužnici neopravdano isključivo snose teret krize dugova, jer su bankari seljenjem kapitala u zemlje u razvoju, izbegavali obaveze kontrole u svojoj zemlji, izbegavali obaveze polaganja beskamatnih depozita i izbegavali poreze (profitirali). Gotovo je pedeset zemalja uvučeno u vrtlog reprogramiranja dugova s ciljem odlaganja otplata više od 300 mlrd. $. Jer, zemlje u razvoju otplaćuju više nego što su uzele kredite, prvenstveno usled visokih kamata i skupog dolara Naime, svako povećanje kamatne stope za jedan indeksni poen povećava otplate dugova ZURa a za 34 mlrd. $. Sem toga, zemlje u razvoju su samo u periodu 19791982. god. na pozajmicama u američkim dolarima izgubile više od 30 mlrd. $ usled precenjenosti dolara. U takvim uslovima, čak i reprogramiranje dugova postaje izvoz neopravdanih profita banaka kreditora, budući da su, prilikom obnove kredita troškovi za 34 procentna poena veći od ranijih bankarskih troškova. Troškovi reprogramiranja su toliko narasli da inkorporišu i profite kojim bi se rekompenzovali i gubici u slunaju otkazivanja plaćanja dugova. Sigurnost je utoliko izražajnija ukoliko su kreditori odobravali kredite dvatri puta veće od njihovog ukupnog kapitala.

Međunarodni monetarni fond diktira dužnicima, ne samo uslove pod kojim će vraćati strane dugove (reprogramiranje postojećih i odobravanje novih kredita), nego i ukupnu ekonomsku politiku (kursevi, kamatne stope, investicije, plate i nadnice, cene, buceti, izvoz, uvoz. Osnovna karakteristika pristupa MMF jeste ograničavanje tražnje i restrikcija svih vidova potrošnje kako bi se stvorili fondovi za izvoz. Međutim, deflaciona politika se svodi na restrikciju uvoza, što ograničava proizvodnju, povećava nezaposlenost i smanjuje izvoz. Međutim, devalvacije nisu postigle povećanje izvoza delom usled zatvorenosti tržišta razvijenih zemalja, a delom usled pada uvoza neophodnog

[1022] OECD, External Debt of Developing Countries, Paris, 1982, st. 122.

za rast proizvodnje za izvoz. Suficiti u trgovinskim bilansima stvarani su, stoga, pre smanjenjem uvoza nego povećanjem izvoza. Pored toga, devalvacije nisu smanjile inflaciju, već su podstakle porast cena i troškova života preko poskupljenja strane robe i nestašica na domaćem tržištu.[1023] Blokiranjem cena i nadnica valjalo je podstaći porast proizvodnje i tražnje, a, time, i zaustaviti pad zaposlenosti. Podržavanjem smanjenja cena novca u skladu sa predviđenom stopom inflacije valja olakšati dobijanje kredita za podsticanje proizvodnje i za nove investicije. U zemljama u razvoju problemi leže u podsticanju ponude, povećanju proizvodnje, povećanju produktivnosti i efikasnijem investiranju kako bi se stvorili uslovi za strukturna prilagođavanja, povećanje izvoza, supstituciju uvoza, poboljšanje platnog bilansa i podnošljivije izvršavanje dužničkih obaveza. K. Schiiler je nedavno dao predlog o parcijalnom otpisu potraživanja, kao specifičnom kreditnom sporazumu o delimičnom otpisivanju dugova kako bi se izbegle posledice današnje internacionalne krize prezaduženosti i lančane reakcije prezaduženih insolventnih zemalja. B. Krajski se, pak zalaže za otpisivanje 200 mlrd. $ dugova zemljama u razvoju. Međutim, otpis duga ne prihvataju bankari, koji vide izlaz jedino u reprogramiranju dugova. Jer, bankari na reprogramingu zarađuju preko povećanja marže usled smanjenog boniteta dužnika i povećanja troškova reprogramiranja. Stoga, smanjenje marže (spread) iznad LIBOR sa ovogodišnjih 1,875% na 1,75% ili 1,625%, smanjenje jednokratne provizije (facility fee) za 0,125%, produženje roka otplate sa 5 na 7 godina i produženje perioda odgode plaćanja (grace pcrioď) sa 3 na 45 god. reflektuje inklinisanje bankara reprogramiranju i vešto izbegavanje optisivanja dugova. Valjalo bi, međutim, omogućiti da se kratkoročni krediti sa visokim kamatnim stopama pretvore u dugoročne sa nižim stopama i da godišnja otplata dugova bude u okviru prihvatljivog procenta predviđenih u Quitu (Kitu) već je predočeno da će biti potrebno rokove odlaganja plaćanja dugova i nivo kamate saobraziti tempu oživljavanja njihovih privreda i oporavka njihovih izvoznih prihoda. Naime, zajednička platforma zemalja Latinske Amerike i Kariba implikuje da međunarodne finansijske institucije smanje kamate na zajmove i da tempo otplata usklade sa rezultatima razvoja i mogućnostima izvoza zemalja dužnika, kako bi se izbegla blokada razvoja. U protivnom, valjalo bi razraditi sveobuhvatan multilateralan okvir za restruktuiranje tereta dugova zemalja u razvoju, mada bi se taj korak mogao kvalifikovati kao pokušaj stvaranja kartela dužnika. Tzv. klub dužnika, doduše, i nema drugog izbora, jer ih je strpljenje, "čekajući lokomotivu oporavka", izdalo. U tom sklopu, zagovara se i ideja o reprogramiranju dugova za više godina umesto svakogodišnjeg reprogramiranja uz znatno niže bankarske provizije. Pojedine zemlje u razvoju, pak, donose odluke da u svojoj politici zaduživanja

