MEHANIZAM PROMJENE PONUDE NOVCA

Nasuprot financijskom sektoru privrede (i posebno izdvojenim monetarnim

institucijama), nalazi se razgranata mre a nefinancijskih subjekata - ku anstva, poduze a i dr ave koji se na nov anom tr i tu javljaju u ulozi nov ano-suficitarnih ili

nov ano-deficitarnih subjekata. Svi spomenuti nefinancijski subjekti, bilo

me usobno, bilo u odnosima s financijskim sektorom, obavljaju razne financijske

transakcije, od kojih samo neke izazivaju monetarne u inke, tj. mijenjaju veli inu i

strukturu ponude novca u zemlji.

Izme u monetarnih i nemonetarnih sektora privrede mogu e su slijede e grupe

transakcija:

A. transakcije unutar monetarnog sektora

1) transakcije izme u centralne banke i depozitnih institucija

2) transakcije izme u depozitnih institucija me usobno (me ubankarske

transakcije)

B. transakcije izme u monetarnog sektora i nemonetarnih sektora

3) transakcije izme u depozitnih institucija i nemonetarnih subjekata (ku anstva, poduze a, dr ava i nemonetarne institucije)

4) transakcije izme u centralne banke i dr ave

C. transakcije izme u nemonetarnih sektora

5) transakcije izme u pojedinih grupacija nemonetarnih sektora (ku anstva, poduze a, dr ava i nemonetarne institucije, npr. osiguravaju a dru tva)

Monetarne institucije kreiraju i poni tavaju novac isklju ivo u operacijama s

nemonetarnim sektorima, to zna i da se monetarni u inci posti u isklju ivo kroz

tre u i etvrtu grupu transakcija. Pri tome treba imati na umu da su nov ane- emisijske transakcije samo dio ukupnog opsega poslova depozitnih institucija te

sredi nje banke. Me utim, postoje tako er odre ene vrste poslova tj. transakcija

izme u monetarnih i nemonetarnih subjekata, koje po svojoj pripadnosti ulaze u

grupu tri i etiri, a da pri tome ne izazivaju nikakve monetarne u inke; na primjer:

davanje jamstva i garancija od strane poslovne banke, depo poslovi, zamjena

o te enih nov anica od strane sredi nje banke, kontrola poslovanja komercijalnih

banaka to je naj e e posao u nadle nosti sredi nje banke i sl. Druga i peta grupa transakcija nemaju nikakav u inak na promjenu koli ine novca u

optjecaju, ve samo uzrokuju prelijevanje novca od jednog privrednog subjekta

drugom. Specifi ne je prva grupa transakcija, izme u centralne banke i poslovnih

banaka, kroz koje se odra ava vi i ili ni e stupanj likvidnosti banaka, ali ne i

kreiranje novca, iako svako pove anje likvidnosti banaka predstavlja potencijalni

izvor pove anja koli ine novca. To zna i da se koli ina novca ne mo e promijeniti niti u transakcijama izme u

samih monetarnih institucija, niti u transakcijama izme u nemonetarnih subjekata

me usobno. Upravo zbog toga u nov anu masu ne uklju ujemo ukupni primarni

novac nego samo onaj njegov dio koji figurira kao gotov novac u optjecaju, dok

gotovina u blagajni ili sredstva na iro i dr. ra unima, koja poslovne banke dr e kod

sredi nje banke predstavlja samo komponentu likvidnosti banaka. Primarni novac obuhva a gotov novac u optjecaju (nov anice i kovani novac) i

rezerve koje poslovne banke dr e kod sredi nje banke. U me unarodnoj

terminologiji uobi ajena je podjela rezervi poslovnih banaka na: obvezne rezerve

koje propisuje centralna banka te tzv. vi kove rezervi (vi kove likvidnosti) koji

predstavljaju slobodna nov ana sredstva u vidu depozita poslovnih banaka kod

sredi nje banke, a o ijoj veli ini odlu uju same poslovne banke. Spomenuti vi kovi

rezervi, koji figuriraju kao vlastita likvidna sredstva poslovnih banaka na iro- ra unima kod sredi nje banke, odra avaju kreditni potencijal banaka, odnosno

ozna avaju iznos likvidnih sredstava koje one mogu plasirati, naravno, uz

zadr avanje minimalne rezerve likvidnosti. Primarni novac nastaje odobravanjem kredita sredi nje banke (PE) te otkupom (ili

zalogom) vrijednosnica (ONA) ili deviznih potra ivanja od drugih banaka ili dr ave

(DTI). U skladu s time tokovi kreiranja i poni tavanja primarnog novca mogu se

matemati ki izraziti kao:

M0 = PE + DTI +ONA

Na temelju ove primarne emisije, poslovne banke odobravaju i kredite svojim

komitentima vr e svoju, tzv. sekundarnu emisiju novca, kreiraju i tako

sekundarni tj. bankovni (depozitni) novac.

Budu i da ukupna veli ina primarnog novca kreiranog od strane centralne banke

(prva grupa transakcija) predstavlja temelj kreditne aktivnosti poslovnih banaka, tj, predodre uje maksimalan iznos novca koji kreiraju monetarne institucije, primarni

novac tako er se naziva i monetarna baza ili rezervni novac (high powered money).

Izme u primarnog novca (M0

) i nov ane mase (M1

) postoji funkcionalan odnos koji

se uspostavlja pomo u monetarnog multiplikatora "m":

M1 = m \* M0

Monetarni multiplikator pokazuje koliko je jedinica nov ane mase mogu e stvoriti

iz jedne jedinice primarnog novca. Ako je m manji od 1, to je tako er mogu e (ako

se uzme u obzir M1

i M0

onda je rije o monetarnom reduktoru. 10

Monetarni agregati na kraju razdoblja,u mil. kuna

X. 2005. 36.784,0 37.105,1 1,0087

XII.2005. 40.390,8 38.817,1 0,9611

VII. 2005. 37.057,8 38.304,6 1,0336

2004. 33.924,4 34.562,1 1,0188

2003. 30.586,2 33.888,7 1,1080

2002. 23.027,9 30.869,8 1,3405

2001. 17.803,2 23.703,5 1,3314

2000. 11.717,3 18.030,3 1,5388

1999. 10.310,0 13.531,4 1,3125

1998. 9.954,2 13.531,4 1,3594

1997. 10.346,1 13.731,4 1,3272

1996. 8.770,4 11.368,9 1,2963

1995. 6.744,1 8.234,9 1,2211

1994. 4.714,2 6.642,6 1,4091

MONETARNI

MULTIPLIKATOR

NOV ANA MASA

M1

PRIMARNI NOVAC

GODINA M0

Monetarni multiplikator - reduktor

0

0,2

0,4

0,6

0,8

1

1,2

1,4

1,6

1,8

1993. 19 4. 1995. 19 6. 1997. 1998. 19 . 200 . 20 1. 20 2. 2003. 20 4. 2005. vrijednost m ultiplikatora

2.1. BILAN NI PRISTUP ANALIZI PROMJENE NOV ANE PONUDE

Analizu promjene veli ine nov ane ponude - M1 mogu a je provesti na dva na ina:

1. pomo u bilanca banaka, odnosno konsolidirane bilance svih monetarnih

institucija koja pokazuje stanje i strukturu svih nov anih sredstava koja

postoje u jednoj zemlji u odre enom trenutku (to nije na kraju odre enog

vremenskog razdoblja mjeseca, godine i sl.) te

2. pomo u monetarnog multiplikatora i veli ine primarnog novca. Bilance monetarnih institucija predstavljaju najpouzdaniji izvor podataka o strukturi

i kretanju nov anih sredstava izme u bankarskih i nebankarskih subjekata tijekom

odre enog vremenskog razdoblja. Iz bilanci monetarnih institucija vidljive su

financijske obveze nefinancijskih sektora privrede (poduze a, ku anstva i dr ave)

prema bankama te njihova potra ivanja od banaka na temelju oro enih ili neoro enih

depozita. Isto tako, putem svojih ra una kod komercijalnih banaka nebankarski

subjekti pla aju svoje obveze prema drugim nebankarskim subjektima ili prema

bankama temeljem dobivenih bankovnih kredita. Financijska potra ivanja

nefinancijskih subjekata prema banci javljaju se kao ban ine obveze i nalaze se u

pasivi bilance, dok se obveze nefinancijskih subjekata prema banci, javljaju kao

potra ivanja banke i nalaze se u aktivi njene bilance. Financijska potra ivanja i

obveze u bilancama banaka mogu se podijeliti prema razli itim kriterijima, npr. prema ro nosti (u pravilu!), valuti (doma a i strana), prema sektorima i sl. Pra enje veli ine i strukture kretanja nov anih sredstava u nekoj privredi pomo u

bilanci banaka, pogodno je, jer se zasniva na to nim i iscrpnim podacima koje vodi i

iskazuje relativno mali broj monetarnih institucija. Me utim, pojavom raznih drugih

vrsta financijskih institucija koje prikupljaju i plasiraju sredstva, odnosno odobravaju

kredite bankarskom i nebankarskom sektoru privrede, zna aj bilanca monetarnih

institucija sve vi e opada. U situaciji razvijenog financijskog tr i ta s razgranatom

strukturom financijskih posrednika, sredi nja banka javlja se samo kao posljednje

uto i te komercijalnih banaka uslijed nedostatka likvidnih sredstava te relativno

esto u ulozi glavnog vjerovnika dr ave. Nadalje, u takvim ekonomijama zna aj

komercijalnih banaka sve vi e opada, dok na scenu dolaze brojne nemonetarne

institucije kao to su mirovinski fondovi, investicijski fondovi, fondovi zajedni kog

ulaganja i sl. pa se pored bilance monetarnih institucija kao izvor podataka o

strukturi i tokovima kreiranja ponude novca koriste i bilance drugih financijskih

institucija. Na taj se na in i sadr aj monetarne analize sve vi e iri na financijsku

analizu.1 Me utim, sa stajali ta Republike Hrvatske kao relativno manje razvijene

zemlje, sa nedovoljno razvijenim tr i tima novca i kapitala, bilance monetarnih

1 Vidjeti op irnije: M. Ivanov, Mehanizmi monetarne regulacije, Doktorska disertacija, Ekonomski

fakultet Zagreb, 2001.

Stranica 5 od 35

institucija i dalje predstavljaju vrlo va an i neophodan instrument analize obujma i

strukture nov anih sredstava. Kada govorimo o bilancama monetarnih institucija u

Republici Hrvatskoj mislimo na: bilancu sredi nje banke HNB, konsolidiranu

bilancu poslovnih banaka i konsolidiranu bilancu svih monetarnih institucija

2.1.1. Bilanca sredi nje banke

Bilanca sredi nje banke predstavlja temelj analize prija njih monetarnih kretanja koja

su rezultirala provedbom monetarne politike sredi nje banke te, kao takva, predstavlja i temelj za daljnje predvi anje budu ih financijskih i realnih kretanja koja

e, s ve im ili manjim vremenskim pomakom2, uslijediti. U aktivi bilance sredi nje

banke nalaze se tokovi kreiranja primarnog novca, a u pasivi ukupni iznos

primarnog novca i tokovi njegova poni tavanja (sterilizacije). Pri tome su obvezno

upisani blagajni ki zapisi i kunska obvezna pri uva, kao instrumenti sterilizacije

likvidnosti banaka, sadr ajno uklju eni u kategoriju primarnog novca. Struktura primarnog novca . 1. Primarni novac M0

1.1. Gotov novac izvan banaka

1.2. Blagajna banaka

1.3. Depoziti banaka

1.3.1. Ra uni za namirenje banaka

1.3.2. Izdvojena kunska obvezna pri uva

1.3.4. Obvezno upisani blagajni ki zapisi

1.4. Depoziti ostalih bankarskih institucija1)

1.5. Depoziti ostalih doma ih sektora2)

Izvor: HNB, www.hnb.hr.

