

FAKULTET POSLOVNE EKONOMIJE



MONETARNA EKONOMIJA

prof. Dr Ivan Mirović



Italijanske poslovice

- "Kad se lijepa žena smije, novčanik plače."
- "Ko nema novca u novčaniku, treba imati meda u ustima."
- "Uštedjeni novac dva puta je zaradjen."



NOVČANA MASA I DRUGI MONETARNI AGREGATI

POJAM MONETARNIH AGREGATA

- Savremena praksa je prihvatile izraz ***novčana masa*** kao jedinstven termin koji sa ***monetarnog stanovišta označava novac***, što znači da pojmovno obuhvata kako ***klasične oblike novca*** (kovani novac i novčanice), tako i ***razne druge likvidne finansijske oblike***.

- U uslovima postojanja raznovrsnih novčanih oblika, termin ***novčana masa*** znači ***zbir svih finansijskih oblika koji se smatraju novcem u privredi jedne zemlje***.

- 
- Pojam novčane mase nije dovoljan da izrazi svu složenost odnosa **između finansijskih i realnih privrednih kretanja**, posebno u privredama sa razuđenom finansijskom strukturu.
 - ***Termin monetarni agregati*** počeo je da se upotrebljava kao zajednički pojam za različite grupe finansijskih instrumenata, tj.za novac i druga finansijska sredstva slična novcu.
 - Novčana masa, shvaćena šire ili uže, predstavlja najlikvidniji dio finansijskih instrumenata.
 - To ne znači da ostali finansijski instrumenti nisu likvidni. Svi finansijski instrumenti sadrže određeni stepen likvidnosti, **zavisno od stvarnih mogućnosti njihovog pretvaranja u novac**.

- 
- Tako npr.u uslovima gdje su finansijska tržišta visoko organizovana, i najdugoročniji finansijski instrumenti kao što su **dugoročne hartije od vrijednosti**, mogu se smatrati likvidnim, jer se relativno lako mogu prodati na tržištu vrijednostih papira preko veoma razvijene mreže posrednika.
 - Prema tome, polazeći od *novca* koji sadrži *puni stepen likvidnosti*, ostali finansijski oblici se mogu poredati u iznijansiranu skalu sve manjeg stepena likvidnosti.
 - Ova skala je **različita u zemljama**, što zavisi od konkretnih institucionalnih uslova, prije svega od stepena privredne razvijenosti.



• KONCEPCIJE NOVČANE MASE

- Ako je pojam novčane mase, kao zbir finansijskih instrumenata koji obavljaju funkcije novca jasan, sadržina ovog termina se tumači na različite načine.
- Među ekonomistima još uvijek postoji neslaganje oko toga koji skup finansijskih oblika se može označiti terminom novčana masa?
- Različiti pokušaji da se formuliše koncepcija o tome šta treba podrazumijevati pod novcem (novčanom masom) u realnom svijetu mogu se grupisati u dvije osnovne kategorije:
 - *Teorijski pristupi*
 - *Emiprijski pristupi definisanju novca.*



TEORIJSKI PRISTUPI

- Na teorijskom nivou postoje različite definicije novčane mase. ***Moguće je razlikovati četiri široka gledišta o tome šta treba podrazumijevati pod novčanom masom.***
- Po jednom shvatanju, težište treba staviti na funkciju novca **kao prometnog i platežnog sredstva**, što uslovljava definisanje novčane mase kao **zbira gotovog novca u opticaju i depozita po viđenju kod poslovnih banaka.**
- Ovo shvatanje je **najstarija koncepcija novčane mase, tradicionalni koncept novca**, koji je prihvaćen od strane najvećeg broja monetarnih teoretičara i predstavlja zvaničnu definiciju novčane mase u većini zemalja.

- 
- Druga koncepcija novčane mase može se navesti kao koncepcija Miltona Fridmana, koji novac **shvata kao "privremeni pojavnji oblik kupovne snage"**.
 - Njegova definicija novčane mase obuhvata, pored **gotovog novca u opticaju, i sve depozite kod poslovnih banaka – depozite po viđenju i oročene depozite**.
 - Kao treća koncepcija novčane mase može se navesti shvatanje *Gurley i Shawa, koji smatraju da sredstva u pasivi određenih nebankarskih finansijskih institucija, posebno štrednih i kreditnih udruženja i osiguravajućih društava, predstavljaju bliske supstitute za odgovarajuća sredstva u pasivi poslovnih banaka.*

