



Dr Ljiljana Lučić*

MONETARNI TRANSMISIONI MEHANIZAM I STRATEGIJE MONETARNE POLITIKE

U radu se istražuju različiti teorijski pristupi u objašnjavanju transmisionog mehanizma i različite strategije monetarne politike i objašnjava zašto u našoj privredi pored monetarnog kanala i kanala deviznog kursa, za razumevanje monetarne transmisije treba komplementarno uključiti i kreditni kanal kao značajnu vezu ne samo za razumevanje uticaja novčane sfere na realni sektor privređivanja nego i za konkretno upravljanje monetarnom politikom u našim uslovima.

Objašnjava se takođe zašto bi za strategiju monetarne politike u našim uslovima trebalo razmotriti mogućnost kombinacije monetarnog targetiranja i inflacionog targetiranja.

* Viša poslovna škola Novi Sad

(nastavak iz prethodnog broja)

Kanada - 26. februara 1991. godine ministar finansija i guverner Centralne Banke Kanade su zajedno sopštili da ustanovljavaju targetiranje inflacije. Do kraja 1992. godine opseg targeta je bio između 2 - 4%: do juna 1994. godine između 1,5 - 3,5% i do decembra 1996. godine između 1 - 3%. Nakon nove vlade krajem 1993. godine opseg targeta je postavljen na nivo između 1 - 3% i držao se od decembra 1995. godine do decembra 1998. godine. Kanadska inflacija je takođe dramatično pala nakon što je usvojeno inflaciono targetiranje, sa nivoa iznad 5% u 1991. godini na 0% u 1995. godini i na nivo između 1 - 2% krajem 1990-tih godina. Međutim, ni u Kanadi ovaj pad inflacije nije bio bez cene: nezaposlenost se u periodu između 1991. do 1994. godine povećala na nivo iznad 10%, međutim nakon 1994. godine značajno opada.

Velika Britanija - Britanci su odlučili da se okrenu inflacionom targetiranju (umesto deviznom kursu kao nominalnom sidru) septembra 1992. godine. Obzirom da Centralna banka u V. Britaniji nije imala vlast nad monetarnom politikom do kraja 1997. godini nego je mogla davati samo preporuke oko monetarne politike, odluku o uvođenju inflacionog targetiranja objavio je državni sekretar. On je objavio cilj inflacije 8. oktobra 1992. godine, a tri nedelje kasnije je pozvao guvernera Centralne banke da započne pravljenje Izveštaja o inflaciji. To je trebala da bude tromesečna publikacija u kojoj bi se objavljivali podaci o dostizanju targeta. Guverner Banke Engleske je taj poziv prihvatio.



Bank of England

Opseg inflacionog targeta je do proleća 1997. godine postavljen na nivou između 1 - 4% sa namerom da se inflacija održava na nivou od oko 2,5%. 1997. godine nakon izbora nove laburističke vlade usvojen je target u visini od 2,5% i centralnoj banci je dato pravo da utvrđuje kamatne stope. Pre usvajanja inflacionog targetiranja inflacija je u V. Britaniji već pala, sa dostignutog najvišeg nivoa od 9% početkom 1991. godine, na 4%. Nakon malog rasta početkom 1993. godine inflacija je produžila da pada do trećeg tromesečja 1994. godine kada je bila 2,2% i kretala se u okviru objavljenog opsega. Do 1996. godine inflacija je rasla penjajući se polako iznad nivoa od 2,5%, ali se od tada kreće oko targeta od 2,5%. Od uvođenja strategije inflacionog targetiranja rast ekonomije V. Britanije je bio jak što je doprinelo smanjenju stope nezaposlenosti.

Evropska centralna banka (ECB) je praktično usvojila strategiju hibridne monetarne politike koja ima mnogo zajedničkog sa strategijom monetarnog targetiranja koju je prethodno koristila Bundesbanka ali takođe ima i neke elemente inflacionog targetiranja. Strategija ECB ima dva ključna stuba. Prvi je značajna uloga monetarnog agregata M_3 sa "referentnom vrednosti" za stopu rasta. Drugi je da je cilj politike stabilnost cena koju treba interpretirati kao inflacioni opseg 0 - 2%. Mada opseg 0 - 2% za stabilnost cena zvuči kao inflacioni target nije iz interpretacija ECB jasno da li je ili nije ovaj opseg inflacioni target. Po nekim autorima ECB je čak izričita u tvrdnji da

ona ne primenjuje strategiju inflacionog targetiranja. S druge strane ECB u svojoj strategiji za monetarne agregate koristi izraz "referentna vrednost" a ne "target". Iako strategiju ECB prihvatimo i kao hibrid dve strategije (monetarnog targetiranja i inflacionog targetiranja), a ne kao inflaciono targetiranje, za naše istraživanje je od značaja da targetiranje monetarnih agregata nije dovoljno za upravljanje monetarnom politikom čak ni u evropskim uslovima sa jednocifrenom inflacijom.

Kako god ovu strategiju nazvali važno da je njene komponente čine u praksi, bar za sada, efikasnom. Ne treba sumnjati da će u praksi, ako to bude bilo potrebno, ova strategija pokazati punu fleksibilnost.

Kritičari inflacionog targetiranja navode četiri nedostatka ove strategije monetarne politike: **zakasnelo signaliziranje, prevelika rigidnost, potencijal za rast fluktuacija u outputu, mali ekonomski rast.** Profesor Mishkin je analizirao svaku od ovih primedbi i istražio validnost ovih kritika.¹⁰ Kada je u pitanju primedba da je inflaciono targetiranje sa **zakasnelom signalizacijom** on tvrdi da ne postoje pouzdani argumenti da su i druge dve strategije u tom pogledu superiornije. Neki ekonomisti su kritikovali inflaciono targetiranje zato što veruju da ova strategija nameće **rigidno pravilo** kreatorima monetarne politike i limitira njihovu diskreciju u reagovanju na nepredviđene okolnosti. Međutim, inflaciono targetiranje kao aktuelna praksa je daleko od rigidnosti. Prvo, inflaciono targetiranje ne prepisuje jednostavne i mehaničke recepte o tome kako bi centralna banka trebalo da upravlja monetarnom politikom. Ono više zahteva da centralna banka preduzima one akcije politike kojima se mogu ostvariti inflacioni targeti. Takođe, inflaciono targetiranje nikada ne zahteva da se centralna banka fokusira samo na jednu ključnu varijablu. Drugo, inflaciono targetiranje u praksi ograničava u značajnom stepenu diskreciju u politici. Inflacioni target se menjaju u zavisnosti od ekonomskih okolnosti. Čak šta više centralne banke u režimu inflacionog targetiranja ostavljaju sebi značajan prostor da reguju na fluktuacije preko nekoliko instrumenata. Značajna kritika inflacionog targetiranja je da se fokusira samo na inflaciju što vodi u previše zategnutu monetarnu politiku i ima za posledicu veće fluktuacije outputa. Odluka kreatora politike da izaberu inflacione targete iznad nule je izraz brige da bi veoma niska inflacija mogla imati veoma negativne efekte na aktivnost realne ekonomije. Inflaciono targetiranje takođe ne ignoriše tradicionalan cilj stabilizacije.

Centralne banke u državama sa inflacionim targetiranjem nastavljaju da izražavaju svoju brigu za fluktuacije u outputu i zaposlenosti i bile su voljne da minimizuju padove outputa preko postepenog snižavanja srednjoročnih inflacionih targeta prema dugoročnom cilju. Još jedan element fleksibilnosti režima inflacionog targetiranja je mogućnost odstupanja inflacionih targeta. U inflacionom targetiranju se dopušta reakcija na šokove ponude (npr. ako dođe do restrikcija u ponudi energije i sirovina može se menjati kombinacija u indeksu cena, ili se može odstupiti od planirane politike uz obavezu da se objasne razlozi ove akcije).

Primedba da inflaciono targetiranje vodi u mali rast outputa i zaposlenosti dosadašnje iskustvo ne potvrđuje. Mada je smanjenje inflacije povezano sa veoma malim outputom tokom dezinflacione faze, kada se ostvare niski nivoi inflacije, output i zaposlenost se vraćaju barem na prethodno ostvarene nivoae. Upravo suprotno, moćan ekonomski rast nakon dezinflacije u mnogim državama koje su usvojile inflaciono targetiranje, može se tumačiti kao da inflaciono targetiranje pored toga što kontroliše inflaciju promovise rast realne ekonomije.