2 Naime, za razliku od fiskalne politike koja djeluje relativno brzo, u inci monetarne politike javljaju

se sa odre enim vremenskim pomakom. To zna i da, e svako pove anje primarnog novca, izazvano

bilo pove anjem kunskih ili pove anjem deviznih transakcija, nakon odre enog vremena odraziti na

pove anje nov ane mase te, uz nepromijenjenu ravnote u na robnom tr i tu, dovesti do promjene

nacionalnog dohotka - barem u njegovom nominalnom iznosu, zbog rasta op e razine cijena.

Stranica 6 od 35

Tri su mehanizma putem kojih sredi nja banka kreira primarni novac:

o odobravanje kredita iz primarne emisije

o kupovina vrijednosnica iz portfelja poslovnih banaka

o devizne transakcije u kojima sredi nja banka kupuje devizna

potra ivanja

Sredi nja banka kupuju i vrijednosnice i devize od poslovnih banaka te odobravaju i

bankama kredite iz primarne emisije, direktno pove ava vi ak rezervi (slobodna

nov ana sredstva) na njihovim iro-ra unima banaka (ra unima za namirenje

banaka) ija salda predstavljaju jednu od komponenti primarnog novca. Time se

istodobno pove ava kreditni potencijal poslovnih banaka, to uz pretpostavku

dovoljne i rastu e potra nje za kreditima dovodi do dodatnog stvaranja depozitnog

novca i pove anja nov ane mase. U Republici Hrvatskoj cca 97% do 99% ukupno kreiranog primarnog rezultat je

promjene inozemne aktive (deviznih transakcija sredi nje banke), dok preostalih 1%

do 3% kreiranog primarnog novca predstavljaju potra ivanja od banaka i ostalih

sektora, tj. odnosi se na odobravanje kredita (npr. obratni repo u smislu

kolateraliziranog kredita) kao tok kreiranja primarnog novca.

Visok udio deviznih transakcija kao dominantnog toka kreiranja primarnog novca

vezan je uz: povijesni zahtjev porasta i odr avanja visokih me unarodnih pri uva

(od Stabilizacijskog programa 1993. do danas); rast priliva deviza od turizma, robnog

izvoza, priliva doznaka iz inozemstva i sl.; ulazak stranog kapitala vezano proces

privatizacije banaka i poduze a; kontinuirano zadu ivanje u inozemstvu (rast

inozemnog duga) banaka, dr ave i ostalih sektora; intervencije sredi nje banke radi

odr avanja stabilnosti deviznog te aja kao sidra odr avanja stabilnosti cijena. Posljednjih godina rastu inozemne aktive kao toka kreiranja primarnog novca

posebice pridonosi sna no zadu ivanje u inozemstvu, iji kumulativ po svim

sektorima predstavlja inozemni ili vanjski dug.

Prodajom deviza sredi njoj banci, kunska likvidnost poslovnih banaka se pove ava, to podrazumijeva da je i njihov kreditni potencijal ve i. (Glavnina kredita poslovnih

banaka odobrava se u kunama sa ili bez valutne klauzule.) Kako se velik dio

depozitnog novca upravo stvara kroz kreditnu aktivnost banaka, ekstremno visok

udio deviznih transakcija (inozemne aktive u bilanci sredi nje banke), kao toka

stvaranja primarnog novca, razlogom je gotovo identi nog rasta nov ane mase i

me unarodnih pri uva, zbog ega monetarni sustav Hrvatske nalikuje sustavu

valutnog odbora (currency bord) kvazi valutni odbor.

Promjene iskazane u bilanci sredi nje banke vezane su uz instrumentarij monetarne

politike koji sredi nja banka primjenjuje radi odr avanja stabilnosti cijena na

Stranica 7 od 35

adekvatnoj razini te reguliranja nov ane ponude. U Republici Hrvatskoj, glavni

instrument monetarne politike, s obzirom na ponder utjecaja i kontrolu sredi nje

banke, predstavlja obvezna pri uva. Kroz sustav obvezne pri uve, definiran stopom

od 18% te irokom osnovicom obra una3

, monetarna politika djeluje u pravcu

iscrpljivanja likvidnost bankovnog sustava, s namjerom zaustavljanja ekspanzije

kredita banaka stanovni tvu i drugim sektorima. U isto vrijeme, sredi nja banka kroz

grani nu obveznu pri uvu provodi mjere usmjerene na suzbijanje daljnjeg rasta

vanjskog duga banaka. U inci primjene instrumentarija monetarne politike, kojima sredi nja banka djeluje

na likvidnost poslovnih banaka, njihovu sposobnost odobravanja kredita, a time i na

likvidnost ukupnog gospodarstva, odra avaju se na i kretanje drugih

makroekonomskih varijabla kao to su kamatne stope, devizni te aj, razina cijena

Kretanje indeksa realnog efektivnog te aja kune od 2001. godine nadalje ukazuje na

aprecijacijske pritiske uzrokovane rastom deviznih priliva od turizma, ulaskom

stranog kapitala (vezano uz vi egodi nji proces privatizacije banaka i poduze a) te

kontinuiranim zadu ivanjem banka, dr ave i ostalih sektora u inozemstvu. Specifi an slu aj u spomenutim korelacijama predstavljaju ljetni mjeseci kada ve

tradicionalno devizni te aj sna no aprecira zbog rasta deviznog priliva u vrijeme

najsna nije turisti ke potro nje. Zbog visoke vanjske zadu enosti zemlje na razini odnosno, potencijalna deprecijacija

kune nepovoljno bi djelovala na mogu nosti otplate inozemnog duga (poglavito

dr ave) zbog rasta marginalnih tro kova financiranja. U tom kontekstu zabilje eni

aprecijacijski pritisci javljaju se, s jedne strane kao posljedica rasta vanjskog duga, a s

druge strane u kombinaciji s mjerama za sprje avanje deprecijacije kao instrumenti

olak anja otplate inozemnog duga dr ave, banaka i ostalih sektora. Konfliktnost

ciljeva ekonomske politike tako podrazumijeva da: 1) s aspekta smanjivanja deficita

teku eg ra una bilance pla anja, Hrvatskoj pogoduje deprecijacija deviznog te aja, 2)

s aspekta otplate vanjskog duga te rje avanja problema psiholo ke osjetljivosti

3 Osnovica za obra un sastoji se: 1) od kunskog dijela, koji obuhva a kunske izvore sredstava, i to

primljene depozite i kredite u kunama (sa i bez valutne klauzule), izdane du ni ke vrijednosne papire

u kunama, hibridne i podre ene instrumente u kunama (s valutnom klauzulom i bez valutne

klauzule) i ostale financijske obveze u kunama; 2) od deviznog dijela, koji se sastoji od deviznih izvora

sredstava, i to primljenih deviznih depozita i kredita, obveza po izdanim vrijednosnim papirima u

devizama (osim vlasni kih vrijednosnih papira banke), hibridnih i podre enih instrumenata u

devizama i ostalih financijskih obveza u devizama.

Stranica 8 od 35

javnosti na promjenu deviznog te aja, Hrvatskoj pogoduje aprecijacija deviznog

te aja.4

Poseban problem ispravnog vo enja politike deviznog te aja predstavlja vi egodi nji

pasivni odnos prema rastu oj uvoznoj ovisnosti zemlje5

, razvoju pozitivne klime za

uvoz gotovo svih roba i usluga te stvaranju negativnog okru enja za razvoj doma e

proizvodnje. U okolnostima visoke uvozne ovisnosti te sna ne konkurencije jeftinih

uvoznih proizvoda, aprecijacija doma e valute i provo enje mjera za sprje avanje

deprecijacije postali su klju ni instrumenti za vi egodi nje umjetno odr avanje niske

inflacije. Kroz aprecijacijske pritiske i njima izazvanu nisku ili ak negativnu uvoznu

inflaciju, smanjuje se doprinos tro kovnih komponenti doma e inflacije, djelomi no

korigiraju u inci rasta cijena nafte i drugih sirovina na svjetskom tr i tu te

izbjegavaju psiholo ki elementi inflacije definirani osjetljivo u javnosti na

potencijalnu devalvaciju, kao i svim reperkusijama koje eventualna devalvacija mo e

izazvati po pitanju tereta otplate anuiteta kredita stanovni tva, pritisaka sindikata za

odr avanjem realne kupovne mo i dohodaka izra ene u eurima i sl. 2.1.2. Konsolidirana bilanca poslovnih banaka

Iz pasive bilanci poslovnih banaka vidljiv je iznos ukupnih izvora sredstava banaka

(depoziti, me ubankarski krediti, kapital), koji predstavlja temelj formiranja

kreditnog potencijala banaka, odnosno po izdvajanju obvezne rezerve i rezerve

likvidnosti predodre uje maksimalan iznos kredita koje banke mogu odobriti, a iji

je iznos vidljiv u aktivi bilance poslovnih banaka. Za razliku od bilance sredi nje

banke, gdje veli ina i struktura aktive bilance odre uje veli inu i strukturu pasive

banke, kod poslovnih banaka, veli ina i struktura pasive odre uje veli inu i

strukturu aktive. Naime, da bi banka mogla odobravati kredite koji predstavljaju

primarnu kategoriju aktive bilance, prvo mora prikupiti izvore sredstava u formi

depozita, zadu ivanja kod sredi nje banke ili u inozemstvu i sl., to predstavlja

pozicije pasive.

Specifi nost konsolidirane bilance poslovnih banaka je da su u njoj konsolidirane

(poni tene) sve me usobne obveze i potra ivanja izme u banaka, to podrazumijeva

da ne uklju uje kredite koje jedna poslovna banka odobrava drugoj poslovnoj banci, kao niti bilo koji drugi oblik me usobnih dugovanja ili potra ivanja izme u

poslovnih banaka. Kategorije sadr ane u aktivi i pasivi bilance predstavljaju makro- pokazatelje npr. kreditne aktivnosti hrvatskog bankovnog sustava, strukture tednje

gra ana kod poslovnih banaka i sl.

4 Vidjeti: M. Ivanov, I. Lovrinovi : 'Pasivna ili aktivna monetarno-kreditna politika za Hrvatsku', Zbornik

radova XIII tradicionalnog savjetovanja hrvatskog dru tva ekonomista 16. - 18. studenoga 2005. Opatija, «Ekonomska politika Hrvatske u 2006.», In injerski biro, Opatija, 2005., str. 299- 313.