- 
- Gurley sugeriše definiciju novčane mase koja obuhvata gotov novac, depozite po viđenju, oročene depozite i depozite nebankarskih finansijskih institucija (likvidne finansijske oblike koji predstavljaju potraživanja prema nebankarskim finansijskim institucijama).
 - Svakom finansijskom obliku u okviru novčane mase moguće je dodijeliti odgovarajući ponder *na osnovu stepena njegove zamjenljivosti za novac i depozite po viđenju.*(jedinične pondere(1) imaju elementi gotov novac i depoziti po viđenju,a svi ostali (0-1)

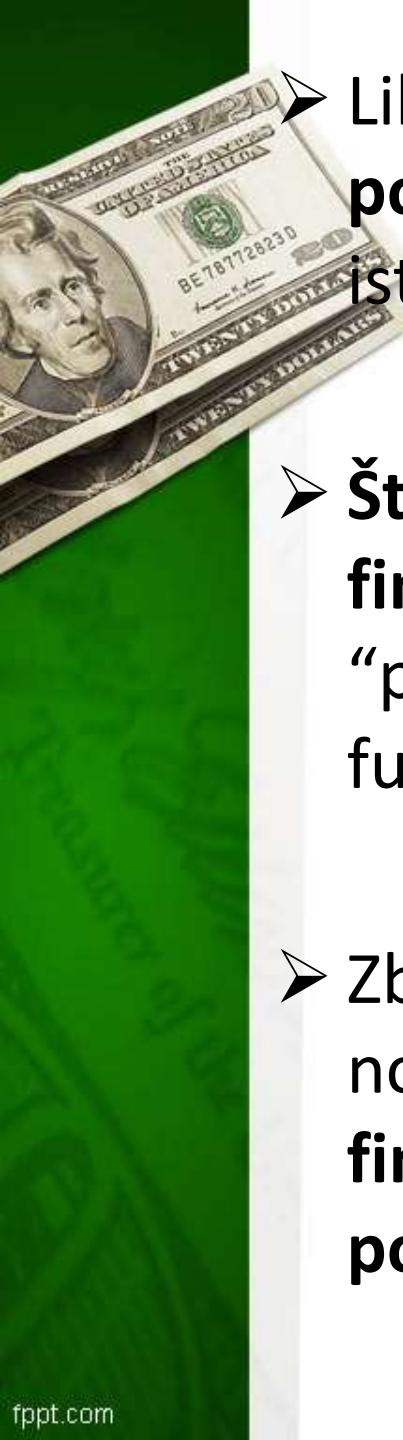
- 
- Na kraju, jedan veoma širok koncept novca predstavljen je stavom poznatog Radcliffeovog izvještaja o likvidnosti privrede.
 - Prema definiciji koju preporučuje ovaj izvještaj, ***koncept novčane mase treba da uključi sve likvidne finansijske oblike, ne samo instrumente plaćanja i druge "mjerljive" likvidne finansijske oblike koji mogu predstavljati supstitute novca*** u nekim od njegovih funkcija, nego i ***"nemjerljive"*** likvidne finansijske oblike, kao što su pravo na dobijanje kredita, tj ***kreditne linije (credit lines)*** koje banke odobravaju svojim depozitarima na osnovu njihovih položenih depozita.

- 
- Tradicionalna koncepcija novčane mase zasniva se na principu da ukupna količina novca u opticaju treba da uključi samo **one finansijske oblike** koji su u konkretnoj zemlji prihvaćeni kao prometno i platežno sredstvo.
 - Iсторијски најстарија дефиниција новчане мазе **обухватају само златни новац**.
 - Каснији развој донио је пораст коришћења новчаница и папирног новца и њихово укључивање у оквир новчане мазе , а даљи развој привреде и још јаче диференцирање финансијске структуре, **донаси пораст обима и улоге депозитног новца**.



➤ **Tradicionalni koncept novčane mase (gotov novac + depozitni novac) označava se kao uža definicija novčane mase.**

- Dok zastupnici ovog koncepta ističu funkciju novca kao prometnog i platežnog sredstva, pristalice reformulisane kvantitativne teorije novca **tj. Čikaška monetarna škola** smatraju da razumijevanje uloge novca u privrednim procesima zahtjeva isticanje njegove upotrebe kao jednog likvidnog oblika imovine i orijentisani su više na širi koncept novčane mase.
- Međutim, upravo ova okolnost skriva u sebi problem.

- 
- Likvidna aktiva koja služi kao "**privremeni pojavn oblik kupovne snage**" ne mora istovremeno da služi i kao sredstvo razmjene.
 - **Štedni depoziti kod banaka i nebankarskih finansijskih institucija** su veoma dobra "privremena boravišta", ali u principu nemaju funkciju prometnog i platežnog sredstva.
 - Zbog toga je Fridman prihvatio širu definiciju novčane mase koji **obuhvata i likvidne finansijske oblike koji služe kao privremeni pojavn oblik kupovne snage**.