Pored navedenih strategija monetarne politike koje uključuju eksplicitnu posredničku varijablu, postoje i druge. Neki ekonomisti na primer zagovaraju i targetiranje GDP - ciljanje određenog nivoa GDP (do sada nije nigde praktično primenjena), ali postoje i strategije koje ne uključuju eksplicitno nego implicitno nominalno sidro - posredničku varijablu ili preciznije varijable. Takva je aktuelna politika SAD. Ona je već više godina veoma uspešna, te samim tim i interesantna i edukativna, ali ona nije predmet ovog rada, jer je ona od male praktične vrednosti za našu zemlju.

Centralna banka u svakoj državi je pred dilemom kakvu monetarnu politiku kreirati i sprovesti da bi se ostvarili određeni ciljevi makroekonomske politike. Da bi kreatori monetarne politike znali da odgovore na ovo pitanje moraju da znaju efekte monetarne politike i vreme u kome se oni mogu javiti

¹⁰ Prenosimo istraživanja profesora Mishkin-a, Mishkin F. S. (2006) The Economics of Money, Banking, and Financial Markets - 7th Edition Update (Pearson International Edition, Addison Wesley) str. 506-509

na ekonomsku aktivnost. Za procenu efekta i vremena dejstva potrebno je znati kanale kroz koje monetarna politika deluje na ekonomiju.

Monetarna transmisija

Monetarna politika transmisionih mehanizama je stvorena na izboru indikatora ili posrednih ciljnih varijabli. Monetarni transmisioni mehanizam je put kojim monetarna politika deluje na finansijski i ekonomski sistem. U monetarnoj teoriji je poznata pojava vremenskog raskoraka između akcije kreatora monetarne politike preko instrumenata politike i njihovih efekata na krajnju ciljnu varijablu. Monetarna teorija pravi razliku u uzrocima ove pojave. U literaturi se razlikuju: 1. date collection lag - dnevni ukupni leg; 2. lag recognition - leg prepoznavanja; 3. implementation lag - leg implementacije; 4. impact lag - leg uticaja; 5. postojanje lega se tumači i činjenicom da odluke o monetarnoj politici pravi grupa, a ne jedna osoba. Zbog postojanja leg - a centralna banka povezuje instrumente sa ciljevima politike preko pomoćnih posredničkih varijabli. Za pomoćnu varijablu se bira ona koju centralna banka može da kontroliše i prati njeno kretanje u odnosu na postavljeni cilj. Pomoćni ili posredni cilj odnosno pomoćne ili posredničke varijable su deo transmisionog mehanizma.

Za izabranu varijablu utvrdi se vremenska putanja a zatim se instrumenti politike postavljaju tako da održavaju pomoćni cilj na utvrđenoj putanji. Saznanje o tome koliko brzo i direktno promene u instrumentima utiču na pomoćnu varijablu, doprinosi da centralna banka izabrane varijable za pomoćne ciljeve menja ili izabere neke za npr. praćenje dnevnih operacija. Varijable koje se nalaze između instrumenata i krajnjih ciljeva opisuju formiranje transmisionog monetarnog mehanizma.

U monetarnoj teoriji postoje dva pristupa: 1. prvi koji traži i opisuje specifične puteve kojima monetarna politika deluje na agregatno trošenje; 2. drugi koji analizira direktnu vezu između novca i dohotka odnosno da li između novca i dohotka postoji visoka korelacija (tesna veza). Prvi pristup koriste sledbenici J. M. Keynes-a, a drugi sledbenici M. Friedman-a.

Prednosti prvog su što se može analizirati

svaki kanal koji obezbeđuje vezu između novca i dohotka. Na taj način veza između novca i dohotka obezbeđuje tačnije predviđanje u monetarnoj politici na ekonomsku aktivnost. Da bi se moguće prednosti ovog pristupa ispoljile potrebno je da se svi kanali monetarne transmisije pravilno sagledaju, jer u suprotnom izostavljanjem bilo kog kanala, ovaj model može navesti na pogrešno objašnjavanje uticaja novca na ekonomsku aktivnost i samim tim navesti na preduzimanje pogrešnih mera.

Drugi pristup upravo polazi od pretpostavke da se kanali koji povezuju novac i ekonomsku aktivnost merenu dohotkom tokom vremena menjaju i da ih je zato teško identifikovati. Primedbe na ovaj pristup se mogu grupisati na sledeće: 1. korelacija ne podrazumeva povratnu uzročnost, odnosno kretanje jedne varijable koje je povezano sa drugom ne znači automatski da prva uzrokuje drugu. Ovaj pristup objašnjava svaku promenu u M kao uzrokom promene u Y i kada to možda u praksi i nije tako; 2. pored toga kada je u pitanju korelacija treba imati u vidu da nju može da opredeli i jedan spoljni faktor koji uzrokuje da se M i Y kreću povezano, što nameće kao zaključak da kontrolom M ne poboljšavamo kontrolu Y.

Prvi pristup je u odnosu na tridesete godine evoluirao u sledećem smislu. Rani kejnzijanci su mislili da monetarna politika i količina novca u opticaju nije važan faktor za ekonomsku aktivnost. Ranokejnzijanci su bili mišljenja da je kamatna stopa veza između tražnje novca i ekonomske aktivnosti. Sa tog stanovišta oni su na osnovu niskih kamatnih stopa na državne vrednosne papire (na tromesečni papir je pala na ispod 1%) zaključili da je u vreme Depresije, kada je došlo do najvećeg pada zaposlenosti ljudi i kapaciteta ikada zabeleženog, monetarna politika bila ekspanzivna, te samim tim ona nije bila od značaj za ekonomsku aktivnost. Na osnovu takvog razmišljanja oni su zaključili da veza između privredne aktivnosti i ponude novca nije važna.

Osnovnu primedbu na pristup ranokejnzijanaca je 60-tih godina izneo M. Friedman sa tada malim brojem ekonomista. Ona glasi, novac nije stvar agregatne tražnje. Objašnjavajući posledice Velike depresije i velike bankarske krahove kao posledicu veoma kontraktivne politike, oni su analizom

kretanja kamatnih stopa došli do zaključka da su kamatne stope bile niske samo na državne papire, ali da su kamatne stope na obveznice sa niskim rejtingom bile veoma visoke. Obzirom da je u rano kejnzijanskom modelu kanal kojim se objašnjavala veza između novčane sfere i ekonomske aktivnosti bio kamatna stopa na državne obveznice, onda su se i mogli izvući pogrešni zaključci. U stabilnom vremenu sve kamatne stope se uglavnom kreću oko refererente veličine, međutim, u vremenima u kome nema stabilnosti kamatne stope mogu da se kreću nezavisno jedna od druge. To se dogodilo u periodu Velike depresije. Pored toga u periodu deflacije nominalne kamatne stope baš kao i u periodu inflacije ne pokazuju trošak pozajmljivanja. Za takvo stanje u ekonomiji merodavnije su realne kamatne stope. Znači za investicione odluke i nisu merodavne nominalne kamate (što su inače tvrdili i ranokejnzcinci, ali ih je takvo razmišljanje odvelo u drugačije zaključivanje) nego realne kamatne stope.

Najkraće preneto o tome profesor Mishkin¹¹ piše: Milton Friedman i njegovi sledbenici su 60-tih godina publikovali seriju istraživanja o kretanjima i promovisali jak uticaj novca na ekonomiju. U ono doba takav pristup je bio usamljen jer je na osnovu prethodnih kejnzijanskih analiza bilo opšte prihvaćeno mišljenje da novac za ekonomsku aktivnost nije važan. Do tog zaključka kejnzijanci su došli iz sledećih razloga:

1. Tokom velike depresije niske kamatne stope na državne papire su ih naveli na zaključak da je monetarna politika bila ekspanzivna.
2. Kako su oni kamatnu stopu sagledavali kao kanal kroz koga ponuda novca deluje na agregatnu tražnju oni u tom periodu nisu otkrili vezu između kretanja u nominalnim kamatnim stopama i investicionom trošenju.
3. Oni su na osnovu izveštaja poslovnih ljudi toga doba otkrili da na donošenje odluka o investiranju nisu uticale tržišne kamatne stope, što je dodatno jačalo zaključak da novac nije važan.