5 Uvozna ovisnost zemlje u smislu nemogu nosti supstitucije pojedinih kategorija uvoznih proizvoda doma im

proizvodima te uvozne ovisnosti u sirovinama i drugim inputima doma e industrije.

Stranica 9 od 35

Budu i da banke predstavljaju profitne institucije one u pravilu ne dr e nepotrebne

vi kove rezervu (neiskori ten kreditni potencijal) ve nastoje to prije plasirati svoja

slobodna sredstva odobravaju i kredite svojim klijentima ili ula u i u vrijednosne

papire i druge financijske oblike. Zbog toga svako pove anje izvora sredstava banke

(depoziti, krediti primljeni od drugih financijskih institucija, kapital), koje se

odra ava na pove anje njene likvidnosti, ima za posljedicu rast mikro-kreditnog

potencijala (na razini pojedina ne banke) i makro-kreditnog potencijala (na razini

cijelog poslovno-bankarskog sustava) te pojavu procesa tzv. multiplikacije depozita i

kredita. Osim u inaka promjene izvora sredstava banaka na promjenu likvidnosti, odnosno

zbog rasta kreditnog potencijala i ukupnog iznosa odobrenih kredita banaka, proces

mikro i makro multiplikacije kredita odvija se i pod utjecajem pona anja

nemonetarnih subjekata. Nemonetarni subjekti mogu djelovati na mikro i makro- kreditni potencijal banaka na vi e na ina i to: kori tenjem sredstava otvorenih

kreditnih linija, kupovinom i prodajom stranih sredstava pla anja, preno enjem

novca sa ra una poslovnih banaka na ra un sredi nje banke i obrnuto, promjenom

strukture izvora sredstava poslovnih banaka itd.

Struktura bilance hrvatskog bankovnog sustava ukazuje na sektorsku deformaciju

kredita koja se sastoji u koncentraciji ukupnog portfelja plasmana banaka na sektor

stanovni tvo. S obzirom na navedeno, mo emo govoriti o svojevrsnoj pojavi efekta

istiskivanja investicija poduze a od strane izra enijeg financiranja mogu nosti

potro nje sektora stanovni tva. Kako su u Republici Hrvatskoj, banke upravo glavna

spona izme u monetarnog i realnog sektora gospodarstva, nizak udio kredita

sektoru poduze a i nepovoljna ro na struktura zadu enosti negativno se odra avaju

na budu i gospodarski rast i razvoj Hrvatske. Strukturna posljedica takvih kretanja je

stvaranje za aranog kruga u kojem je dugoro no bitno smanjena alokativna funkcija i

djelotvornost financijskog sustava.

2.1.3. Konsolidirana bilanca monetarnih institucija

Iz konsolidirane bilance monetarnog sustava vidljivo je da se nov ana ponuda

(nov ana masa) M1 mo e promijeniti uslijed :

1. pove anja plasmana banaka K (kada banke odobravaju kredit one ujedno

stvaraju novac depozitni novac, tj. svojim komitentima omogu uju

raspolaganje kupovnom mo i koja ranije nije postojala)

2. deviznih transakcija ES u kojima monetarne institucije kupuju ili prodaju

devizna potra ivanja od nemonetarnih subjekata - promjena inozemne neto

aktive

Stranica 10 od 35

3. pretvaranja depozita koji nisu novac ( tedi i oro eni depoziti koje nazivamo

nemonetarna pasiva - NP) u oblik gotovog ili depozitnog novca, i obrnuto.

M1 = K + ES

NP, odnosno M1 = K + ES NP.6

Monetarni u inci kreditne aktivnosti banaka i promjene ukupnih plasmana

monetarnog sustava

Poslovne banke predstavljaju financijske posrednike izme u nov ano suficitarnih i

deficitarnih subjekata, te se od ostalih financijskih (nemonetarnih) institucija

razlikuju po tome to odobravaju i kredite, na temelju prethodno prikupljenih

depozita ( starih depozita), stvaraju nove depozite na transakcijskim ra unima koji

predstavljaju novac.

Naime, u inak kreditne aktivnosti banaka (ili pove anja bilo koje kategorije

plasmana poslovnih banaka, npr. ulaganje u vrijednosnice i sl.) na promjenu nov ane

mase o ituje se u situaciji da kada poslovne banke odobravaju kredite svojim

komitentima dolazi do direktne emisije depozitnog novca, to u konsolidiranoj

bilanci monetarnih institucija podrazumijeva pove anje iznosa odobrenih plasmana

u aktivi te, pove anje depozitnog novca i ukupne nov ane mase za isti iznos u pasivi

konsolidirane bilance monetarnih institucija.7

Budu i da banke u pravilu ne dr e neiskori teni kreditni potencijal ve se iz

profitabilnih razloga trude to prije plasirati svoja slobodna sredstva, svako

pove anje likvidnosti banaka8 ima za posljedicu rast mikro-kreditnog potencijala

(jedne banke) i makro-kreditnog potencijala (cijelog bankarskog sustav izuzev

sredi nje banke) te pojavu procesa tzv. multiplikacije kredita. Kako (uz dovoljnu potra nju za kreditima i spremnost banaka da pod postoje im

okolnostima kreditiraju svoje komitente) odobravanje kredita nebankarskim

subjektima uzrokuje pove anje depozitna (depozitnog novca), kori tenje kreditnog

potencijala u vremenu t=0 dovodi do kreiranja novog kreditnog potencijala koji u

6 Vidjeti: I. Peri in, A. okman, I. Lovrinovi , Monetarna politika, Fakultet ekonomije i turizma, Pula, 2001.

7 Ovaj tok nov ane emisije mogu e je promatrati i kroz bilancu poslovnih banaka i kategorije

plasmana u aktivi te depozitnog novca u pasivi.

8 Neovisno da li se javlja kao rezultat ve eg priliva depozita u bankarski sustav, zadu ivanja banaka

kod sredi nje banke ili zadu ivanje banaka u inozemstvu, smanjenja stope obvezne rezerve, prodaje

vrijednosnica na otvorenom tr i tu sredi njoj banci i sl.

Stranica 11 od 35

budu nosti predstavlja temelj za odobravanje novih kredita (budu a vremenska

razdoblja t=1, t=2, ....

Visina promjene makro-kreditnog potencijala tijekom odre enog vremenskog

razdoblja jednaka je sumi svih inicijalnih promjena izvora sredstava poslovnih

banaka pomno enih veli inom kreditnog multiplikatora koji odgovara pojedina noj

promjeni u odre enom vremenu. Matemati ka formula za izra unavanje veli ine

kreditnog multiplikatora nakon t vremenskih jedinica (u t-toj fazi multiplikacije)

glasi:

1 - (1 - r) tv \* h tv

kt = ------------------------ .

1 - (1 - r) \* h

Gdje je r stopa rezervi banaka (obvezna rezerva ije izdvajanje propisuje sredi nja

banka9 uve ana za rezervu likvidnosti koju samovoljno odre uje i zadr ava

poslovna banka na ra unu za namirenje - iro ra unu). Faktor h ozna ava postotak

zadr avanja sredstava u banci., odnosno pokazuje procijenjeni (uobi ajeni) postotak

sredstava odobrenih kredita koji ostaje u istoj banci koja je odobrila kredit, za razliku

od preostalog dijela sredstava koja odlaze na ra une drugih banaka, u centralnu

banku, u ruke stanovni tva kao gotov novac i sl.

Veli ina parametra "h" upravo je i najmanje poznat imbenik kreditne multiplikacije. "On predstavlja rezultat odljeva sredstava iz banke, po nalogu komitenta kome je

odobren kredit. Ovaj odljev ovisi o mnogim imbenicima, me u kojima se kao

najzna ajniji mogu spomenuti: veli ina banke, tj. broj komitenata koje ona obuhva a;

struktura i me usobna povezanost komitenata (otvorena struktura, kada se najve i

dio ispla uje komitentima izvan banke; zatvorena struktura, kada se znatan dio

pla anja vr i u okviru samih komitenata jedne banke); sezonski imbenici koji u

pojedinim razdobljima mogu izazivati poseban odljev ili priliv bankarskih sredstava, u ovisnosti od strukture komitenata po njihovoj djelatnosti; strukture komitenata po

veli ini sredstava na ra unima. Veli ina "h" razli ita je kod pojedinih banaka, a tako er je promjenljiva i u okviru

jedne banke u razli itim vremenskim razdobljima."10

Pomo u veli ine stope zadr avanja sredstava «h» te stope obvezne rezerve «r», mogu e je izra unati faktor obnavljanja «z» postotka iznosa odobrenog kredita koji

ostaje u banci «h» i slobodan je za daljnji plasman. Kako proces «obnavljanja» ovisi u

9 Sredi nja banka propisuje stopu i ostale uvjete dr anja obvezne pri uve, npr. vrste izvora sredstava

na koje se ona odnosi, vrijeme obra una i vrijeme izdvajanja i sl.)

10 Vidjeti: D. Dimitrijevi , Monetarna analiza, Ni , 1981, str.328

Stranica 12 od 35

prvom redu o stopi obvezne rezerve koja izravno ograni ava multiplikaciju depozita

i ekspanziju kredita, faktor obnavljanja nov anih sredstava jednak je izrazu:

z = (1 r) \* h.

Za sve vrijednosti kreditnog multiplikatora ve e od 1 ( to se posti e uz sve stope

obvezne rezerve ispod 100%), na razini cijelog bankarskog sustava, procesom

sekundarne emisije, mogu e je stvoriti vi e depozitnog novca nego to je iznos

primljenih depozita. Upravo je to glavni razlog postojanja razlike izme u veli ine

rezervi kao komponente primarnog novca i ukupne veli ine depozitnog novca

stvorenog kreditnom aktivno u poslovnih banaka i ostalih depozitnih institucija. Te

razlike tim su ve e to je razvijeniji bezgotovinski platni promet, odnosno to je manji

udio gotovog novca u ukupnoj veli ini nov ane mase. Visok udio depozitnog novca u ukupnoj strukturi nov ane mase ukazuje na

dominantnu ulogu poslovnih banaka, odnosno svih depozitnih institucija u procesu

kreiranja novca. Time u prvom redu mislimo na njihovu kreditnu funkciju, tj. na

plasmane njihovih slobodnih nov anih sredstava nov ano-deficitarnim

nebankarskim subjektima.