Teorijski koncept novčane mase

Koncept transakcionog novca

Širi koncept novčane mase

Koncept Miltona Fridmana

Koncept Gurley i Show-a

Radcliffe-ov izvještaj

	Gotov novac	Depoziti po viđenju	Oročeni depoziti	Depoziti nebankarskih finansijskih institucija	Kreditne linije
1.Sredstva razmijene	*	*			
2.Milton Friedman (privremeno boravište kupovne snage)	*	*	*		
3.Gurley i Shaw	*	*	*	*	
4.Radcliffe Committee	*	*	*	*	*



EMPIRIJSKI PRISTUPI

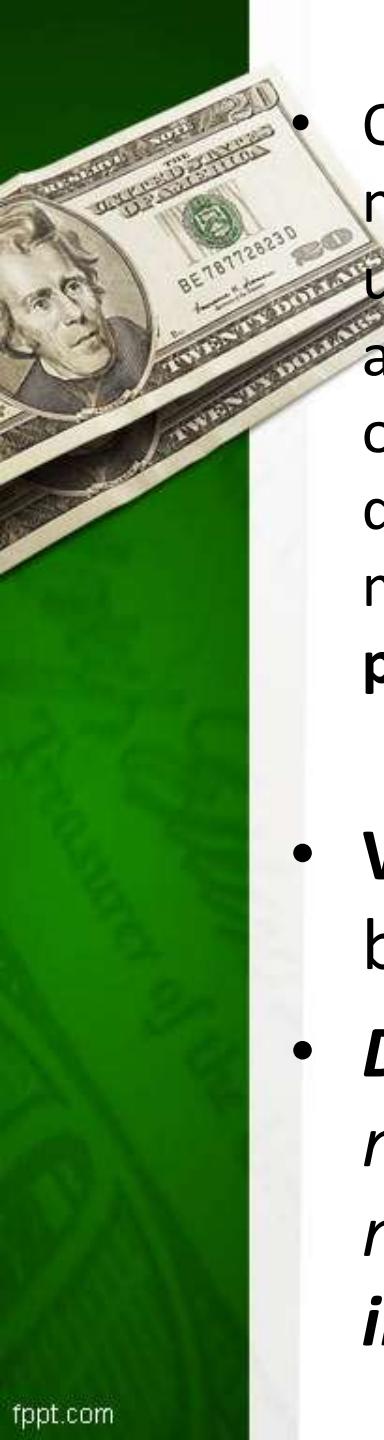
- Šta novčana masa stvarno treba da obuhvati, ekonomisti su pokušali da riješe ovo pitanje empirijski.
- Novac je važan za nosioce monetarne politike **ne kao novac *per se*, već kao sredstvo za regulisanje tokova privredne aktivnosti.**
- Najbolja definicija novca je ona koja obezbeđuje najbolju kontrolu nad ***dohotkom, zaposlenošću i cijenama***.
- Prema gore navedenom, empirijski pristupi definiciji novčane mase polaze od toga da ***ove aggregate trega posmatrati sa gledišta praktičnih potreba monetarne politike***.

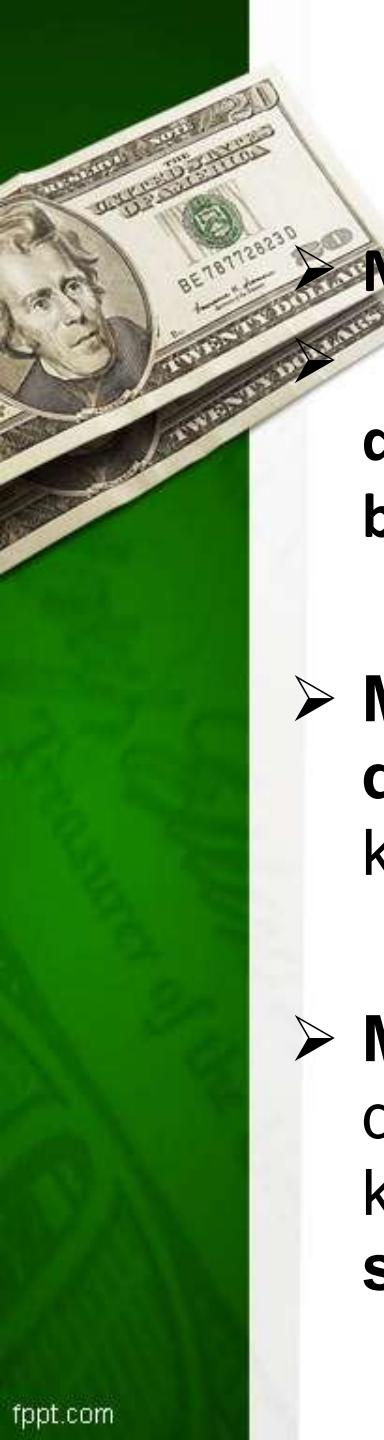
- 
- Dvije su osnovne grupe pragmatičnih pristupa definisanju novčane mase:
 - Prva polazi od postavke da bi korišćena definicija trebalo da zavisi od konkretnog problema koji se istražuje.
 - Npr. ako treba da bude obuhvaćeno *istraživanje tražnje novca ili analiza efekata novčane mase na tokove privredne aktivnosti*, onda bi se kao najprikladnija definicija novčane mase mogla *ocijeniti definicija koja obezbjeđuje najbolje statističke rezultate funkcionalne povezanosti novčane mase sa nemonetarnim varijablama* – ostalim finansijskim i realnim varijablama.