Analizom istog perioda monetaristi su došli do sledećih zaključaka koji su ujedno i primedbe na mišljenje kejnzijanaca.

1. Tokom velike depresije monetarna politika nije bila ekspanzivna nego kontraktivna. To je bio period najveće monetarne kontrakcije u istoriji SAD i velikih bankarskih grešaka.
2. Kada u privredi postoji ravnoteža, kretanje kamatnih stopa je ujednačeno, međutim, u periodu deflacije niske kamatne stope na državne papire nisu znak ekspanzivne monetarne politike niti pokazuju trošak pozajmljivanja. U tom periodu za razliku od nominalnih kamatnih stopa na državne papire kamatne stope na obveznice sa nižim rejtinzima su se kretale na veoma visokim nivoima. Milton Friedman za razliku od kejnzijanaca uvodi u teorijska razmatranja realne veličine i objašnjava da je za trošak pozajmljivanja i donošenje odluke o investiranju od značaja kretanje realnih a ne nominalnih kamatni stopa. To je razlog zašto Fridmanova istraživanja imaju za zaključak da slaba veza između nominalnih kamatnih stopa i investicionog trošenja ne isključuje jaku vezu između realnih kamatnih stopa i investicionog trošenja. U krajnjem zaključku Fridmanov stav da je novac stvar ponude novca a ne agregatne tražnje i da kamatna stopa nije jedini kanal preko koga novac deluje na realni sektor opredelio je dalji razvoj monetarne teorije i prakse. I pored toga navedene primedbe na njegov pristup ostaju:
1. Friedman tvrdi da rast ponude novca prethodi rastu dohotka, odnosno da se kretanje u jednoj varijabli javlja pre kretanja u drugoj. Friedmanova analiza kretanja poslovnog ciklusa u stogodišnjem periodu je pokazala da pad novca prethodi padu outputa, odnosno da se vrh rasta novca javlja 16 meseci pre vrha rasta outputa. Ovakav pristup je zasnovan na psihološkom principu koga su formirali *latini hoc ergo propter hoc* što znači da ako se jedan događaj javi posle drugog, drugi mora biti uzrokovan

¹¹ videti opširnije: Mishkin, F. S. (2006) The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, deo Transmission Mechanism of Monetary Policy: The Evidence (Pearson International Edition, Addison Wesley) str. 603-632

prvim. Ovaj princip je validan samo ako je prvi događaj rezultat nezavisne akcije, a ne nekim događajem koji ga sledi ili da je pod uticajem nekog spoljnog faktora koji utiče na oba događaja.

2. Da bi ovakav pristup bio validan samo ako su promene u vodećoj varijabli egzogeni događaj. Milton Friedman je bio svestan ove činjenice i zato je sastavni deo njegove teorije strategija monetarnog targetiranja koja podrazumeva konstantnu stopu rasta novca.

U odnosu na ranokejnzijance, savremena kejnzijanska analiza se fokusira na specifične kanale kroz koje ponuda novca deluje na ekonomsku aktivnost. Oni grade strukturni model kojim mogu da objasne ponašanje privrednih subjekata i potrošača u mnogim sektorima ekonomije i preko koga mogu da se sagledaju kanali kojim monetarna i fiskalna politika deluju na agregatni output i trošenje. Prednost kejnzijanskog pristupa je što se u model može uključiti svaki transmisioni mehanizam posebno da bi se istražilo u kojoj je meri novac važan za ekonomsku aktivnost i na taj način razumeli uzrok pomene u ekonomskoj aktivnosti, odnosno pravcu uzroka između M i Y . Problem je međutim ako se u strukturni model ne uključe svi transmisioni mehanizmi što može imati za posledicu da se poceni značaj M na Y . Monetaristi upravo insistiraju na mogućnosti da se iz strukturnog modela mogu isključiti neki transimisioni mehanizmi što može umanjiti značaj monetarne politike. To je razlog zašto oni insistiraju na stepenu korelacije između M i Y . Problem je međutim, da promene u M mogu navesti na zaključak da su one uzrok promena u Y i kada to nije slučaj. Korelacija ne podrazumeva uzročnost, tako da visoka korelacija između M i Y može da znači da su promene u M uzrokovane promenama u Y , međutim na tu promenu je mogao da utiče i neki drugi faktor.

Kejnzijanski pristup monetarnoj transmisiji bi se mogao opisati na sledeći način: ponuda novca M deluje na kamatne stope koje deluju



U odnosu na ranokejnzijance, savremena kejnzijanska analiza se fokusira na specifične kanale kroz koje ponuda novca deluje na ekonomsku aktivnost

na investicije, a investicije utiču na agregatni output i agregatno trošenje. Za

razliku od kejnzijanca monetaristi posebno ne ističu specifične puteve po kojima monetarna ponuda deluje na agregatno trošenje nego posmatraju da li su kretanja u monetarnim agregatima tesno povezana sa kretanjima u društvenom bruto proizvodu.

Nakon sedamdesetih godina, a posle uvođenja fluktuirajućih deviznih kurseva, pojave inflacije, deregulacije i finansijskih inovacija, menjale su se dominantne karakteristike monetarnog transmisionog mehanizma. Kada je u pitanju monetarni transmisioni mehanizam razlike među ekonomistima monetarističke i kejnzijanske škole su danas mnogo manje nego pre nekoliko decenija ali i danas postoje i pokazuju alternativne puteve istraživanja determinanti ponude novca. I danas međutim u upravljanju monetarnim kretanjima američki ekonomisti su skloniji monetarnoj bazi, a engleski kamatnoj stopi¹².

Nakontzv. "monetarističke kontrarevolucije"

¹² videti Lučić LJ. (2002) *Monetarni transmisioni mehanizam*, Finansije br. 9-10

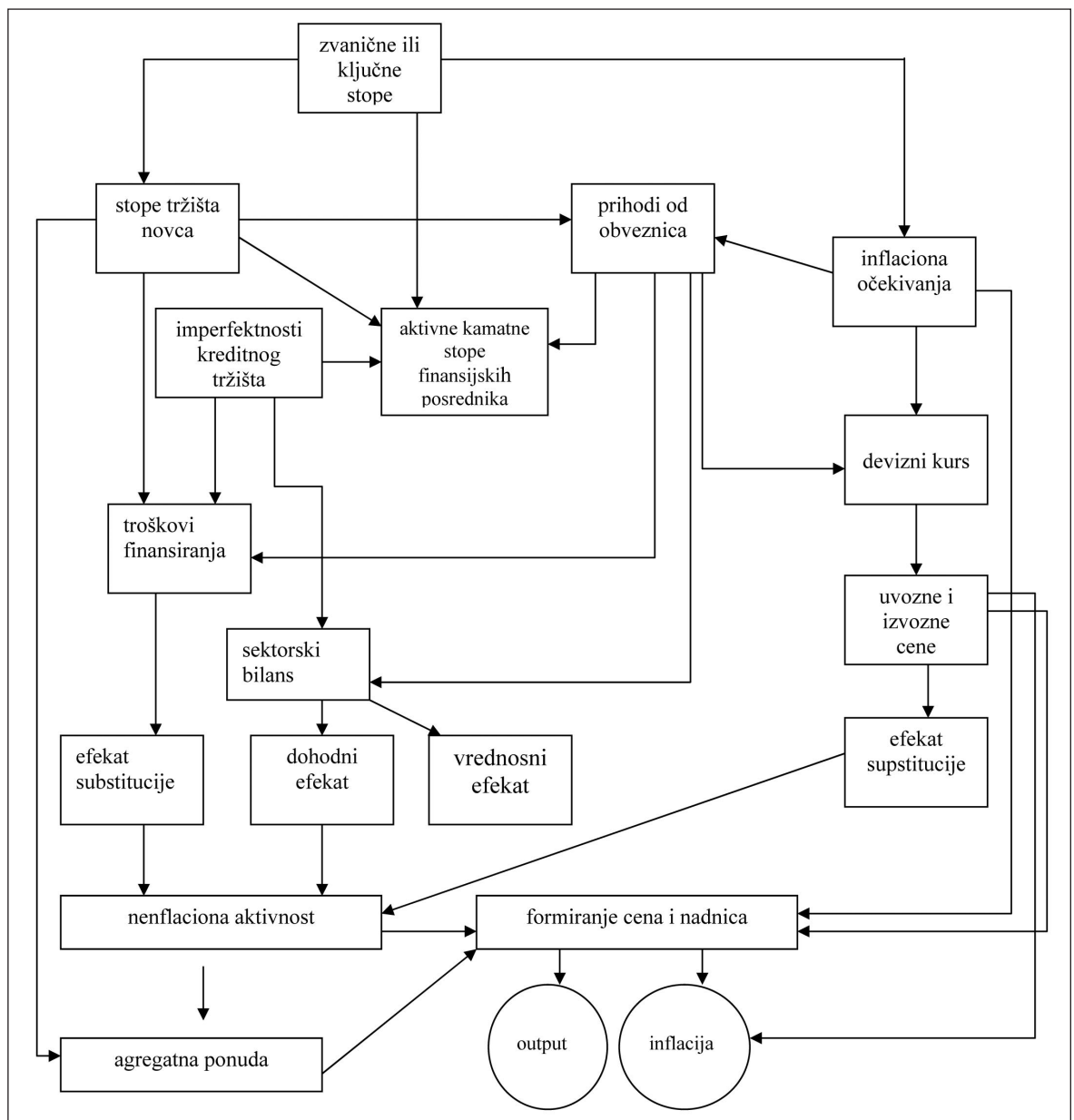
ekonomska istraživanja su otišla u dva pravca. Monetaristi su počeli da koriste sofisticiranije forme modela za proveru značaja novca za ekonomsku aktivnost. Kejnzijanci su razvili strukturni model i pokušali da objasne osim kamatne stope i druge kanale monetarne transmisije.