Pri tome, veli ina porasta ili smanjenja kredita monetarnih institucija ovisi o ponudi i

potra nji kredita. Pod potra njom kredita podrazumijevamo spremnost i interes

nov ano deficitarnih subjekata da do u do potrebnih financijskih sredstava, neovisno o svrsi njihova krajnjeg kori tenja. Na taj na in potra nja kredita implicitno

podrazumijeva i potra nju za novcem, radi podmirenja teku ih obveza pla anja. Potra nja za kreditima prvenstveno ovisi o visini kamatne stope, odnosno

kamatnjaka, kao cijene novca, ali i o utjecaju brojnih ekonomskih (npr. stadij

privrednog ciklusa u kojem se privreda nalazi11), politi kih, psiholo kih i drugih, esto i nemjerljivih imbenika. Upravo zbog toga doga a se da uz vrlo niske kamatne

stope postoji izrazito niska potra nja za kreditima i, obrnuto, da uz visok kamatnjak

potra nja za kreditima prema uje ponudu kredita. Naime, u ekonomskim krugovima poznata je izreka M.Friedmana: "Konja mo e

natjerati na vodu, ali ga ne mo e natjerati da je pije"; to u ovom slu aju zna i da

monetarna politika koju provode monetarne vlasti nema siguran utjecaj na veli inu

potra nje za kreditima, a time uz danu ponudu kredita, niti na kreiranje novca

putem plasmana banaka. S druge strane, postoji znatno sigurniji i efikasniji

mehanizam utjecaja monetarnih vlasti na ponudu kredita, odnosno procese mikro i

makro multiplikacije kredita. Ti utjecaju o ituju se u mjerama monetarne politike

kroz: mehanizam refinanciranja banaka (odobravanje i naplata kredita bankama),

11 U razdoblju pove ane privredne aktivnosti, porast e potra nja za kreditima (barem zbog potrebe

poduze a za dodatnim kapitalom), dok e se u vrijeme kontrakcije ili poslovne stagnacije smanjiti.

Stranica 13 od 35

operacije na otvorenom tr i tu, devizne transacije te odre ivanje stope i drugih

uvjeta dr anja obvezne pri uve banaka. Monetarni u inci promjene nemonetarne pasive banaka

Porastom nemonetarnih obveza banaka ( tedni depoziti, oro eni i devizni depoziti i

sl.) dolazi do promjene veli ine nov ane mase. Naime, porast nemonetarnih obveza

zna i prelijevanje nov anih sredstava iz pojavnih oblika novca (gotov i depozitni

novac kao komponente agregata M1) u ostale manje likvidne financijske oblike, kao

to su: tedni ulozi bez roka, ostali depoziti bez roka, oro eni i ograni eni depoziti, blokirani depoziti, (tako er devizni depoziti u slu aju RH) i sl., ime se neposredno

smanjuje nov ana masa. Naravno, vrijedi i obrnut slu aj, tj. da smanjenje

nemonetarnih obveza, tj. navedenih grupa depozita i njihovo prelijevanje u gotov ili

depozitni novac dovodi do porasta nov ane mase. Navedeni tokovi, odra avaju se na promjenu strukture pasive konsolidirane bilance

monetarnih institucija (odnosno bilance svih poslovnih banaka). Konkretno

pove anje oro enih depozita podrazumijeva npr. smanjenje iznosa depozitnog novca

u pasivi navedenih bilanci za isti iznos, uslijed ega se smanjuje ukupna nov ana

masa. Sli no, kupovina deviza sredstvima koje subjekti imaju na teku im ra unima te

njihov polog na devizni ra un, s aspekta monetarnih u inaka podrazumijeva

poni tavanje nov ane mase kroz porast nemonetarne pasive. Kao rezultat navedenog

u konsolidiranoj bilanci monetarnih institucija mijenja se samo strukturu pasive, odnosno pove avaju se devizni depoziti, a smanjuje se iznos depozitnog novca..

Pored ovog neposrednog djelovanja postoji i posredan utjecaj promjene nemonetarne

pasive na koli inu novca u optjecaju. To je utjecaj promjene nemonetarnih obveza na

stati ki i dinami ki kreditni potencijal banaka te na veli inu slobodnih nov anih

sredstava banaka na iro-ra unu kod centralne banke. Naime, pove anje

nemonetarnih obveza u obliku npr. oro enih depozita, u pravilu, e dovesti do

smanjenja (bar u relativnom smislu) rezervi likvidnosti banaka, a time i do

osloba anja djela slobodnih nov anih sredstava na iro-ra unu kod centralne banke. Na taj e na in porast oro enih depozita kao komponente nemonetarne pasive

dovesti do pove anja kreditnog potencijala banke i uz dovoljnu potra nju za

kreditima do pove anja nov ane mase. Koji e od dva spomenuta u inka biti ve i, ovisit e o strukturi nemonetarnih obveza i strukturi i kriterijima izdvajanja obvezne

rezerve i rezerve likvidnosti. to je struktura pasive banaka vi e diferencirana s

obzirom na kategorije depozita i visinu (jedne ili vi e vrsta) stope obvezne rezerve i

rezerve likvidnosti koje se na njih obra unavaju, to e u inak promjene nemonetarnih

obveza banaka biti raznovrsniji.

Monetarni u inci deviznih transakcija

Stranica 14 od 35

Pored dva ranije spomenuta imbenika (promjena iznosa plasmana i nemonetarnih

obveza banaka) koji djeluju na promjenu nov ane mase, u otvorenoj privredi, kao

tre i tok, javljaju se devizne transakcije. Monetarni u inci deviznih transakcija, pri

tome se odnose, kako na promjenu nov ane mase ( to je vidljivo iz konsolidirane

bilance svih monetarnih institucija), tako i na promjenu primarnog novca (vidljivu iz

bilance sredi nje banke). Me utim, budu i da sve devizne transakcije nemaju

monetarni u inak, potrebno je objasniti svaku pojedinu deviznu transakciju i vidjeti

koje od njih imaju monetarni efekt, a koje nemaju.

2.1.4. Analiza promjene nov ane ponude putem deviznih transakcija s doma im

komitentima

Kada govorimo o deviznim transakcijama s doma im komitentima potrebno je

razlikovati pet grupa transakcija:12

o transakcije izme u centralne banke i poslovnih banaka;

o transakcije izme u nemonetarnih subjekata me usobno;

o transakcije izme u centralne banke i nemonetarnih subjekata;

o transakcije izme u poslovnih banaka (ostalih monetarnih institucija) i

nemonetarnih subjekata;

o transakcije izme u poslovnih banaka me usobno. Ve je ranije istaknuto da, transakcija koje obavljaju me usobno nemonetarni subjekti

te poslovne banke me usobno, nemaju nikakav u inak na promjenu novca u

optjecaju, jer je pove anje likvidnosti jednog subjekta/banke jednako smanjenju

likvidnosti drugog nemonetarnog subjekta/banke. Za razliku od ove dvije grupe, preostale tri grupe deviznih transakcija imaju manji ili ve i u inak na promjenu i

primarnog novca i nov ane mase. Monetarni u inci deviznih transakcija centralne banke s doma im

komitentima

Pove anje potra ivanja centralne banke proiza lo iz kupovine deviza od banaka

dovodi od porasta deviznih rezervi (inozemne aktive) u aktivi bilance CB te

istodobno do porasta depozita poslovnih banaka u pasivi bilance centralne banke, to zna i da dolazi do direktnog kreiranja primarnog novca. U obratnom slu aju

kada centralna banka prodaje devize poslovnim bankama, smanjit e se njezine

12 Vidjeti: M. Pavi , Utjecaj deviznih transakcija na doma a nov ana kretanja, Financijska praksa, br.6/95.

Stranica 15 od 35

devizne rezerve (inozemna aktiva), ali i slobodna nov ana sredstva na ra unima za

namirenje poslovnih banaka, to predstavlja monetarni u inak u pravcu povla enja

(steriliziranja) primarnog novca. Me utim, budu i da ovako stvoren ili definitivno

poni ten primarni novac zapravo predstavlja porast ili smanjenje slobodnih likvidnih

sredstava poslovnih banaka, opisane devizne transakcije na svojevrstan na in

predodre uju daljnji tok monetarne multiplikacije, odnosno kreiranja novca. Naime, devizne transakcije centralne banke imaju dvojaki karakter koji se o ituje u

tome da :

o istovremeno predstavlja kreiranje i povla enje primarnog novca ( to nije slu aj sa

deviznim transakcijama poslovnih banaka) te

o da se kreiranjem ili povla enjem primarnog novca pove ava ili smanjuje

likvidnost, odnosno kreditni potencijal poslovnih banaka, to putem promjene

iznosa odobrenih kredita dovodi do kreiranja ili poni tavanja nov ane mase. Monetarni u inci deviznih transakcija poslovnih banaka s doma im

komitentima

Ako se devizne transakcije obavljaju kod poslovnih banaka, situacija je znatno

slo enija nego u slu aju sredi nje banke. Kao prvo, monetarni u inci deviznih

transakcija imaju suprotan efekt na kreditni potencijal poslovnih banaka, nego to je

efekt koji se odnosi na promjenu nov ane mase. Nadalje, krajnji u inak ovisi o tome

izme u koga e se kupovina i prodaja deviza obaviti, tj. da li :

o izme u poslovnih banaka i centralne banke, ili

o izme u poslovnih banaka i njihovih komitenata (tj. izme u poslovnih banaka i

nemonetarnih subjekata).

Ukoliko se radi o transakcijama izme u poslovnih banaka i centralne banke, devizne

transakcije, u okviru kojih poslovne banke prodaju devize sredi njoj banci, nemaju

neposredni u inak na promjenu nov ane mase, nego ozna avaju odlijevanje deviznih

rezervi poslovnih banaka u rezerve centralne banke, a zatim i priliv primarnog novca

na ra un banaka kod centralne banke. Naime, prodajom deviza poslovnih banaka

centralnoj banci dolazi do pretvaranja deviznih potra ivanja poslovnih banaka u

primarni novac, a time se zbog porasta slobodnih nov anih sredstava na iro-ra unu

banaka kod centralne banke pove ava i njihov kreditni potencijal. U bilanci

poslovnih banaka to konkretno zna i smanjenje inozemne aktive i pove anje kunskih

pri uva kod sredi nje banke, odnosno kategorije sredstva na ra unima za namirenje

banaka, koja u budu nosti poslovne banke mogu ukoliko ele koristi za odobravanje

kunskih kredita svojim komitentima. S druge strane u bilanci sredi nje, prodaja

deviza od strane poslovnih banaka sredi njoj banci zna i pove anje inozemne aktive

u aktivi bilance SB i pove anje primarnog novca (ra uni za namirenje banaka) u

pasivi bilance SB.

Stranica 16 od 35

Da li e do i i u kojem obujmu do posrednog utjecaja ovih transakcija na promjenu

nov ane mase, ovisit e o brojnim imbenicima, prije svega o visini potra nje za

kreditima, spremnosti poslovnih banaka da likvidna sredstva koriste za odobravanje

kredita, brzini kreditne multiplikacije, odnosno o visini kreditnog multiplikatora i

monetarne multiplikacije.

Za razliku od kupovine i prodaje deviza poslovne banke centralnoj banci, kupovine i

prodaje deviza poslovne banke nemonetarnim subjektima imat e izravni u inak na

promjenu nov ane mase. Ako poslovna banka prodaje devize stanovni tvu, poduze ima ili drugim

nemonetarnim subjektima, smanjit e se iznos gotovog novca u optjecaju ili

depozitnog novca na transakcijskim ra unima nemonetarnih subjekata, odnosno ova

transakcija e direktno djelovati na poni tavanje nov ane mase. Ukoliko subjekti

kupuju stranu efektivu sredstvima na svojim teku im ra unima, u bilanci poslovnih

banaka ova transakcija podrazumijevat e smanjenje inozemne aktive u aktivi bilance

te smanjenje depozitnog novca u pasivi bilance.13Ukoliko pak subjekti kupuju stranu

efektivu kunskim gotovinskim sredstvima, u pasivi bilance poslovnih banaka do i e

istodobno do smanjenja kategorije inozemna aktiva i pove anja kategorije blagajna

banaka (kunske pri uve kod sredi nje banke kao sastavna komponenta primarnog

novca).