- 
- Ako je tražnja za novcem po užoj definiciji (gotov novac + depoziti po viđenju) **više predvidljiva nego u slučaju jedne šire definicije novčane mase**, monetarna politika bi trebalo da se izražava **u terminima uže definicije novca**.
 - Ova istraživanja mogu da pokažu da li treba da se definiše samo jedan monetarni agregat ili više njih.
- Druga grupa pragmatičnih pristupa za definisanje novčane mase koristi statistički metod identifikovanja prelomne tačke u spektru finansijskih oblika poređanih po stepenu likvidnosti, **koja odvaja novac od kvazinovca**.

- 
- Krajem sedamdesetih i tokom osamdesetih godina prošlog vijeka u razvijenim zemljama su nastali snažni procesi promjena u finansijskoj strukturi njihovih privreda, koji su označenih terminom “*novo finansijsko okruženje*” (*new financial environment*).
 - Suština tih finansijskih inovacija se sastojala u jačanju uloge tržišnog mehanizma u finansijskom sektoru privrede, stvaranju novih finansijskih instrumenata koji supstituiraju transakcioni novac.

- 
- Osnovni pravci regulativnih promjena obuhvatili su **deregulaciju poslovnih banaka i deregulaciju kamatnih stopa.**
 - Prvi oblik deregulacije omogućio je da poslovne banke dobiju izjednačenu **poziciju s ostalim finansijskim institucijama na novčanom tržištu.**(razni tipovi stedionica,tržista vrijednosnih papira i sl)
 - U svjetlu promjena u finansijskoj strukturi razvijenih tržišnih ekonomija na teorijskom i analitičkom planu postavilo se pitanje opravdanosti tradicionalnog načina konstruisanja monetarnih agregata putem jednostavnog sabiranja različitih finansijskih instrumenata – gotovog novca, depozita po viđenju itd.

- 
- Otuda, kao poseban pristup empirijskom definisanju novca može se označiti pokušaj da se na prvom mjestu utvdi stepen **novčanosti** svih onih oblika finansijske aktive za koje se na osnovu prethodnog znanja ocjenjuje da posjeduju **određena monetarna obilježja** i da je potrebno da uđu u sastav konkretnog monetarnog agregata, a zatim **da se konstituiše jedan ponderisan projek.**
 - **William Barnet** osamdestih godina razvio veći broj ponderisanih monetarnih agregata.
 - *Divisia monetary aggregates, promjenom naziva postali su poznati pod imenom "indeksi monetarnih usluga" (monetary services indexes-MSI)*