Nakon nekoliko decenija istraživanja glavni transmisijoni kanali se mogu predstaviti sledećom tabelom:

Međutim, i ovako predstavljen model monetarne transmisije u uslovima deregulisanog

finansijskog sektora ne bi obezbedio pravilnu procenu privrede za novcem, odnosno kretanje tržišnih cena i prihoda aktive moglo bi dovesti u pitanje ponudu novca. U finansijskom sistemu u kome su finansijska deregulacija i finansijske inovacije u značajnoj meri promenili način finansiranja, monetarna politika ne deluje na ekonomsku aktivnost samo preko kamatnih stopa i kvantiteta novca nego i preko banaka (racioniranje kredita) i kreditnog kanala. U zemljama razvijene tržišne privrede kreditni kanal je bio zapostavljen i bio je u senci novčanog

Glavni kanali transmisijonog procesa monetarne politike¹³



¹³ Berk, J. M. (juni 1998) Monetary Transmission: What do we Know and How can we use it (Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, no 205) str. 150

kanala. Međutim, najnovije analize govore da ga po značaju treba staviti u istu ravan sa novčanim kanalom i tretirati ih komparativno. Zapadni eksperti ističu da kreditno tržište igra značajnu ulogu u transmissionom procesu, zbog postojanja kreditno tržišnih imperfektnosti i zbog prirode kreditnog tržišta koja je takva da odbija ravnotežu. Banke i ostali finansijski posrednici, različiti kreditni uslovi, raspoloživost kredita imaju veliki značaj u transmisiji mera monetarnih vlasti na nefinansijsku aktivnost i realni sektor.

Različiti transmisioni mehanizmi monetarne politike i njihov značaj za sagledavanje veze između monetarne i realne sfere u našoj zemlji

Razvoj transmisionih mehanizama se odvija u dva pravca. Jedan istražuje koje su to još cene aktive, pored kamatne stope, kanali transmisije (cene hartija od vrednosti, devizni kursevi). Drugi se razvio na bazi asimetričnih informacija koje se javljaju na kreditnom tržištu i preko kreditnog kanala istražuju efekte monetarne politike preko bankarskog odobravanja kredita i imovinskog bilansa preduzeća i domaćinstava (vrednost preduzeća iskazana bilansom stanja, cash flow, anticipacija rasta cena). Objasnićemo najmoćnije kanale koji su od značaja i za razumevanje delovanja monetarne politike u našoj zemlji.

Kamatna stopa - Kada je u pitanju kanal kamatne stope za razliku od tradicionalnog pristupa da kamatna stopa utiče samo na poslovno odlučivanje, savremeni pristup je da kamatna stopa utiče i na investicione odluke šire javnosti (stambeni krediti i trajna potrošna dobra). Pored toga za donošenje odluke o potrošnji, za razliku od ranokejnzijanaca ističe se značaj realnih kamatnih stopa i dugoročnih kamatnih stopa. Zaključivanje sledi logiku tradicionalnog pristupa, s tim da su očekivanja da niže realne kratkoročne kamatne stope vode u pad realnih dugoročnih kamatnih stopa.

“Neki ekonomisti kao što je Džon Tejlor sa

Stanford Univerziteta je mišljenja da postoje jaki empirijski dokazi za suštinski efekat kamatne stope za potrošačke i investicione izdatke preko cene kapitala čineći da je transmisioni mehanizam kamatne stope veoma jak. Njegov stav je veoma kontroverzan i mnogi istraživači uključujući Ben Bernanke sa Princeton University i Mark Gertler sa New York University veruju da empirijski dokazi ne podržavaju moćno dejstvo efekata kamatne stope na cenu kapitala. Oni su mišljenja da empirijski neuspesi tradicionalnog transmisionog mehanizma kamatne stope podstiču istraživanje ostalih transmisionih mehanizma monetarne politike.”¹⁴

U našoj zemlji kamatna stopa je bila u senci monetarnih agregata. Međutim rast novca u opticaju (ili nekog drugog monetarnog agregata) nije snižavao kamatne stope i delovao na output nego na nelegalno devizno tržište. Da bi se izbegla inflacija podstaknuta špekulacijama na nelegalnom deviznom tržištu, monetarni agregati su kontrolisani do mere da je ispod svakog prihvatljivog nivoa obezbeđivan novac po jedinici društvenog proizvoda.¹⁵ Kako su takvi uslovi poslovanja potrajali, na kraju XX veka u Srbiji se malo šta isplatilo proizvoditi.

Devizni kurs – u sistemu fluktuirajućih deviznih kurseva se sve više pažnje obraća na efekte monetarne politike na devizne kurseve koji deluju na izvoz i agregatni output. U zemljama razvijene tržišne privrede kada domaće realne kamatne stope padaju, depoziti u nacionalnom novcu padaju, dok depoziti u stranim valutama rastu. Kao rezultat nacionalna valuta smanjuje vrednost (depresira), vrednost domaće valute je niža u odnosu na stranu robu što uzrokuje rast u neto izvozu i agregatnom outputu.

U našoj ekonomiji sve je isto do momenta kada niža vrednost domaće valute treba da uzrokuje rast izvoza i agregatnog outputa. Umesto toga tada izađe na videlo da kada naša valuta izgubi vrednost umesto rasta izvoza i domaćeg outputa, strana valuta (nekada nemačka marka) preuzme ulogu novca i krajnji

¹⁴ Mishkin F. S. (2006) *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, deo Transmission Mechanism of Monetary Policy: The Evidence* (Pearson International Edition, Addison Wesley) str. 618

¹⁵ videti Lučić LJ. *Monetarna kretanja u Jugoslaviji u periodu 1994-1998. godine*, časopis Finansije br. 5-6 2000. godine.

ishod postaje rast uvoza (nema toga što je na domaćem tržištu toliko konkurentno da bi moglo biti jeftinije i kvalitetnije od uvoznog)¹⁶. Tako je bilo do 2000. godine, kada nije bilo investicija, stranih donacija, stand-by aranžmana sa MMF i prodaje domaćih preduzeća stranim investitorima. Danas zavidan nivo deviznih rezervi trenutno otklanja pretnju da se istorija ne ponovi. Međutim, poreklo deviznih rezervi upozorava da bi u našoj privredi ako se ništa ne poradi na planu povećanja outputa i privredne aktivnosti one mogle brzo da se istope ne zato što su sada pretnja devize u slamaricama, jer su one delom već potrošene, a delom stavljene u legalne kanale, nego iz prostog razloga što mi ustvari posle deceniju i po nerada stvarno i nemamo šta da izvezemo, bar ne u količinama koje bi mogle zadovoljiti inostranu tražnju.