Nasuprot tome, kad nemonetarni subjekti (stanovni tvo, poduze a i sl.) prodaju

devize poslovnoj banci javit e se izravni u inak u pravcu kreiranja nov ane mase.

13 Me utim, prodajom deviza banka pove ava svoja sredstva na iro-ra unu kod sredi nje banke, to

uz eventualno osloba anje dijela sredstava nemonetarnih subjekata koja podlije u izdvajanju obvezne

rezerve i rezerve likvidnosti (depozitni novac) dovodi do pove anja kreditnog potencijala banke. Na

taj na in, ovaj posredni u inak deviznih transakcija na porast kreditnog potencijala banke mo e u

budu nosti djelomi no neutralizirati neposredni u inak deviznih transakcija na smanjenje nov ane

mase.

Stranica 17 od 35

2.1.5. Analiza promjene nov ane mase putem deviznih transakcija s inozemstvom

Devizne transakcije monetarnih institucija s inozemnim subjektima imaju specifi an, ili u pojedinim slu ajevima nemaju nikakav u inak na (neto) tokove kreiranja i

poni tavanja primarnog novca i nov ane mase. Kako bismo to detaljnije objasnili, odvojimo, kao i prethodno, monetarne u inke deviznih transakcija centralne banke

od monetarnih u inaka deviznih transakcija poslovnih banaka s inozemnim

subjektima.

Devizne transakcije centralne banke s inozemnim subjektima

Centralna banka se zadu uje u inozemstvu zato da bi pove ala svoje me unarodne

monetarne rezerve, ili da bi usprkos potrebnim intervencijama na deviznom tr i tu

odr ala svoje rezerve nepromijenjenima. Porast deviznih rezervi centralne banke na osnovi zadu ivanja u inozemstvu (npr. radi pokri a deficita u deviznoj bilanci), pri tome, u pravilu, nema nikakav u inak na

promjenu veli ine primarnog novca. Razlog tome je slijede i. Porast zadu ivanja u

inozemstvu odra ava se na porast deviznih rezervi u aktivi bilance centralne banke

(inozemne aktive) i istovremeno na porast obveza prema inozemstvu (inozemna

pasiva) u pasivi bilance centralne banke, to zna i da ne djeluje na promjenu iznosa

primarnog novca. Monetarni u inak javio bi se samo ako sredi nja banka na temelju

primljenih inozemnih kredita vr i emisiju primarnog novca, tj. sama sebi mijenja

(kupuje i prodaje) devize za doma i novac.

Devizne transakcije poslovnih banaka s inozemstvom

Kada poslovne banke daju kredite inozemstvu, javljaju se samo promjene u aktivi

bilance tih banaka, jer se za isti iznos pove avaju potra ivanja prema inozemstvu na

osnovi danih kredita, za koji su se prethodno smanjile devizne rezerve (inozemna

aktiva). Sukladno tome ne postoji nikakav u inak deviznih transakcija na promjenu

nov ane mase. Isto tako, uzimanje financijskih kredita iz inozemstva uzrokuje

istovremeno porast deviznih rezervi u aktivi bilance banaka (inozemne aktive) i

porast obveza prema inozemstvu u pasivi bilance banaka (inozemna pasiva), tako da

navedene transakcije, same za sebe, promatrano u neto iznosu, nemaju nikakav

monetarni u inak. Me utim, monetarni u inak javlja se u slu aju kada poslovne banke prodaju devizne

rezerve centralnoj banci (u inak u pravcu kreiranja primarnog novca) ili

nemonetarnim subjektima (u inak u pravcu poni tavanja nov ane mase). Konkretno, ova situacija posebno je izra ena posljednjih godina u Republici Hrvatskoj budu i da

Stranica 18 od 35

se banke u estalo zadu uju u inozemstvu i ta sredstva prodaju sredi njoj banci radi

pove anja kunske likvidnosti kao temelja odobravanja kunskih kredita kao naj e eg

oblika plasmana poslovnih banaka u RH. Tako u kona nici zadu ivanje banaka u

inozemstvu za vlastiti ra un (npr. zadu ivanje banke k eri kod banke majke u

inozemstvu) dovodi do posrednih monetarnih u inaka. Naime, kredit iz inozemstva

sadr an u pasivi bilance poslovne banke, podjednako kao i svaki drugi izvor

sredstava banke (depozit ili kredit sredi nje banke) utje e na pove anje njenog

kreditnog potencijala banke, odnosno omogu uje banci odobravanje novih kredita, konkretno, u doma oj valuti, to postaje izravni tok kreiranja novca. Banke esto ne uzimaju kredite u inozemstvu za vlastiti ra un, nego za potrebe svojih

komitenata, tako da dobivena devizna sredstva putem deviznih kredita prenose na

njihove devizne ra une. Me utim, ovi oblici posrednih financijskih kredita sami za

sebe ne izazivaju monetarne u inke, jer se nastale promjene me usobno poni tavaju. Naime, prividni tok kreiranja novca kroz porast deviznih rezervi u aktivi bilance

banaka neutralizira se porastom obveza banaka prema inozemstvu u pasivi te

bilance, dok se prividni tok poni tavanja novca kroz porast deviznih ra una u pasivi

bilance (zna i porast nemonetarne pasive) neutralizira porastom deviznih kredita

doma im komitentima u aktivi bilance, odnosno prividnim kreiranjem novca. Sa stajali ta analize utjecaja deviznih transakcija poslovnih banaka sa inozemnim

subjektima va na je i njihova posredni ka uloga pri prijenosu nov anih sredstava

izme u inozemstva i doma ih nemonetarnih subjekata. Pri tome u prvom redu

mislimo na transakcije u svezi pla anja i naplate potra ivanja doma ih poduze a od

inozemnih subjekata na osnovi prometa roba i usluga. Ove se transakcije

evidentiraju, kako preko ra una banaka u inozemstvu, tako i preko deviznih ra una

poduze a kod banaka u zemlji. Ve i priliv deviza od odljeva odra ava se na porast

deviznih rezervi u aktivi bilance banaka i istovremeno na porast sredstava na

deviznim ra unima poduze a u pasivi bilance banaka, to zna i da je monetarni

u inak deviznih transakcija samo prividan, odnosno u potpunosti izostaje. S druge

strane, ako poduze a, stanovni tvo ili drugi nemonetarni subjekti, radi uvoza

inozemne robe ili usluga, kupuju devize od banaka, devizne transakcije imat e

zna ajan monetarni u inak. Pri tome, se devizne transakcije kupnje i prodaje deviza

nemonetarnih subjekata, npr. stanovni tva, odra avaju samo na njihovim deviznim

ra unima kod banaka u zemlji, dok na ra unima banaka u inozemstvu ne dolazi do

promjena.

2.1.6. Monetarni u inci deviznih transakcija u bilanci pla anja

Navedeno obja njenje monetarnih u inaka deviznih transakcija temelji se na

pouzdanim i lako dostupnim podacima dobivenim iz bilance monetarnih institucija. Me utim, nedostatak ovog obja njenja je to ono ne pokazuje to utje e na gore

Stranica 19 od 35

spomenute promjene u bilancama monetarnih institucija te u kojoj su mjeri ove

promjene ovisne o djelovanju monetarnih institucija, a u kojoj mjeri samo odra avaju

odluke drugih (nemonetarnih) subjekata. To je u stvari pitanje povezivanja gornjih

promjena vidljivih u bilancama monetarnih institucija sa transakcijama prikazanim u

bilanci pla anja. S obzirom na prirodu transakcija, bilancu pla anja dijelimo na dva ra una: ra un

teku ih transakcija i ra un kapitalnih transakcija. Pri tome, bilanca teku ih

transakcija pokazuje sve transakcije izme u zemlje i inozemstva vezane za

proizvodnju i dohodak u odre enom razdoblju pa se u tom smislu sastoji od vanjsko

trgovinske bilance i bilance teku ih transfera. Saldo bilance teku ih transakcija

mo emo ozna iti sa L, budu i da njegova visina upravo odgovara iznosu neto- zadu enja u inozemstvu. Naime, negativan saldo, tj. deficit u bilanci teku ih

transakcija, nastao kao posljedica nejednakosti izme u doma ih investicija i doma e

tednje zemlja mora financirati neto-zadu enjem u inozemstvu, odnosno uzimanjem

zajmova (pove anjem obveza) ili likvidacijom nekih stavki svoje financijske i realne

aktive (tj. smanjenjem svojih potra ivanja u inozemstvu). Isto tako suficit u bilanci

teku ih transakcija zna i da je zemlja u teku im transakcijama s inozemstvom

ostvarila vi ak nov anih sredstava koji mo e investirati u inozemstvo, ime se

pove avaju njezina potra ivanja od inozemstva, ili ih mo e iskoristiti za smanjivanje

svojih obveza prema inozemstvu. Pri tome su financijski tokovi tih sredstava izme u

zemlje i inozemstva prikazani u bilanci kapitalnih transakcija kao odljev i priliv

kapitala (na strani priliva npr. zajmovi iz inozemstva, depoziti inozemstva u

doma im bankama, prodaja vrijednosnica inozemstvu). Kompenziraju u stavku ra una teku ih transakcija i ra una kapitalnih transakcija

predstavlja ra un porasta ili smanjenja deviznih rezervi, odnosno promjene na tom

ra unu jednake su saldu bilance pla anja. Tako, npr. ako je promjena deviznih

rezervi «EF

» jednaka nuli tada je saldo bilance teku ih transakcija «TA» jednak saldu

bilance kapitalnih transakcija sa suprotnim predznakom «CA».

Budu i da iz jednad be bilance pla anja slijedi da je: TA + CA - EF

= 0, odnosno

EF

= TA + CA, neposredni monetarni u inci ekonomskih odnosa s inozemstvom (koji se ogledaju u

promjeni salda deviznih rezervi) ovise o saldu teku eg ra una bilance pla anja te o

promjeni neto-financijskih obveza prema inozemstvu.