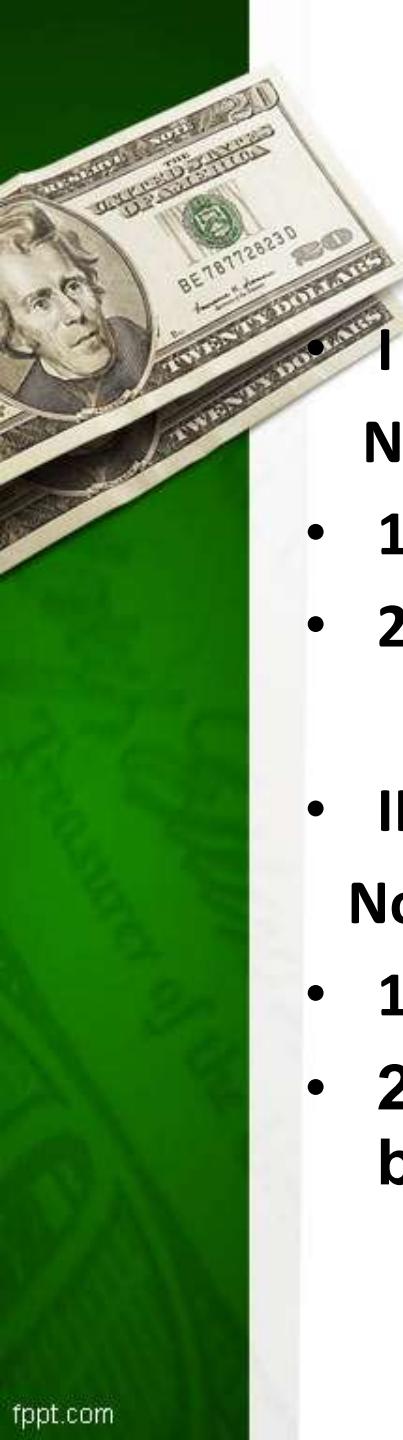


Monetarni agregati CBBiH

- Mo - primarni novac ili monetarna baza.
- Ona obuhvata **gotovinu izvan monetarnih vlasti i depozite koje komercijalne banke drže kod centralne banke.**
- M1- obuhvata **gotovinu izvan monetarnih vlasti i depozite po viđenju** koje nebankarski sektor drži kod komercijalnih banaka.
- M2 - obuhvata gotovinu izvan monetarnih vlasti i depozite po viđenju koje nebankarski sektor drži kod komercijalnih banaka (**M1**) + **depoziti po viđenju u stranoj valuti + strani i oročeni depoziti.**

Tabela 2.1: Monetarni agregati u % BDP

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
M2	54,7	50,2	52,8	55,4	55,6
QM	28,5	27,3	29,8	31,4	31,7
Ostali depoziti u domaćoj valuti	7,9	7,2	7,7	8,1	8,8
Prenosivi Depoziti u stranoj valuti	3,8	4,5	4,5	4,9	4,2
Ostali depoziti u stranoj valuti	16,8	15,6	17,6	18,4	18,7
M1	26,2	23,0	23,1	24,0	23,8
Gotovina izvan banaka	10,0	9,3	8,4	9,0	9,1
Depoziti banaka kod monetarnih vlasti	16,2	13,7	14,7	15,0	14,7
M0	28,5	23,0	23,5	24,0	22,5
Gotovina izvan monetarnih vlasti	11,2	10,3	9,4	10,2	10,2
Depoziti banaka kod monetarnih vlasti	17,3	12,7	14,0	13,8	12,3



MONETARNI AGREGATI NBS

- **I MONETARNA BAZA (PRIMARNI NOVAC) M0**

Novac kreiran od strane centralne banke

- **1. Gotov novac**
- **2. Rezerve banaka**

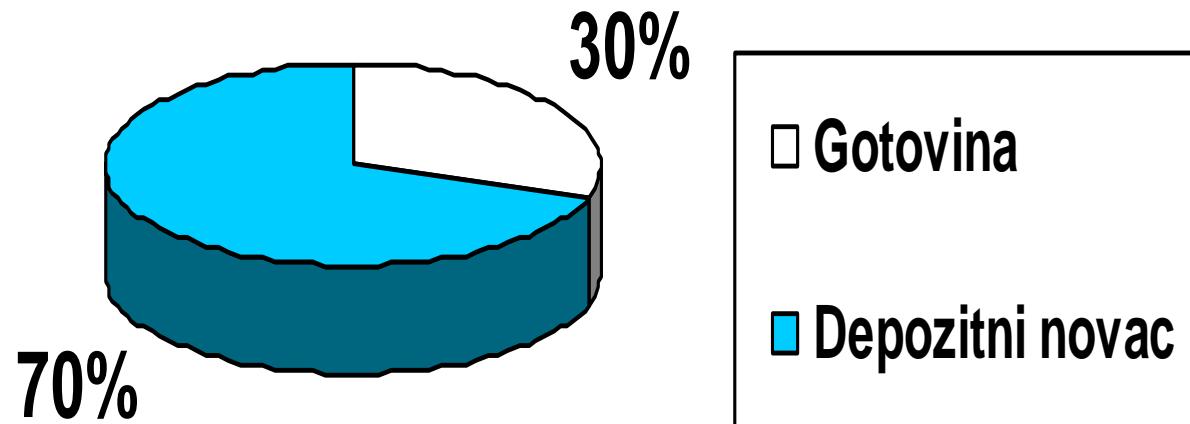
- **II NOVČANA MASA M1**

Novac kao instrument plaćanja

- **1. Gotov novac**
- **2. Depozitni novac (Depoziti po viđenju kod banaka i Poštanske štedionice)**