Cena akcija - Tzv. Tobinovo Q je teorija James Tobina o tome kako monetarna teorija može delovati na ekonomiju preko cene akcija. Q je odnos tržišne vrednosti preduzeća i troška zamene kapitala.

Ako je Q visoko, tržišna cena preduzeća je visoka u odnosu na trošak zamene kapitala i nova fabrika ili kapitalna oprema su jeftiniji u odnosu na tržišnu vrednost preduzeća. Kada je Q visoko kompanije tada treba da emituju akcije jer su uslovi povoljni da ostvare visoku cenu. Investiciono trošenje će se povećavati zato što će preduzeća moći kupovati veliku količinu nove investicione robe sa samo malo emitovanih akcija.

Suprotno tome kada je Q nisko preduzeća neće kupovati novu investicionu robu zato što jer tržišna vrednost preduzeća niska u odnosu na trošak zamene kapitala. Ako u takvim uslovima kompanije žele da steknu kapital, one umesto da emituju akcije mogu jeftinije da kupe "stari kapital" odnosno neko drugo već postojeće preduzeće. Investiciono trošenje, kupovina novih investicionih roba, će tada biti veoma niska.

Preko Tobinovog Q monetarna politika može da deluje na cenu akcija na sledeći način (naravno samo u privredama gde je tržište HoV već razvijeno): kada je monetarna politika ekspanzivna, javnost otkriva da ima

više novca nego što želi da drži i oslobađa ga se kroz trošenje. Obzirom da je u pitanju razvijeno tržište HoV i navika da se sredstva "štede" ulaganjem u hartije od vrednosti, javnost novac troši na tržištu akcija. Kupovina akcija povećava tražnju za akcijama i posledično povećava cenu akcija. Viša cena akcija vodi u veće Q, a veće Q u veće investiciono trošenje.

Efekat bogatstva – Tobinovo Q se može primeniti i na imovinski bilans potrošača. Pri tome je osnovna premisa da potrošači poravnavaju svoju potrošnju tokom vremena i da je determinanta potrošnje potrošača životni vek izvora potrošnje, a ne samo njihov tekući dohodak. Značajna komponenta izvora potrošnje potrošača su njihove akcije, kuće i zemlja. Kada njihova cena raste, raste i vrednost bogatstva tako da se povećavaju i izvori potrošnje.

Cene hartija od vrednosti još uvek nisu transmisioni kanal preko koga se može sagledati dejstvo monetarne politike na realni sektor u našoj zemlji. Razlog tome je nerazvijeno tržište hartija od vrednosti. Da bi tržište hartija od vrednosti bilo efikasno nije dovoljna samo pravna regulativa i institucije nego i navike tržišnih transaktora, a za njihovo menjanje je potrebno malo duže vremena.

Kreditni kanal – Usled asimetričnih informacija na tržištu, monetarna politika preko kreditnog kanala deluje na banke i njihovu kreditnu aktivnost i na imovinski bilans preduzeća i domaćinstava. Kreditni kanal je moćan u zemljama gde je dominantno pozamljivanje sredstava preko bankarskog sistema, a u sistemima sa razvijenim finansijskim tržištem deluje moćnije na mala i srednja preduzeća nego na velika zato što je velikim preduzećima omogućen pristup na tržišta hartija od vrednosti.

Asimetrične informacije su nedostatak ili nejednak stepen međusobne informisanosti na finansijskom tržištu učesnika na finansijskom tržištu. Kao posledica nedostatka ili nejednakog stepena međusobne informisanosti na finansijskom tržištu učesnici na finansijskom tržištu imaju problema i pre izvođenja finansijske transakcije i nakon što se finansijska

¹⁶ o tome videti Lučić LJ. (1999) *Monetarna transmisija*, Jugoslovensko bankarstvo br. 11-12

transakcija izvrši. Pre izvođenja finansijske transakcije javlja se problem negativne selekcije. Zbog odsustva dobre informisanosti o zajmotražiocima, a usled opšteg visokog stepena kreditnog rizika, zajmodavac može odustati od odobravanja kredita i zajmotražiocu sa malim kreditnim rizikom. Ako se na finansijskom tržištu ostvari finansijska transakcija, usled asimetričnih informacija javlja se moralni hazard. Moralni hazard je rizik da će zajmoprimac uložiti pozajmljena sredstva u neisplativu investiciju i da sredstva zajmodavcu neće biti vraćena. Ako postoji saznanje da je zajmoprimac uložio sredstva u visoku rizičnu investiciju zajmodavac bi mogao da raskine ugovor, u suprotnom postoji opasnost da kredit neće naplatiti. Problem je međutim što to saznanje zajmodavalac nema pouzdano pre odobravanja kredita. Problemi negativne selekcije i moralnog hazarda mogu da se prevaziđu preko efikasnih finansijskih posrednika. Drugi Bazelski sporazum čija primena sledi naredne godine, sigurno će ove probleme umanjiti, međutim ovaj kanal monetarne trasmsije će i dalje biti veoma moćan u uslovima u kojima je i sada.

U privredama gde postoji visok stepen zavisnosti finansiranja od bankarskih kredita i postoji neperfektna zamena bankarskih depozita sa ostalim izvorima sredstava, bankarsko odobravanje kredita deluje na realni sektor na sledeći način: ekspanzivna monetarna politika povećava bankarske depozite, nakon toga sledi povećanje obima bankarskog kreditiranja, što povećava obim investiranja te rast dohotka.

Poput odobravanja kredita zbog asimetričnih informacija nastao je novi kanal monetarne transmisije - imovinski bilans. Kada je u pitanju bilans stanja što je niža vrednost preduzeća veći je problem negativne selekcije (pad obima kreditiranja) i moralnog hazarda (rizična ulaganja), te veći rizik kod odobravanja kredita. Razlog tome je što su preduzeća manje sposobna da obezbede kolateral za kreditno zaduženje. Monetarna politika može da deluje na rast dohotka tako što će monetarna ekspanzija povećati cenu akcija što će smanjiti problem negativne selekcije i moralnog hazarda i posledično povećati odobravanje kredita. Preko imovinskog bilansa deluje još jedan

transmisioni kanal. To je efekat preko cash flow. Sa ekspanzivnom monetarnom politikom, snižava se nivo nominalnih kamatnih stopa, što povećava likvidnost i sposobnost zajmotražioca da izmiruju svoje obaveze, smanjuje se problem negativne selekcije i problem moralnog hazarda, kreditna aktivnost se povećava, što rezultira povećanim investiranjem i dohotkom. Za kanal cash flow su značajne nominalne kamatne stope i kratkoročne kamatne stope.

U našoj zemlji je kreditni kanal preko bankarskog odobravanja kredita veoma moćan, ali neistražen transmisioni mehanizam. Mišljenja sam da na to upućuje činjenica što u našoj zemlji postoji duga tradicija upućenosti na kreditno tržište, dok je tržište HoV tek u fazi formiranja. Za proteklih desetak godina formirano je primarno tržište HoV, dok je u fazi razvoja sekundarno tržište HoV.

Monetarni transmisioni mehanizam i strategija targetiranja u našoj privredi.