U pravilu, pozitivan saldo ra una teku ih transakcija (suficit) dovodi do kreiranja

novca, jer se pove avaju devizne rezerve, a negativan saldo (deficit) do povla enja

novca, jer se deficit u bilanci teku ih transakcija pokriva pozitivnim saldom u bilanci

kapitalnih transakcija ili smanjenjem me unarodnih rezervi. Me utim, da bi dobili

Stranica 20 od 35

ukupne monetarne efekte deviznih transakcija, treba saldu teku ih transakcija

bilance pla anja dodati iznos porasta neto-obveza prema inozemstvu te oduzeti iznos

smanjenja ovih neto-obveza. Pri tome je va no napomenuti da porast neto-obveza

(deficit ra una kapitalnih transakcija) predstavlja odljev deviza, tj. negativnu poziciju

u bilanci pla anja, dok porast neto-potra ivanja predstavlja priliv deviza, odnosno

pozitivnu poziciju u bilanci pla anja. Neto-porast obveza prema inozemstvu djeluje u pravcu kreiranja novca, jer se

pove anjem priliva (odnosno upotrebe) inozemnih sredstava (zadu ivanje u

inozemstvu rast inozemnog duga), putem prodaje deviza ovla tenim bankama, pove ava iznos doma ih nov anih sredstava, a prodajom istih centralnoj banci (ili

centralne banke samoj sebi) pove ava se likvidnost bankarskog sektora (u doma oj

valuti), koja u krajnjoj liniji omogu ava dodatnu emisiju novca. Me utim, porast

neto-zadu enja prema inozemstvu i time uzrokovan ve i priliv deviza ne mora

dovesti do nove kreacije novca u istom iznosu. Koliki e monetarni u inak izazvati

odre eno pove anje neto-obveza prema inozemstvu ovisit e o vrsti i o na inu

kori tenja tog zajma. Uzimanje i kori tenje financijskih kredita i zajmova, uz nepravovremenu akciju

sredi nje banke, mo e djelovati inflatorno, jer djeluje na pove anje nov ane mase. Naime, ovim putem je u zemlju u ao novac, ali nije u la roba, to zna i da su se

pove ali samo nov ani fondovi, dok su robni fondovi ostali nepromijenjeni. No, u

kasnijim fazama pretvaranja nov anih u realne transfere, djelomi no e se korigirati

prvotni u inak na nov anu masu. Monetarni u inci inozemnog zadu ivanja (na porast nov ane ponude) mogu se

djelomi no kompenzirati ukoliko u zemlji postoji obveza polaganja protuvrijednosti

inozemnih kredita u doma oj valuti, koji se u konsolidiranoj bilanci monetarnih

institucija javljaju u poziciji "ograni enih depozita", a ije pove anje zna i rast

nemonetarne pasive, tj. povla enje novca iz optjecaja. Djelomi na kompenzacije

monetarnih u inaka javlja se tako er zbog poslovne politike banaka u upravljanju

valutnom pozicijom (uskla eno u) aktive i pasive. Na isti na in, do kompenziranja

odre enog dijela monetarnih u inaka inozemnog zadu ivanja ili porasta bilo koje

pozicije deviznih obveza koje slu e kao izvor sredstava poslovnih banaka (temelj

njihove kreditne aktivnosti), dolazi tako er ukoliko postoji obveza banaka o

minimalno potrebnim deviznim potra ivanjima ili obveza izdvajanja grani ne

pri uve (na posu ena sredstva iz inozemstva) na devizne ra une banaka kod

sredi nje banke. Neposredni monetarni u inci salda bilance pla anja u velikoj mjeri ovise o pona anju

nemonetarnih subjekata (uvoznika, izvoznika, u esnika u nerobnim transakcijama i

sl.) i to, kako o njihovim teku im transakcijama, tako i o njihovim financijskim

transakcijama. Monetarne institucije, pri tome, mogu utjecati samo na raspored

Stranica 21 od 35

monetarnih u inaka deviznih transakcija na centralnu banku ili na poslovne banke, tj. da li e se potra ivanja i obveze monetarnih institucija prema inozemstvu, odre ene transakcijama u bilanci pla anja odraziti na promjenu bilance centralne

banke ili na promjenu bilance poslovnih banaka.

Ovdje je potrebno naglasiti da monetarni u inci transakcija u bilanci pla anja, odnosno u inci salda bilance pla anja nisu jednaki monetarnim u incima ukupnih

deviznih transakcija. Naime, ranije su opisane odre ene devizne transakcije

monetarnih institucija s doma im nemonetarnim subjektima, koje nisu obuhva ene

transakcijama u bilanci pla anja. Na primjer, banke prodaju devize doma em

stanovni tvu koje nema namjeru tim devizama pla ati uvoz roba, ve se eli za tititi

od mogu e promjene deviznog te aja i pada realne vrijednosti njihove imovine. Ovdje se susre emo sa u Hrvatskoj rasprostranjenim fenomenom devizne tednje i

valutne supstitucije neslu bene dolarizacije, koji uglavnom ne nalazimo u

financijskoj praksi razvijenih zemalja. Bez obzira to ovakve operacije kupnje i

prodaje deviza od strane nemonetarnih subjekata nisu evidentirane u bilanci

pla anja, one imaju najdirektnije monetarne u inke, jer dovode do neposrednog

smanjenja ili porasta gotovog ili depozitnog novca.

Nadalje, pored deviznih transakcija, bilanca pla anja obuhva a i transakcije sa

inozemnim subjektima u doma oj, a ne inozemnoj valuti, to u uvjetima interne i

eksterne konvertibilnosti doma e valute mo e predstavljati znatan dio transakcija u

bilanci pla anja.

Uzimaju i sve opisano u obzir, ako zanemarimo postojanje transakcija s inozemnim

subjektima u doma oj valuti, mo emo zaklju iti da devizne transakcije obuhva aju

dvije grupe isprepletenih monetarnih u inaka: monetarne u inke salda bilance

pla anja, te monetarne u inke deviznih transakcija izme u monetarnih institucija i

doma ih nemonetarnih subjekata. Me utim, to nije kraj pri e, za uspje nu analizu ukupnih monetarnih u inaka

deviznih transakcija, dobivene vrijednosti treba umanjiti, odnosno, uve ati za

monetarne u inke efektivne promjene deviznog te aja. Naime, esto se doga a da

visok pozitivan ili negativan u inak na promjenu nov ane mase nije uzrokovan

pove anim obujmom deviznih transakcija, odnosno suficitom ili deficitom bilance

pla anja, kako bi se moglo zaklju iti iz bilanci banaka i bilance pla anja, ve da je

nastao prvenstveno zbog jednokratne ili vi ekratne promjene deviznog te aja. Navedena pojava javlja se iz razloga to se u knjigovodstvu banaka sve devizne

transakcije14 evidentiraju po srednjem deviznom te aju doma e valute te se uslijed

dugotrajnih i estih promjena deviznog te aja javlja efekt kumuliranja monetarnih

14To zna i i teku e i one koje su proiza le iz ranijih transakcija.

Stranica 22 od 35

u inaka promjene deviznog te aja, ime analiza tokova deviznih transakcija na

kreiranja i poni tavanja primarnog novca i nov ane mase postaje znatno slo enija. 2.2. ANALIZA PROMJENE NOV ANE PONUDE POMO U METODE

MONETARNOG MULTIPLIKATORA

Opisana analiza promjene nov ane ponude na temelju podataka iskazanih u

konsolidiranoj bilanci monetarnih institucija izgleda jednostavna i to na, ali pati, od

jednog velikog nedostatka, a to je nea urnost i ka njenje podataka. Naime, za izradu

bilance poslovnih banaka i konsolidirane bilance banaka potrebno je du e

vremensko razdoblje, budu i da svaka banka zasebno mora urediti, dokumentirati i

poslati svoje podatke sredi njoj banci u obliku svoje bilance te se tek nakon toga, kada su svi podaci (pojedina ne bilance) prikupljeni, prelazi na izradu skupnih

bilanci. Pri tome, naravno, ne smijemo zaboraviti sva ka njenja podataka, ispravke

eventualnih pogre aka i sli no, koji dodatno usporavaju cijeli postupak. Upravo zbog

toga, uz svu raspolo ivu tehniku, podaci u slu benim i cjelovitim bilancama banaka

pokazuju stanje barem jedan ili dva mjeseca unazad, to mo e imati nepovoljne i

dalekose ne posljedice uslijed nepravovremene akcije ili poduzimanja pogre nih

mjera monetarne i ukupne makroekonomske politike, pogotovo kad se ima u vidu

da je monetarno-kreditna politika instrument konjunkture, dakle kratkoro ne

ekonomske politike.

Navedenim bilancama nisu obuhva eni podaci o tokovima kretanja pojedinih

kategorija aktive i pasive unutar razdoblja od mjesec dana, nego isklju ivo promjene

stanja na kraju promatranog razdoblja mjeseca, godine. Zbog toga je nemogu e

analizirati pona anje i utjecaj poslovnih banaka i nebankarskih subjekata na

promjenu veli ine pojedinih oblika monetarne ili nemonetarne pasive, kao i

promjenu strukture bankarske aktive u promatranom razdoblju. Ako k tome

uzmemo u obzir i injenicu o postojanju vremenskog pomaka (time lag koji je

razli it u pojedinim sektorima gospodarstva) u djelovanju monetarne politike, prema

kojem se u prvih 4 mjeseca ostvaruje svega 30% poduzetih mjera, dok se preostalih

70% ostvaruje u narednih 20 mjeseci, postavlja se pitanje da li su ovakve nea urne i

uvjetno to ne bilance banaka reprezentativni pokazatelji kretanja veli ine nov ane

mase.

Zbog svega navedenog analizu promjene nov ane mase zasnovanu na bilancama

banaka treba kombinirati sa podacima dobivenim pomo u monetarnog

multiplikatora.

Analiza procesa kreiranja novca pomo u monetarnog multiplikatora polazi od

klasi nog monetaristi kog pristupa prema kojem je veli ina ponude novca M1

egzogeno dana, odnosno odre ena veli inom primarnog novca te da o njezinoj

Stranica 23 od 35

promjeni ovisi kretanje proizvodnje, zaposlenosti, razina cijena i sl. U skladu s time, empirijska definicija nov ane mase pod novcem podrazumijeva samo ona nov ana

sredstva koja se kreiraju pod izravnom kontrolom centralne banke te promjenom

kojih monetarne vlasti mogu utjecati na ekonomsku aktivnost. Ukoliko bi promjene

ekonomske aktivnosti, odnosno potra nja za novcem odre ivali ponudu novca u

nekoj privredi, tad takva nov ana sredstva (instrumente) ne bi mogli smatrati

novcem, jer ona nisu pod kontrolom monetarnih vlasti, odnosno definiciju M1 trebalo

bi redefinirati u skladu sa endogenom varijablom novca.

Navedeni stav o egzogenosti koli ine novca u optjecaju, prema kojem je nov ana

masa jednaka umno ku veli ine primarnog novca (H ili Hp, high powered money) i

monetarnog multiplikatora (M1 = m\*Hp), temelji se na brojnim empirijskim

istra ivanjima monetarnih kretanja u ameri koj privredi u razdoblju 1867-1960, koja

je u prvoj polovici ezdesetih godina izveo Milton Friedman u suradnji sa Annom J. Schwartz, D. J. Mieselmanom i drugim suradnicima. Prema monetaristi kom

shva anju, monetarne vlasti mogu kontrolom primarnog novca (monetarne baze)

utjecati na kretanje koli ine novca u optjecaju, a time i na privrednu aktivnost, bez

obzira na postojanje sekundarnih, povratnih efekata iz realnog prema monetarnom

sektoru.

Monetarni multiplikator pojavljuje se kao varijabla koja uspostavlja vezu izme u

promjena monetarne baze, odre enog monetarnog agregata (nov ane mase u e ili

ire definirane) i kredita banaka. 15 U tom smislu monetarni multiplikator mjeri

ovisnost i kvantitativnu razliku izme u veli ine obi nog novca M1 i veli ine

primarnog novca. Dok nov ana masa obuhva a gotovinu u optjecaju i depozitni

novac, primarni novac jednak je zbroju gotovog novca u optjecaju i visine rezervi

poslovnih banaka kod sredi nje banke. Definiran kao novac velike snage (high

powered money) primarni novac predstavlja bazu kreiranja depozitnog novca od

strane sektora poslovnih banaka.