- 
- **III LIKVIDNA SREDSTVA M2**
 - Novac kao dio imovine**
 - **1. M1**
 - **2. Kvazi novac (Dinarski štedni depoziti i oročeni do godinu dana, devizni depoziti po viđenju i oročeni do godinu dana)**
 - **3. Kratkoročne HOV**
 - **IV UKUPNA LIKVIDNA SREDSTVA M3**
 - **1. M2**
 - **2. Ograničeni depoziti i udružena sredstva (sredstva rezervi, sredstva za doznake u inostranstvo, sredstva za pokriće akreditiva, ostala ograničena sredstva)**
 - **V UKUPNI DEPOZITI M4**
 - **1. M3**
 - **2. Dugoročni dinarski i devizni depoziti**
 - **3. Sredstva oročena preko godinu dana**
 - **4. Dugoročne obaveze banaka u devizama i po izdatim HOV**

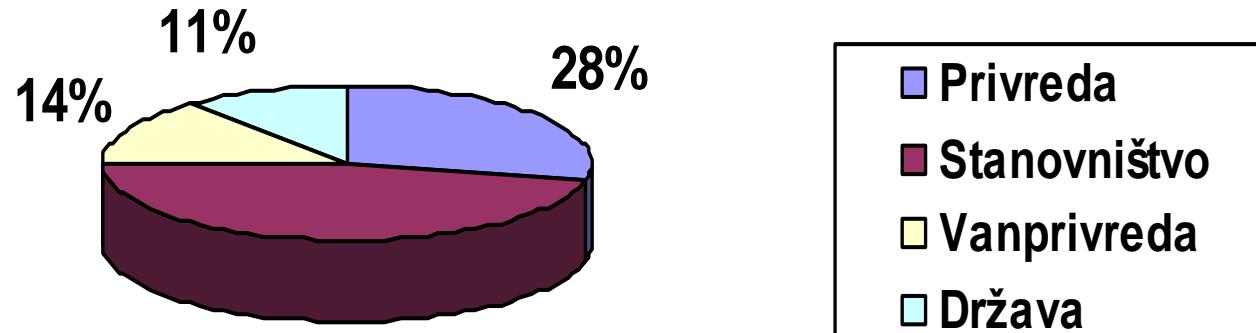
Novčani agregat – M1



Sastav novčane mase u Srbiji, agregat – M1

Novčani agregat – M1 sastoji se od 30% gotovine i 70% depozitnog novca.

Primjer>Novčani agregat – M1



Vlasnička struktura novčane mase u Srbiji

Najveći dio novčane mase u opticaju nalazi se u posjedu stanovništva: 46% (uključujući cjelokupnu gotovinu). Kod privrede se nalazi 28%, a kod vanprivrede 14%. U posjedu države je 11% novčane mase.



Monetarni agregati u EU

I M1

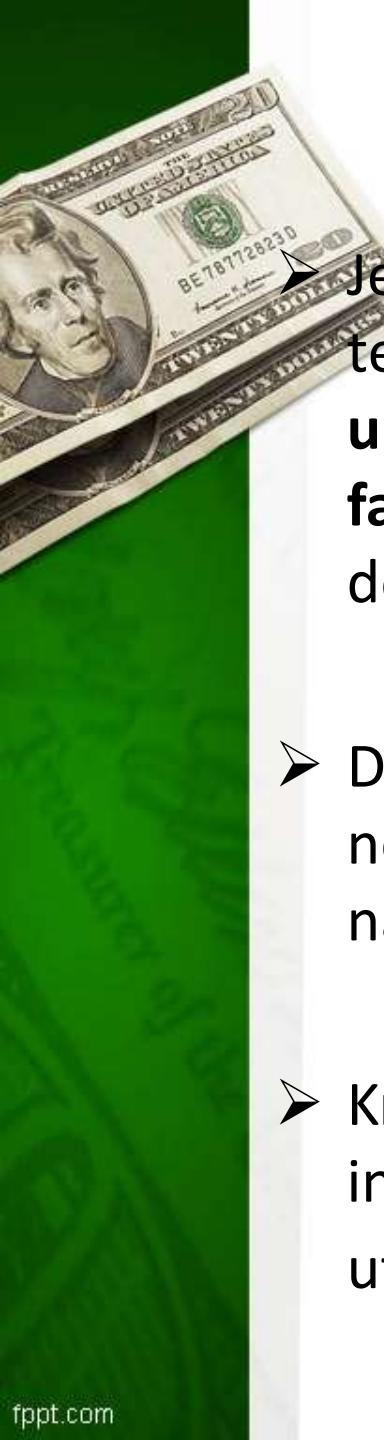
1. Gotov novac u opticaju
2. Prekonoćni – dnevni (overnight) depoziti