Prvo i pre svega kada je finansijski sistem jedne zemlje u pitanju postoji pravilo koje se ne može apstrahovati. Danas, svaka država ima centralnu banku i razne vrste finansijskih institucija. Kada je u pitanju centralno bankarstvo, razlike u načinu organizacije same institucije su praktično nevažne za upravljanje monetarnom politikom (postoje, ali nisu predmet ovog rada), dok su razlike koje su postojale u stepenu nezavisnosti centralne banke od izvršne vlasti u jednoj državi danas minorne. Međutim kada je u pitanju poslovno bankarstvo i ostale finansijske inistucije, razlike su veoma velike i one u značajnoj meri opredeljuju upravljanje monetarnom politikom i utiču na efekte preduzetih mera. Za predlog koji nameravam da izložim, treba podsetiti na sledeće. U najkraćem, u SAD-u, s obzirom da je do 1997. godine važio Glas-Steagel Act iz 1933. godine, komercijalno bankarstvo je bilo odvojeno od investicionog bankarstva tako da su banke organizovane kao komercijalne banke mogle da se bave samo jednom vrstom bankarskih poslova (kratkoročnim), a investicione banke drugom vrstom bankarskih poslova (dugoročnim). Evropsko bankarstvo je bilo univerzalno. Poslovno bankarstvo u

Evropi je imalo pravo da se bavi i kratkoročnim i dugoročnim banakarskim poslovima. To je jedan od osnovnih razloga zašto su se u SAD nekoliko decenija sve do 1993. godine razvijale razne finansijske institucije sa često veoma malim razlikama u vrsti usluga koje nude i zašto je razvoj finansijskih inovacija bio u ekspanziji, daleko većoj nego što je to bio slučaj u Evropi. Drugo, američka privreda ima dugu tradiciju usmerenosti na tržišta hartija od vrednosti, dok se evropska privreda razvijala dominantno preko bankarskog kredita (zato o finansijskim tržištima treba učiti od američkih autora, a o bankarstvu i kreditnom tržištu od evropskih).

Ove dve napomene nužno je istaći da bi se otklonile moguće zabune i napravila jasna razlika u razumevanju onoga čemu težimo, od onoga što je naša stvarnost. Mi imamo evropski tip banke već nekoliko decenija, a razvijamo tržište HoV nešto više od jedne decenije. Do sada smo uspeali da formiramo samo primarno tržište HoV. Sekundarno tržište još uvek ne funkcioniše na način da bi kretanja na njemu mogla da budu od dominantnog značaja za sagledavanje veze monetarnog i realnog sektora. Efikasno upravljanje monetarnom politikom pretpostavlja da se uvažavaju postojeći institucionalni uslovi. Potreba i želja da se razvijaju akcionarska društva je naša stvarnost, ali ono što funkcioniše dominantno u našoj privredi nije tržište HoV nego kreditno tržište, a banka je još uvek osnovna finansijska institucija u našem sistemu. Velika je verovatnoća da će takva praksa potrajati, jer iskustva zemalja koje su podsticale razvoj tržišta HoV govore da se navike javnosti menjaju dosta sporo. Ono što je sasvim izvesno je da se primenom Bazelskog sporazuma II uvode novi standardi u bankarstvu i da će oni pooštriti kriterije za odobravanje kredita. Potencijalni zajmoprincipi ako i dođu do kredita više ne treba da se interesuju samo za visinu kamatne stope nego da pitaju svoje bankare koliko njihov kredit košta. Odgovor na ovo pitanje ne zavisi samo od visine kamatnih stopa nego i od dodatnih klauzula. To je osnovni razlog zašto prvo i pre svega treba da znamo gde smo sada, da se opredelimo šta želimo, a potom da sagledamo šta možemo i u kom vremenskom periodu da ostvarimo.

Krajnji cilj naše ekonomske politike mora da bude osim eliminisanja inflacije i inflacionih očekivanja privredni rast i povećanje zaposlenosti kapaciteta i ljudi. Monetarna ravnoteža, finansijska i ekonomska stabilnost nisu same sebi cilj i zato je potrebno u privredi sa blizu 30% nezaposlenosti istaknuti rast zaposlenosti kao krajnji cilj ekonomske politike. Za ostvarenje takvog cilja upravljanje monetarnom politikom preko monetarnog targetiranja i targetiranja deviznog kursa nije odgovarajuće. Dosadašnji rezultati privređivanja to potvrđuju. Mišljenja sam da bi u našim uslovima inflaciono targetiranje (koje može da obuhvati i druge posredničke varijable osim novčanog stoka) kombinovano sa ciljanjem utvrđene referentne vrednosti za određeni monetarni agregat (na primer u sadašnjim uslovima je najprikladniji M_3 , osim što obuhvata i dinarske i devizne depozite, ne postoji ni problem ni pretnja da bi finansijske inovacije mogle da ugroze kontrolu veze između novčanog i realnog sektora preko bankarskog i centralnobankarskog sistema) bilo prikladnija monetarna strategija. Razlog tome može da bude i naša javnost, sklona da tvrdi da je ekonomija nešto u šta se ona razume bolje i od samih ekonomista, uključujući i talentovane i one koji su u nju zalutali.

Inflaciono targetiranje omogućava i stabilizaciju inflacije i stabilizaciju outputa oko potencijalnog outputa. Potencijalni output je prirodni nivo outputa u dugom roku. Kada dođe do šoka bilo ponude bilo tražnje ne postoji opcioni odnos ili pad inflacije ili pad outputa. Nakon šoka kretanje se usmerava prema planiranoj inflaciji i to omogućava centralnoj banci da vodi računa i o stabilizaciji cena i o stabilizaciji outputa. Praktično preko stabilizacije cena se stabilizuje output. Kada se sprovodi strategija monetarnog targetiranja u slučaju negativnog šoka ponude koji smanjuje output ali povećava cene, dolazi do pada agregatne tražnje, koji utiče na pad nivoa cena, ali i do još većeg pada outputa. Tada nastaje opcioni odnos između cena i outputa. Postavlja se pitanje ili-ili, ili stabilizovati cene ili stabilizovati output. U tom slučaju se sledi stabilizacija cena. Razlog je što u strategiji inflacionog targetiranja centralna banka koristi informacije o svim varijablama (uključujući i

novčani stok) koje će uticati na buduću inflaciju i na osnovu toga prognozira inflaciju koja postaje najbolji mogući posrednički cilj. Kod monetarnog targetiranja izostavljaju se mnoge informacije, a novčani stok može da se promeni iz razloga koji nemaju veze sa inflacijom.

Inflaciono targetiranje je za sada još uvek “ekperiment” i nema pouzdanog odgovora na pitanje da li garantuje najbolji ishod za makroekonomsku stabilnost. Postoje dokazi da centralna banka može uspešno da planira inflaciju, ali da to ne sprečava komešanja na tržištu aktive. Na primer SAD su uspešno stabilizovale inflaciju, ali makroekonomska nestabilnost nije potpuno eliminisana zbog poremećaja u cenama akcija. Uočeno je da se cene aktive i bankarski krediti čak povećavaju istovremeno. To je razlog zašto sve veći broj monetarnih teoretičara predlaže da centralna banka u vođenju monetarne politike uzme u obzir i kretanja na tržištu aktive. To bi praktično značilo da bi posredničke varijable osim prognoze inflacije i novčanog stoka trebale biti i cene akcija i nekretnina i bankarski krediti, odnosno da se monetarna transmisija između monetarnog i realnog sektora sagledava ne samo preko novčanog nego i preko kreditnog kanala. U našoj zemlji to bi značilo da bi posredničke varijable osim prognoze inflacije i novčanog stoka trebao da bude i bankarski kredit.

Kada je naša zemlja u pitanju, tom predlogu bi naši monetarni teoretičari trebalo da poklone dužnu pažnju bez obzira što su, za razliku od prognoze inflacije koja može da se napravi sa velikom preciznošću, cene aktive i bankarski krediti u dobroj meri nepoznanica i ne mogu da se precizno planiraju. To nije samo problem naše zemlje nego je problem i u drugim zemljama razvijene tržišne privrede, ali i na nivou čiste teorije usled odsustva znanja o tome kako se inflacija aktive prenosi na stvarnu ekonomiju, odnosno nedovoljnog poznavanja transmisije između novčane i realne sfere.

Najnovija istraživanja monetarnog transmissionog mehanizma prema podacima za 21 industrijsku granu u 5 zemalja OECD

(Francuska, Nemačka, Italija, V. Britanija i SAD) pored toga što dokumentuju ukrštenu industrijsku heterogenost efekata monetarne politike i njihovu sličnu distribuciju po zemljama ukazuju na značajan doprinos kreditnog kanala u objašnjavanju različitog uticaja monetarne politike.¹⁷ Njihova analiza je značajna i za nas kako kada je u pitanju razumevanje monetarne transmisije tako i za upravljanje monetarnom politikom u našim uslovima. Iz toga razloga u ovom delu rada se posebno ističe kreditni kanal monetarne transmisije.