Za razliku od ranije opisanog kreditnog multiplikatora koji mjeri u inak inicijalnog

pove anja sredstava poslovnih banaka na iro-ra unu kod sredi nje banke na

pove anje veli ine kredita banaka, kao jednog od tokova kreiranja nov ane mase, monetarni multiplikator pokazuje ukupne u inke kreiranja ili poni tavanja novca

kroz: kreditnu aktivnost banaka, devizne transakcije s inozemstvom i promjenu tzv. nemonetarne pasive, koji dovode do kreiranja x jedinica nov ane mase stvorene na

temelju jedne jedinice kreiranog primarnog novca.

Uz poznatu vrijednost monetarnog multiplikatora (koja je relativno stabilna u

kra em roku) i veli inu primarnog novca iskazanog u bilanci centralne banke, mogu e je svakodnevno (ili svakih deset dana, kao to je uobi ajeno u praksi ve ine

15 G. Ko etinac, Proces kreiranja novca, 1989., str. 77.

Stranica 24 od 35

sredi njih banaka) procijeniti veli inu nov ane mase i tokove kojima centralna banka

djeluje na kariranje i povla enje novca iz optjecaja. To zna i da na veli inu nov ane mase istovremeno djeluju dvije grupe imbenika:

1) imbenici koji djeluju na obujam i promjene veli ine primarnog novca, na koje, ovisno o stupnju monetarnog suvereniteta, razvijenosti financijskih tr i ta, teku oj

ekonomskoj politici i sl., centralna banka mo e neposredno djelovati mjerama

monetarne politike (politika otvorenog tr i ta, diskontna politika, politika obveznih

rezervi i selektivna-kreditna politika);

2) imbenici koji djeluju na veli inu i pona anje monetarnog multiplikatora, koji

je vi e ili manje endogena varijabla, budu i da uvelike ovisi o pona anju

nebankarskih subjekata i poslovnih banaka, a time i o kretanju privredne aktivnosti, promjeni ili o ekivanju promjene tr i nih kamatnih stopa, promjeni cijena deviznog

te aja i sl. Sredi nje banke raspola u brojnim mehanizmima kojima mogu uspje no kontrolirati

visinu primarnog novca u nekoj privredi. U zemljama s razvijenim tr i tem novca i

kapitala, najdjelotvorniji i naj e e kori ten instrument kojim centralna banka utje e

na veli inu primarnog novca predstavljaju operacije na otvorenom tr i tu, odnosno

kupovina i prodaja vrijednosnih papira nebankarskih subjekata posredstvom

poslovnih banaka. No, pored toga na kretanje primarnog novca utje e i direktna

kreditna aktivnost centralne banke, odnosno njena spremnost da promjenom

diskontne stope i kori tenjem mehanizma diskontnog prozora, pove a likvidnost

poslovnih banaka.

Konkretna primjena pojedina nog instrumentarija monetarne politike vidljiva je iz

bilance sredi nje banke. Tako konkretno u Republici Hrvatskoj stavka inozemna neto

aktiva u bilanci sredi nje banke odra ava u inke primjene instrumentarija «Devizne

aukcije»; potra ivanja od banaka sadr ana u aktivi bilance SB uklju uju u inke

primjene instrumenata: «Lombardni krediti», «Kratkoro ni krediti za likvidnost», te

«Repo aukcije». U pasivi pozicija blagajni ki zapisi odra ava u inke primjene

instrumenta «Blagajni ki zapisi», a pozicije kunskih obveznih pri uva sadr anih u

primarnom novcu te deviznih obveznih pri uva primjenu instrumenta «Obvezne

pri uve». Na promjenu veli ine primarnog novca centralne banke utje u promjenom visine i

strukture stopa obveznih rezervi (iako s razli itim intenzitetom). Tako e, npr., odluka o smanjenju stope obvezne rezerve na depozite po vi enju za 2% i stope

obvezne rezerve na ostale vrste depozita za 4% u znatnoj mjeri utjecati na smanjenje

sredstava poslovne banke na posebnom ra unu obveznih rezervi kod centralne

banke, a time i na osloba anje primarnog novca koji se vra a na iro-ra un banke i

pove ava njezinu likvidnost. Pri tome je va no uo iti kako promjena stope obvezne

Stranica 25 od 35

rezerve ne djeluje samo na promjenu veli ine monetarne baze (primarnog novca), nego i na promjenu, u ovom slu aju porast, visine monetarnog multiplikatora, ime

se korigira neposredni u inak promjene stopa obvezne rezerve na veli inu

primarnog novca.

Budu i da na tokove kreiranja i poni tavanja primarnog novca sredi nja banka utje e

direktnim kreditiranjem iz primarne emisije (PE odra ava u inke diskontne

politike ili op enito politike refinanciranja), kupnjom i prodajom vrijednosnica

(ONA- ostala neto aktiva odra ava u inke operacija na otvorenom tr i tu) te

deviznim transakcijama (DTI devizne aukcije u okviru kojih sredi nja banka kupuje

i/ili prodaje devize), nov ana masa jednaka je umno ku monetarnog multiplikatora i

veli ine primarnog novca:

M1 = m \* M0 odnosno M1 = m \* (PE + DTI + ONA)

ili gledano kroz tokove kreiranja i poni tavanja nov ane mase

m \* (PE + DTI + ONA) = K + ES

NP.

imbenici koji pri tome u ponajvi e odre uju visinu i kretanje monetarnog

multiplikatora (u razli itim formulama razli itih autora) uklju uju:

visinu rezervi banaka kod sredi nje banke, koja je odre ena prvenstveno

slu benom stopom i drugim kriterijima obra una i izdvajanja obvezne pri uve

te dr anja minimalnih rezervi likvidnosti, koeficijent sklonosti dr anja gotovine (omjer izme u gotovog i depozitnog

novca)

faktor proporcionalnosti (omjer izme u tednih i oro enih u odnosu na

depozitni novac)

Za razliku od visine stope obveznih rezervi i rezervi likvidnosti koje su poznate i u

pravilu se esto ne mijenjaju, kretanje visine koeficijenta sklonosti dr anja gotovine

vrlo je te ko unaprijed predvidjeti. Koeficijent sklonosti dr anja gotovine ovisi o oportunitetnom tro ku dr anja

gotovine, tj. o visini kamatne stope na depozite koji ulaze u depozitni novac. Zanemarimo li faktor sigurnosti dr anja novca u banci, to je ta kamatna stopa ni a, ve i je interes za dr anjem gotovine tijekom cijelog razdoblja izme u nov anog

primitka iz vremena t i nov anog primitka iz vremena t+1 . Drugi imbenik koji

odre uje kretanje koeficijenta sklonosti dr anja gotovine je relativni odnos izme u

Stranica 26 od 35

kamatnih stopa koje se ispla uju na transakcijske ra une nebankarskih subjekata kod

banaka i kamatnih stopa na razli ite oblike vrijednosnica. Rast kamatnih stopa na

vrijednosnice potaknut e ljude da teku e vi kove nov anih sredstava ula u u

kupovinu vrijednosnica. U spomenutoj situaciji, znatniji interes za kupovinom

vrijednosnica nego dr anjem novca, imat e ve i u inak na smanjenje mase

depozitnog novca nego gotovine. imbenici koje pri tome tako er treba uzeti u obzir

su dohodak i bogatstvo pojedinaca i ekonomskih subjekata koji ive i djeluju u

odre enom monetarnom i ekonomskom okru enju. Nadalje, u odre enoj mjeri, na koeficijent dr anja gotovine utje u visina poreznih

stopa i organizacija poreznog sustava, jer se u transakcijama gdje postoji izbjegavanje

pla anja poreza radije koristi gotovina nego ekovi. To podrazumijeva da je

koeficijent sklonosti dr anja gotovine ve i u uvjetima visoko razvijene sive

ekonomije ili postojanja nelegalnih aktivnosti (trgovine drogom i sl.) koje se

prikrivaju procesom pranja novca .16

Faktor proporcionalnosti ovisi o kretanju kamatne stope na tedne i oro ene depozite

u odnosu na krivulju zarade na vrijednosnice i kretanje kamatnih stopa na

transakcijske depozite. Kako su oro eni depoziti jedan od na ina dr anja imovine, oni ovise o ukupnoj imovini, tj. bogatstvu svih subjekata nacionalne privrede. Iz

navedenog proizlazi, kako su dohodak, bogatstvo i kamatne stope vrlo va ni

imbenici koji odre uju monetarni multiplikator, kao endogenu varijablu, neovisno o

nastojanjima sredi nje banke da odr e nepromijenjenu razinu rezervi poslovnih

banaka.

Navedeni oblik analize veli ine nov ane mase pogodan je iz razloga to se izvodi na

temelju tzv. telegrafskih desetodnevnih podataka centralne banke o kreiranju

primarnog novca. Me utim, iako centralna banka kontrolira ukupnu veli inu

primarnog novca, ona ipak nema neposredni u inak na kretanje veli ine nov ane

mase koja prvenstveno ovisi o pona anju poslovnih banaka i potra nji nebankarskih

subjekata za gotovim i depozitnim novcem.

Krajnji u inak kreiranja ili poni tavanja novca kroz odobravanje kredita i devizne

transakcije poslovnih banaka ovisi u velikoj mjeri o volji banaka da odobre kredite ili

kupe devize od nebankarskih subjekata. Naravno, na to e utjecati i tro kovna

komponenta zadu ivanja, tj. visina kamatnih stopa, kao i kretanje deviznog te aja

koji postoje u konkretnim uvjetima privredne stagnacije, recesije ili boom-a. To zna i

da centralna banka (koja jedina mo e stvarati gotov novac, kao temeljnu

komponentu nov anog optjecaja odnosno M1) u suradnji s poslovnim bankama, mo e pove avati ili smanjivati obujam ovih transakcija, kako bi time odr avala

16 Vidjeti: T. Mayer, J.S.Duesenberry, R.Z.Aliber, Money, Banking and the Economy, W. W. Norton &

Company, New York, 1993.

Stranica 27 od 35

veli inu ponude novca na eljenoj razini. Za razliku od toga, tre i tok kreiranja ili

povla enja ( poni tavanja ) novca iz optjecajnih kanala, kroz porast tzv. nemonetarne pasive, nije pod izravnim utjecajem bankarskih institucija, jer

nefinancijski subjekti autonomno biraju preferenciju likvidnosti, tj. dr anje novca za

transakcijske svrhe ili dr anje novca kao imovine sa prihodom u budu nosti. Prelijevanjem najlikvidnijh sredstava (gotov i depozitni novac) u manje likvidna

sredstva ( tedni a vista depoziti, oro ena sredstva na rok manje od godinu dana) ili

tzv. nelikvidna sredstva (oro eni depoziti preko godinu dana) izravno dolazi do

povla enja novca iz optjecaja, dok u suprotnoj situaciji dolazi do kreiranja novca. O ito je, da ovaj imbenik promjene nov ane mase, tj. koli ine novca u optjecaju, ovisi od volje i pona anja svih nebankarskih subjekata, to zna i da, in ultima linea, svaki pojedinac utje e na promjenu nov ane ponude. Usporedo s promjenom pona anja nemonetarnih subjekata i poslovnih banaka, mijenjat e se i sklonost dr anja gotovine (koeficijent gotovog novca), kao i koeficijent

rezervi, a time neposredno i veli ina monetarnog multiplikatora, neovisno o formuli

kori tenoj za ra unanje njegove vrijednosti.17 Me utim, kao to je ve nazna eno

u inak pona anja banaka i promjena potra nje nemonetarnih subjekata za

gotovinom ili depozitima po vi enju ne promjenu navedenih koeficijenata, krajnje je

neizvjestan.