II M2

1. M1
2. Depoziti sa rokom dospjeća do dvije godine
3. Otkupljivi depoziti sa otkaznim rokom dužem od tri mjeseca

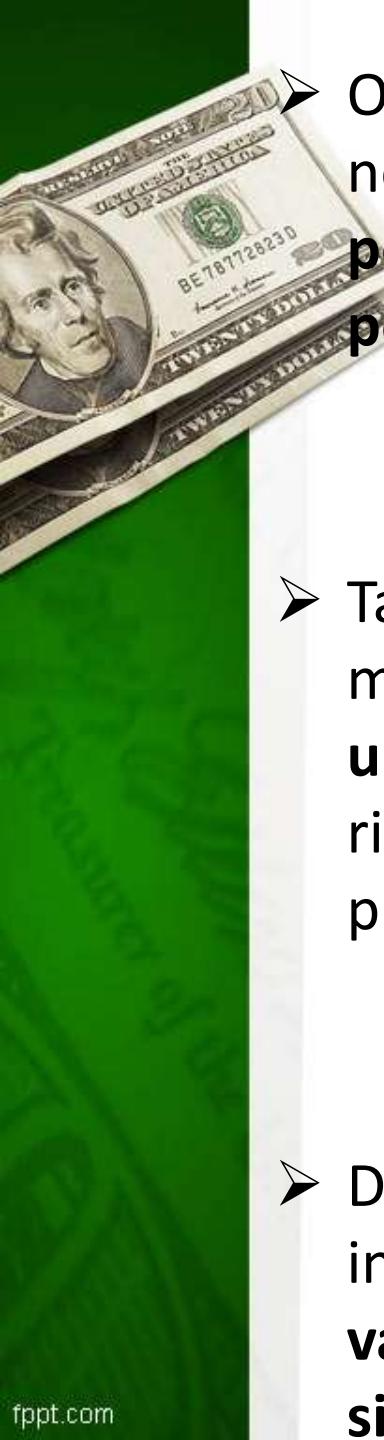
III M3

1. M2
2. Aranžmani o rekupovini obveznica (REPO)
3. Zajednička sredstva novčanog tržišta (MMFs)



ENDOGENOST/EGZOGENOST NOVČANE MASE

- Jedno od aktuelnih pitanja koje je predmet ozbiljnog teorijskog i empirijskog proučavanja odnosi se **na stepen u kojem monetarni uslovi dominiraju nad drugim faktorima** koji mogu da utiču na kretanje nominalnog dohotka.
- Da li količina novca utiče na nominalni dohodak ili, pak, nominalni dohodak na količinu novca.(ne postoji odgovor na ovaj kauzalitet)
- Kretanje novčane mase je rezultat dejstva ne samo instrumenata monetarne politike, nego i povratnog uticaja ukupnog ekonomskog sistema.

- 
- Obim kredita koji predstavlja najznačajniji izvor kreiranja novca, **uslovljen je odlukama privrednih subjekata u pogledu njihovog zaduživanja i spremnosti banaka da pozajmljuju svoja novčana sredstva.**
 - Takođe, može se очekivati da će ponuda kredita biti mnogo **izraženija u periodima privredne ekspanzije nego u periodima privredne recesije**, jer je u prvom slučaju rizik neizvršenja obaveza plaćanja od strane pojedinih privrednih subjekata relativno manji.
 - Drugo, promjene u bilansu ekonomskih odnosa zemlje sa inostranstvom mijenjaju **obim primarnog novca putem variranja iznosa deviznih rezervi kod bankarskog sistema.**

- 
- Treće, uticaj na ponudu novca može da usledi preko određenog finansijskog ponašanja sektora stanovništva , koje se ispoljavaju u težnji ovog sektora **da drži veći iznos gotovine kod sebe, umjesto da novac ulaze na štednju kod banaka ili da ga pretvori u druge oblike imovine.**
 - Zbog toga, smanjenje primarnog novca u bankama smanjuje mogućnost plasmana, **odnosno smanjuje ponudu novca putem bankarskih plasmana.**
 - Različite ekonomske varijable mogu da djeluju na novčanu masu na više načina.
 - Npr.porast cijena će uticati putem kreditne ekspanzije na porast količine novca u opticaju,ali će istovremeno djelovati i na smanjenje novčane mase preko pogoršanja trgovinskog bilansa(veći uvoz od izvoza) i formiranje kontraktivnog efekta na devizne rezerve bankarskog sistema

- 
- Ekonomski modeli sadrže dva tipa varijabli – egzogene i endogene.
 - U statističkoj teoriji, **jedna promjenljiva se naziva endogenom** kada je njen kretanje rezultat zajedničkog djelovanja ostalih varijabli u modelu.
 - ***Egozgena varijabla*** je ona varijabla za čiju vrijednost se pretpostavlja da je određena faktorima koji se nalaze **van posmatranog ekonomskog modela**.