[1023] Argentina je nedavno zatražila mnogo duže odlaganje plaćanja glavnice nego što su bankari do sada odobravali i pobunila se protiv plaćanja previsokih kamata po cenu paralisanja sopstvenog razvoja (jer već 2/3 svojih prihoda od izvoza daje za plaćanje kamata). U stvari, Argentina nije sposobna da vrati dospeli dug bez refinansiranja i odlaganja. Čak je prinuđena da se zaduži da bi platila samo kamagu. Argentinska prošlogodišnja inflacija od 450% praćena visokim budžetskim deficitom (od 15% društvenog proizvoda), desetogodišnjim zaostajanjem realnih nadnica, trećinskim neiskorišćavanjem proizvodnih kapaciteta i prepolovJ^enom stopom privrednog rasta onemogućava prihvatanje recepture sabijanja potrošnje i isterivanja izvoziih viškova, koju nameće MMF radi kvalifikovanja za standby kreditnu podršku. Pored toga, postoje i fundamentalne razlike u pogledu strategije ekonomskog razvoja i socijalne politike, odnosno spor oko csia i nadnica. MMF, naime, smatra da deficitarci koji su primili udare od recesione politike razvijenih zemalja teba da nadoknade promašaje opštim stezanjem kaiša. Međutim, iova argentinska rukovodeća ekipa, suprotno MMF, namerava da preko kresanja neproduktivne potrošnje i povećanja nadnica podstakne ličnu potrošnju i oživi privrednu aktivnost i proizvodnju, što bi obuzdalo inflaciju, donslo privredni rast i omogućilo isplaćivanje dugova. Argentina je dakle, siremna da plati dug, ali bez uslova koji vode u receeiju. Usput, Argentina traži olakšanje dužničkog bremena time što bi se dugovi konvertovali na duže rokove plaćanja uz manje oštre kamate. A to se ne bi moglo smatrati početkom stvaranja kartela dužnika, koji bi mogao da proglasi kolekgivni moratorijum, odnosno obustavu plaćanja dužničkih obaveza, sve dok se uslovi dugovanja ne ublaže.

izbegnu vučenje sredstva Fonda u okviru viših kreditnih tranši, zahtevajući da se strogi tradicionalni uslovi korišćenja kredita prilagode strukturnim specifičnostima. Pošto je koncepcija MMF o platnobilansom prilagođavanju kratkoročnog karaktera, (jer se zasniva na smanjenju realne kupovne snage i uticaja agregatne tražnje na platni bilans i pošto je paket stabilizacionih mera (liberalizacija uvoza i cena, devalvacija, limitiranje rasta kredita i novčane mase, smanjenje javnih rashoda i realnih ličnih primanja), lek koji nije izlečio nijednu privrednu zemlju u razvoju, MMF je uveo u praksu finansijske olakšice i otvorio nove linije kreditiranja.