Kreditni kanal polazi od toga da bankarski kredit nije perfektna zamena za ostale forme pozajmljivanja. Velika grupa malih i srednjih preduzeća je zavisna od bankarskog kredita zato što je za njih veliki trošak štampanje i trgovina vrednosnim papirima na otvorenom tržištu. Za ona preduzeća koja se finansiraju preko kredita nema odgovarajuće zamene za kredit. Banke posluju u uslovima asimetričnih informacija na kreditnom tržištu. Preko specijalizacije i monitoringa kreditnih performansi banke mogu efektivnije odobravati kredit nego druge institucije. To im omogućava da utvrde niže obaveze za zajmodavce i zajmoprimce nego što bi ih imali oni u direktnom kontaktu i povećavaju obim kredita prema onima koji se ne zadužuju na otvorenom tržištu. Banke na taj način obezbeđuju dodatni nezavisni kanal monetarne transmisije: kreditni kanal. Ovaj kanal pokazuje da monetarna politika deluje ne samo preko uticaja na bankarsku pasivu nego i preko uticaja na bankarsku aktivu.

Za novčani kanal mora da postoje dva uslova:

1. da je centralna banka u stanju da menja količinu novca i utiče na ponudu bankarskih depozita
2. da ne postoji perfektna zamena za novac tako da učesnici nisu u stanju da nadoknade promene u količini novca preko alternativnih finansijskih instrumenata. Postoje dve vrste aktive: novac i ostala aktiva (obveznice). Bankarski kredit se ne razlikuje od ostale nebankarske finansijske aktive.

Za funkcionisanje kreditnog kanala takođe

¹⁷ Dedola L., Lippi F., (XII 2000) *Temmi di discussione del Servizio Studi – The monetary transmission mechanism evidence from the industries of five OECD countries*

su potrebna dva uslova:

1. Kredit i vrednosni papiri moraju biti nesavršena zamena tako da monetarna politika deluje direktno na ponudu kredita
2. Bankarski kredit i nebankarski krediti moraju biti nesavršena zamena za obaveze preduzeća tako da smanjena raspoloživost bankarskih kredita smanjuje realnu ekonomsku aktivnost preko pada trošenja u preduzećima koja su zavisna od bankarskih kredita

Pod prvim uslovom se podrazumeva da banke moraju da usaglase ponudu kredita sa promenama u monetarnoj politici. Drugi uslov podrazumeva: da zajmoprимci ne mogu kompenzovati troškove usled pada bankarskih kredita preko drugih izvora finansiranja, da postoje razlike u kamatama između bankarskih i nebankarskih kredita i da se raspon između kamatnih stopa tržišta novca i stopa bankarskih kredita menja saglasno promenama u monetarnoj politici.

Kreditni kanal pretpostavlja da je centralna banka u stanju da utiče direktno na tok bankarskih kredita i ističe značaj kreditno tržišnih imperfektnosti za transmisioni mehanizam. U centru analize je efekat monetarne politike na ekonomske poremećaje kod zajmoprимaca koji su zavisni od bankarskih kredita. Kreditni pristup transmisionom monetarnom mehanizmu uvodi potencijalno značajnu interakciju između realnih i finansijskih faktora u formulisanju i upravljanju monetarnom politikom. U kojoj meri je to značajno pre svega zavisi od značaja koji ima obim kojim se kreditiranje ekonomske aktivnosti obavlja.

Npr. u vreme ekspanzije troškovi od spoljnog finansiranja će opasti što će podsticati investicionu tražnju i suprotno u vreme restrikcije troškovi spoljnog finansiranja će rasti što će depresirati investiciono trošenje. Ekonomski poremećaji mogu povećati ili smanjiti realne troškove zajmoprимaca na način da uvećaju uticaj promena monetarne politike. Ovo uključuje promene do kojih dolazi usled uticaja monetarne politike na kamatne stope otvorenog tržišta. Npr. restriktivna monetarna politika povećava kamatne stope otvorenog tržišta, time utiče da pad vrednosti aktive i pogoršava likvidnost preduzeća,

raspoloživost internih sredstava i rast njihovih cena, rast troškova spoljnih sredstava što širi efekte promena na kamatne stope kapitalnih sredstava.

Preko novčanog kanala ne mogu da se u potpunosti objasne implikacije koje promene monetarne politike imaju na output, *inflaciju i devizne kurseve bez da se sagleda i uticaj kreditnog kanala*. Do ovog zaključka su došla istraživanja o kretanju deviznih kurseva u periodu između 1980-tih i 1990-tih kada je došlo do značajnog rasta kreditiranja. Rast kreditiranja je smanjio raspon između kamatnih stopa na kredite i obveznice i olabavio standarde za odobravanje kredita. Povećano odobravanje kredita je stimulisalo tražnju i povećalo pritisak na kamatne stope i devizne kurseve. Ako sve drugo ostane nepromenjeno, prekomerna tražnja može da se eliminiše preko apresijacije realnog deviznog kursa, a oba preko apresijacije nominalnog deviznog kursa ili rasta domaće stope inflacije u odnosu na stranu. Međutim, ako su nominalni devizni kursevi fiksni stimulativni efekti kreditnih šokova su veći pošto su kamatne stope obveznica vezane za devizni kurs i javiće se dodatna monetarna ekspanzija da bi se očuvala fiksnost deviznog kursa. Kreditni kanal bi mogao da bude pomoćni cilj jer je povezan sa krajnjim ciljevima politike, sadrži informacije oko budućih kretanja i povezan je sa operativnim ciljevima ili instrumentom preko koga centralna banka može da poveća direktnu kontrolu. U izboru kreditnog ili monetarnog agregata neophodno je uporediti stepen stabilnosti odnosa novac - dohodak, odnosno kredit - dohodak i značaj šokova na tražnju novca, odnosno tražnju kredita. Procene su svakako različite kako po zemljama, tako i u razlitim vremenskim periodima. U tome se posebne teškoće javljaju kod procene kratkoročne tražnje za novcem i kreditom što utiče na opredeljenje monetarnih vlasti za monetarne agregate. Ako se kredit i ne koristi kao pomoćni cilj, on može biti značajna indikator varijabla.

Kredit ima ne samo mikroekonomsku ulogu, nego i makroekonomsku ulogu. Novija istraživanja uloge kredita ukazuju na značaj već početkom veka postavljene teorije o njegovom makroekonomskom značaju: velike fluktuacije u obimu kreditiranja i cenama aktive

praćene bilansnim prilagođavanjem može komplikovati ostvarenje ciljeva monetarne i ekonomske politike. Prekomerno kreditiranje može podstaći špekulacije sa aktivom. Pad cene aktive može generisati deflacioni dug, dok rast cene aktive (realne imovine i akcija) podstiče kreditnu ekspanziju, deregulaciju finansijskog sistema ili u već deregulisanom okruženju rast konkurencije između banaka i nebankarskih finansijskih institucija. Podaci o bliskoj vezi između cene aktive i kreditnog agregata predstavljaju se kao dokaz tvrdnje da je novac važan. Promene u okruženju kao što su deregulacija i povećanje konkurencije navode se kao faktori koji menjaju informacione potrebe monetarnih vlasti za upravljanje monetarnom politikom. Sugerise se da se uzmu u obzir svi tipovi transakcija i njihove cene, pre svega cene aktive a potom cene roba i usluga. Tu se javljaju problemi praktične prirode i tiču se procene odnosa između cene aktive (indikator varijable) i inflacije konvencionalno merene (krajnji cilj) i između cene aktive i instrumenata monetarne politike koji su od makroekonomskog značaja. Zbog tih problema pažnja se usmerava na mikroekonomsku dimenziju kreditnog kanala. Ekonomska kretanja i njihova reakcija na monetarne mere zavisi delom od zdravog i konkurentnog bankarskog i finansijskog sistema zbog njegovog uticaja preko mikroekonomskih mera na uspešno sprovođenje zacrtane monetarne politike.