- 
- Ekonomisti novčanu masu obično nazivaju endogenom promjenljivom polazeći od toga da pomenuta varijabla sadrži tzv. "**povratni efekat**" (feedback effect ili reverse causation).
 - Ovaj efekat znači da se dejstvo inicialne promjene novčane mase najprije kreće od novca prema realnim privrednim tokovima *i da se ona vraća natrag ka novcu – prema monetarnom sektoru privrede.*
 - Mnogi ekonomisti, takođe, često ističu i brojne institucionalne faktore koji upućuju na pretpostavku o pretežno **endogenom karakteru** novčane mase.

- 
- Ovi ekonomisti posebno ističu da je novčana masa nedovoljno kontrolisana od strane centralne banke, ako:
 1. Centralna banka sprovodi jednu **stabilizacionu politiku na kreditnom tržištu**;
 2. Poslovne banke **neodmjerenog uzmajaju kredite centralne banke**, koristeći popustljiv stav centralne banke kada su u pitanju pozajmice ovakve vrste i
 3. Poslovne banke mijenjaju **strukturu sredstava na pasivnoj strani svog bilansa**, povećavajući udio nemonetarne pasvie na račun onih finansijskih oblika u pasivi koji se koriste kao novac.



• SHVATANJE MONETARISTA

- Promjene količine novca su determinisane faktorima izvan privrednog sistema, akcijama monetarnih vlasti na osnovu jedne samostalne, promišljene monetarne politike.
- Dakle, količina novca je **egzogeno utvrđena varijabla**, čije promjene *nisu pasivan odgovor na promjene u tražnji novca koje su proistekle iz oscilacija u tokovima privredne aktivnosti.*
- Iako je primarni novac (monetarna baza) u principu pod kontrolom monetarnih vlasti, ekonomisti upozoravaju da ponuda primarnog novca ne mora uvijek biti nužno egzogena.



• GLEDIŠTE NEOKENZIJANACA

- Teza o endogenosti novca vezana za ime Nicholasa Kaldora (ranije Adam Smith i David Ricardo)
- **Radklifov komitet** je uporno tvrdio da se ne može povući oštra granica između novca i ostale finansijske aktive ekon.subjekata.
- Neokejnzijsanci smatraju da **CB** u jednoj razvijenoj tržišnoj privredi nema mogućnost da kontroliše količinu novca u opticaju bilo na kratki ili dugi rok.(Na dugi rok ponuda novca se prilagođava tražnji novca) novac reaguje na tzv "potrebe razmijene"

- 
- Objasnjene gledišta o endogenosti novčane mase na kratki rok daje Kaldor, on smatra da privreda u kojoj je većina novčane mase ima oblik depozitnog novca nije moguće da postoji bilo kakva **diskrepanca između količine novca koja se traži i stvarne količine u opticaju.**
 - Porast količine novca u opticaju(monetarna ekspanzija) može se realizovati bilo u sklopu sa **fiskalnom politikom ili posredstvom operacija na otvorenom tržištu.**
 - **Prvi slučaj (fiskalna ekspanzija,-povećanje izdataka države za potrošnju)**
 - **Drugi slučaj monetarne vlasti mogu istupiti pred nebankarske ekon. subjekte sa ponudom da po privlačnim cijenama kupe obveznice u njihovom posjedu.**

- 
- Ako bi pak pak na neki način ekonomski subjekti primili više novca nego što žele, postoji po Kaldorovom mišljenju mehanizam za poništavanje takvog viška odnosno, **povrat duga po kreditima nebanskarskog sektora.**
 - Kaldor isključuje mogućnost nastanka oskudice novca, jer se u tom slučaju pokreću nužne akcije CB obezbijedujući potreban nivo likvidnosti makrosistema.
 - Ako se ovi argumenti prihvate, onda količina novca zaista igra samo pasivnu ulogu u determinisanju nominalnog dohotka



Ocjena teorijskih gledišta o pitanju endogenosti/egzogenosti novčane mase

- Najprihvativiji teorijski koncept koji polazi od međuveza i međuuticaja realnih i finansijskih tokova koji naglašava da nije moguće uspostaviti jednosmjernu kauzalnu vezu između promjene količine novca sa jedne strane i obima proizvodnje,zaposlenosti i nivoa cijena sa druge strane.
- Zaključak: Ekonomisti danas ne mogu potvrditi ni čistu endogenost ni čistu egzogenost novčane mase!



HVALA NA PAŽNJI!