Zaključna razmatranja

Promene do kojih je došlo u poslednje dve decenije a odnose se na uvođenje fluktuiranja deviznih kurseva, liberalizaciju i deregulaciju i razvoj tržišta i tržišnih institucija doprinele su razvoju teorijskih razmatranja o transmissionom monetarnom mehanizmu i približavanju stavova da ne postoji finansijski agregat koji može trajno da deluje kao efikasan pomoćni cilj.

Kreditni kanal monetarne transmisije nije alternativa novčanom kanalu nego je dopuna koja omogućava kompletniju analizu monetarne politike: upotrebu finansijskih agregata kao posredničkih targeta ili informativnih varijabli, procenu monetarnih uslova preko sagledavanja inovacija i deregulacije

finansijskog tržišta, implikacije na kretanja administrativne kontrole i tržišno zasnovane monetarne kontrole, omogućava integraciju mikroekonomske i makroekonomske dimenzije monetarne politike.

1. Fokusiranje na kredit može biti posebno relevantno u periodu kada inovacije i deregulacija na finansijskom tržištu imaju značajniji uticaj na monetarne agregate.
2. Kredit ne bi bio odgovarajuća zamena za monetarni agregat u slučaju kada bi se javili kreditni supstituti i kada bi se smanjio uticaj centralne banke na obim pozajmljivanja.
3. Međutim, ako se monetarna politika transmituje i kroz kanal novca i kroz kanal kredita tada kamatne stope novčanog tržišta obezbeđuju samo delimičnu sliku monetarnih uslova jer se propuštaju efekti promena u odnosu između stopa novčanog tržišta i kreditnih stopa. Istraživanja zapadnoevropskih teoretičara pokazuju da o budućim kretanjima u investiranju i outputu značajne informacije pruža kako raspoloživost i obim bankarskog pozajmljivanja tako i visina kamatnih stopa.
4. Kada se vrši racioniranje bankarskih kredita kamatne stope uključujući kreditne stope ne mogu biti pouzdani indikator uticaja finansijskih varijabli na agregatnu tražnju. U tom slučaju varijable bankarskog bilansa (obim kredita) mogu biti bolji izbor.

Kada je u pitanju veza monetarnog i realnog sektora u Srbiji dosadašnja praktična primena praćenja monetarnih agregata (od M_1 do neto domaće aktive) se pokazala uspešna, ako je dosledno primenjena, u delu ostvarenja postavljenog krajnjeg cilja - određene stope inflacije. I sa i bez aranžmana sa MMF kontrola ponude novca preko monetarnih agregata (povezana sa kretanjem deviznih rezervi zemlje) je neophodna jer kontinuirana pretnja od ubrzavanja inflacije, eliminiše mogućnost oslanjanja na kamatnu stopu ili slabljenja veze evro - dinar. Međutim, u našoj zemlji kao što kamatna stopa nije pouzdan mehanizam transmisije između monetarnog i realnog sektora, tako ni monetarni agregati ne obezbeđuju pravilnu procenu potrebe privrede za novcem. U našoj privredi čija je osnovna karakteristika masovna nezaposlenost, odabir

pravilne monetarne politike transmissionog mehanizma postaje uslov bez koga se iz krize ne može izaći, tačnije ne može preći iz stanja stabilizacije u održivi privredni rast. Prvi korak treba da bude da se krajnji cilj proširi i osim determinisanja stope inflacije utvrdi

i stopa rasta zaposlenosti, a kao indikator varijable pored monetarnih agregata koriste varijable bankarskog bilansa. U tom kontekstu trebalo bi razmotriti mogućnost upravljanja monetarnom politikom preko strategije inflacionog targetiranja.

Literatura:

1. Dedola L., Lippi F., (XII 2000) *Temmi di discussione del Servizio Studi – The monetary transmission mechanism evidence from the industries of five OECD countries*
2. Lewis, Mervyn K. Mizen, P. D. (2000) *Monetary economics*, New York, Oxford University Press
3. Berk, J. M. (juni 1998) *Monetary Transmission: What do we Know and How can we use it* (Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, no 205)
4. W. E. Aleksander F. Caramazza (1994) *Money and Credit in The Transmission of Monetary Policy* u Frameworks for Monetary Stability - Policy Issues and Country Experiences, IMF Washington
5. Lučić LJ. (1999) *Monetarna transmisija*, Jugoslovensko bankarstvo br. 11-12
6. Lučić LJ. (2002) *Monetarni transmisioni mehanizam*, Finansije br. 9-10
7. Mishkin F. S., Eakins S. G., (2005) *Finansijska tržišta + insitucije* (Zagreb, Mate i Zagrebačka škola ekonomije i managementa)
8. Mishkin F. S. (2006) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (New York, Pearson International edition, Addison Wesley)

Rezime

U radu se istražuje problematika transmisionih mehanizama monetarne politike. Transmisioni mehanizam je kanal kojim monetarna politika deluje na realni sektor. Za efekte monetarne politike na ublažavanje fluktuacija u privredi, stvaranje stabilnih uslova poslovanja i obezbeđivanje dovoljne količine novca po jedinici proizvoda za potrebe razvoja potrebno je vreme jer monetarna politika ne deluje na realni sektor sa nameravanim ciljem trenutno. To je razlog zašto je neophodno potrebno unapred pravilno sagledati vreme i efekte ove politike na ostvarenje postavljenih ciljeva. Pitanje kojim kanalom objašnjavamo vezu između monetarnog i realnog sektora opredeljuje izbor strategije monetarne politike koju treba implementirati da bi se ostvarili određeni ciljevi.

Rad sadrži sledeće podnaslove: Mogući krajnji ciljevi makroekonomske politike, Operativni pomoćni ciljevi monetarne politike za ostvarivanje krajnjih ciljeva makroekonomske politike, Strategije monetarne politike Monetarna transmisija, Različiti monetarni transmisioni mehanizmi Monetarni transmisioni mehanizam i strategija targetiranja u našoj privredi i Zaključak. U uvodu osim kratkog sadržaja i cilja rada navodimo opšte napomene značajne za razumevanje rada, a u Zaključku izlažemo naš stav da pored monetarnog kanala i kanala deviznog kursa za razumevanje monetarne transmisije treba komplementarno uključiti i kreditni kanal kao značajnu vezu ne samo za razumevanje uticaja novčane sfere na realni sektor privređivanja nego i za konkretno upravljanje monetarnom politikom u našim uslovima. Kao što kreditni kanal ne isključuje monetarni kanal, tako ni ciljanje inflacije kao strategija ne isključuje njeno kombinovanje sa monetarnim targetiranjem i zato bi u našim uslovima bilo moguće upravljati monetarnom politikom dobrom kombinacijom obe.

Abstract

The paper investigates the issue of transmission mechanisms of the monetary policies. Transmission mechanism is the channel through which monetary policy is acting on the real sector. For the effects of the monetary policy to be felt on the alleviation of the fluctuations in the economy, creation of a stable business environment, and the provision of a sufficient quantity of money per production unit for the needs of development, what is required is time, because the monetary policy does not act on the real sector instantly with its intended targets. That is the reason why it is necessary to assess, well in advance, both the necessary time and the effects of this policy on the achievement of the set targets. The question through which channel we are explaining the connection between the monetary and the real sectors will determine the selection of the monetary policy strategy, which is to be implemented in order to achieve the given targets.

The paper contains the following sub-titles: Possible ultimate targets of the macroeconomic policy, Operative monetary policy auxiliary targets for the achievement of the macroeconomic policy ultimate targets, Monetary policy strategies, Monetary transmission, Different monetary transmission mechanisms, Monetary transmission mechanisms and the targeting strategy in our economy and Conclusions. In the Introduction, further to a summarized contents and the objective of the paper, we are stating general comments important for proper understanding of our work, and in the Conclusions we are presenting our view that further to the monetary channel and the foreign exchange rate channel, for proper understanding of the monetary transmission it is necessary to have a complementary addition of the crediting channel as an important link, not only for the understanding of the impact of the monetary sphere on the real sector of earning, but also for the concrete monetary policy management in the circumstances prevailing in our country. As the crediting channel is not exclusive of the monetary channel, so is neither the inflation targeting, as a strategy, exclusive of its combination with the monetary targeting, and thus, in our circumstances, it would be possible to manage the monetary policy through a good combination of the two of them.