Naime, potra nja za gotovim novcem pod utjecajem je promjena kamatnih stopa na

depozite po vi enju, kamatnih stopa na oro ene depozite ili neke srednje kamatne

stope koju mo emo smatrati tr i nom, dok je u isto vrijeme potra nja za depozitima

po vi enju ovisna o promjenama kamatnih stopa na oro ene depozite. Da li e

promjena tr i nih stopa i potra nje za gotovim ili depozitnim novcem utjecati na

pove anje ili smanjenje koeficijenta gotovog novca ovisit e u krajnjoj liniji o

korisnosti koju pojedinac pripisuje pojedinom obliku novca, tro ku njegovog dr anja, dohotku nebankarskih subjekata i sl. S druge strane, koeficijent rezervi ovisit e

prvenstveno o stopi obveznih rezervi, o ekivanoj promjeni kamatnih stopa na

pojedine financijske oblike u aktivi i pasivi poslovnih banaka, o o ekivanom prilivu

ili odljevu gotovog novca i sl.

Zbog djelovanja navedenih imbenika, vrijednost monetarnog multiplikatora

podlo na je unutargodi njim i unutarmjese nim, tzv. sezonskim oscilacijama. Unutar

godine oscilacije veli ine monetarnog multiplikatora vezane su uz blagdane, godi nje

odmore, isplatu bo i nica i sl., dok su unutarmjese ne oscilacije prvenstveno

odre ene karakteristi nim datumima isplata mirovina i pla a. Me utim, unato

navedenim oscilacijama, vrijednost multiplikatora razmjerno je stabilna na srednji

rok te omogu uje dobar uvid u determinante teku ih nov anih kretanja.

17 Za detalje formula kori tenih za ra unanje vrijednosti monetarnog multiplikatora vidjeti op irnije:

Peri in, okman, Lovrinovi : Monetarna politika, Fakultet ekonomije i turizma Pula, 2001.

Stranica 28 od 35

LIKVIDNOST

Pomo u konsolidirane bilance monetarnog sustava mogu e je pratiti nekoliko

pokazatelja likvidnosti ukupnog gospodarstva. Ponuda novca mjerena monetarnim

agregatom M1 predstavlja temeljni indikator likvidnosti ukupnog gospodarstva.

Pored monetarnog agregata M1 likvidnost ukupnog gospodarstva definirana je i

irim monetarnim agregatima M2, M3, M4 .... U Republici Hrvatskoj iri monetarni

agregat predstavlja M4. Struktura monetarnih agregata i irina obuhvata razli iti su od zemlje do zemlje

zbog:

o razli itog stupnja razvijenosti financijskog sustava, o razli itih stupnjeva likvidnosti istih financijskih oblika u razli itim

gospodarskim sustavima

o razlika u organizaciji sustava pla anja, o razlika u brzini optjecaja,

o psiholo kih faktora u pogledu preferencija subjekata k dr anju pojedinih

financijskih oblika i sl.

STRUKTURA MONETARNIH AGREGATA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Monetarni agregat M1 uklju uje gotov novac izvan banaka, depozitni novac ostalih

bankarskih institucija i ostalih doma ih sektora kod HNB i depozitni novac kod banaka. M1a

obuhva a gotov novac izvan banaka i depozitni novac kod poslovnih banaka, uve an za

depozitni novac sredi nje dr ave kod banaka. Monetarni agregat M4 uklju uje agregat M1, tedne i oro ene depozite, devizne depozite te obveznice i instrumente tr i ta novca. Izvor: HNB.

Likvidnost gospodarstva definirana je i potencijalnim faktorima koji utje u na

likvidnost pojedinaca i njihovo pona anje u pogledu potro nje i potra nje za novcem

Struktura monetarnog agregata M4 u RH

Nov ana masa tedni i oro eni depoziti

Devizni depoziti Obveznice i instrumenti tr i ta novca

Stranica 29 od 35

(uklju uje i nemjerljive varijable). Primjer toga su otvorene kreditne linije, mogu nost

izdavanja ekova iznad pokri a, mogu nost dobivanja bankarskih kredita, izdavanje

garancija i sl.

Otvoreno pitanje: Koje sve likvidne financijske oblike (uz klasi no definiranu nov anu

masu) treba obuhvatiti u okvir pojma ponuda novca - kao indikatora likvidnosti

ukupnog gospodarstva?

kod svih financijskih oblika mo e se govoriti o odre enom stupnju likvidnosti

u uvjetima razvijenog i organiziranog financijskog tr i ta i najdugoro niji

financijski oblici mogu se smatrati likvidnima ako se mogu relativno lako

prodati na tr i tu

U tom smislu likvidnost ukupnog gospodarstva determinirana je stupnjevima

likvidnosti financijskih oblika koji su dostupni na financijskom tr i tu. Isto tako

stupnjevi likvidnosti financijski oblika utje u na mogu nosti ekonomskih subjekata

da umjesno i efikasno upravljaju vlastitom likvidno u, to se na nacionalnoj razini

odra ava u ve em ili manjem stupnju likvidnosti financijskog sustava, a preko njega

u stupnju likvidnosti ukupne privrede.

3.1. RAZINE PROMATRANJA LIKVIDNOSTI:

Najjednostavnijom podjelom mogu e je promatrati tri razine i oblika likvidnosti:

likvidnost pojedinih financijskih instrumenata, likvidnost pojedinih ekonomskih

jedinica te likvidnost ukupne privrede.

Likvidnost pojedinih financijskih instrumenata

Likvidnost nekog dijela imovine predstavlja sposobnost pretvaranja te imovine u

novac u kratkom roku i bez gubitaka. Likvidnost je time ve a to je ta sposobnost

ve a. Temeljno pitanje pri tome nije da li je neki instrument likvidan ili ne ve u kojoj

je mjeri likvidan. S tim u vezi, mogu se izdvojiti tri elementa osobine likvidnosti nekog dijela imovine:

o vjerojatnost da se u kratkom roku mo e pretvoriti u novac

o vjerojatnost postizanja odre ene cijene

o vjerojatnost da se u odre enom vremenskom roku prethodne dvije varijable

ne e izmijeniti.18

18 Vidjeti: D. Dimitrijevi , op. cit.

Stranica 30 od 35

Ne mo e se govoriti o stupnju likvidnosti pojedinih dijelova imovine kao o nekoj

egzaktno mjerljivoj kategoriji, ve se svakom dijelu imovine mo e pripisati neki

stupanj likvidnosti sukladno gornjim varijablama i da stupanj likvidnosti mo e biti

od nule (kod potpuno nelikvidnih dijelova imovine) do jedan (ovu osobinu posjeduje

samo novac).

Spomenute vjerojatnosti vezane su uz pojmove:

1. kapitalna sigurnost (capital certainty) ozna ava stupanj predvidljivosti

odre ene tr i ne vrijednosti financijskog instrumenta;

2. tr i nost (marketability) - ozna ava postotak postoje e tr i ne nekog

financijskog instrumenta koji se mo e ostvariti protekom odre enog vremena

(odmah, poslije jednog dana, nakon tjedan dana itd.). Ovaj postotak je ve i to

je vrijeme ekanja du e. 3. mogu nost realizacije (realisability)- ozna ava postotak sada nje tr i ne

vrijednosti koja je ostvariva u vrlo kratkom roku.

Pri tome nije samo bitna kvaliteta financijskog instrumenta nego i kvaliteta du nika i

kvaliteta tr i ta. U uvjetima nerazvijenog financijskog tr i ta, likvidnost financijskog

mehanizma prema svim gore navedenim aspektima je bitno smanjena ili ne postoji

zbog nepostojanja odgovaraju e financijske strukture i tr i ta koja prodavatelje na

adekvatan na in dovode u vezu s kupcima.

Likvidnost pojedinih ekonomskih jedinica

Likvidnost ekonomske jedinice predstavlja sposobnost ekonomske jedinice da

udovolji svojim obvezama. Ta sposobnost ne ovisi samo o koli ini novca kojom

osobe raspola u kao likvidnom kupovnom snagom ve i od sume nov anih

transakcija koje one trebaju obaviti u nekom odre enog razdoblja. Najop enitije definicija bi bila da je likvidnost ekonomske jedinice distribucija

frekvencija vjerojatnosti pretvaranja u novac bez gubitaka pojedinih dijelova imovine

ponderiranih iznosima odgovaraju ih dijelova imovine

Postoje tri aspekta promatranja te likvidnosti:

A) Definicija likvidnosti kao razlike dospjelosti aktive i pasive. Likvidnost financijske

aktive se izra ava u razli itim rokovima dospije a. Kao mjera se uzima novac iji je

rok dospije a nula. Na ovaj na in, likvidnost se pokazuje kao funkcija vremena. U

nultom razdoblju likvidan je samo novac. Ako se vrijeme produ ava iri se obuhvat

financijskih oblika s obzirom na njihovo dospije e. to je razdoblje promatranja du e, iznos likvidnih sredstava je ve i.

Stranica 31 od 35

Nasuprot likvidnosti aktive stoji dospjelost obveza. U idealnom slu aju struktura

aktive po ro nosti poklapa se sa strukturom pasive po ro nosti To je slu aj visoke

likvidnosti, dok uz postojanje odstupanja od ideala dolazi do smanjenja likvidnosti.

LIKVIDNOST EKONOMSKOG SUBJEKTA KAO RAZLIKA DOSPJELOSTI OBVEZA

I POTRA IVANJA

linija Da (dospjela aktiva) pokazuje kumulativni iznos dospjelih potra ivanja kao

funkcije vremena t

linija Dp (dospjela pasiva) pokazuje kumulativne iznose dospjelih obveza kao

funkciju vremena t

iznos L- predstavlja iznos kojim ekonomski subjekt treba raspolagati na kraju

razdoblja t da bi izmirio svoje dospjele obveze .

U razdoblju t = 0, likvidna sredstva su ve a od dospjelih obveza i to sve traje do razdoblja

4. Nakon toga je dospjelost obveza ve a od dospjelosti potra ivanja, to zna i smanjenje

likvidnosti. na kraju razdoblja linije se ponovo sijeku to zna i vra anje na razinu pune

likvidnosti.

Povr ina C pokazuje likvidnost iznad potrebne razine to jest razine koja isklju uje rizik

nelikvidnosti. Povr ina B pokazuje odstupanje likvidnosti ispod potreba. Izvor: Preuzeto iz D. Dimitrijevi , Monetarna analiza, Ni , 1981. B) Definicija likvidnosti kao financijskog potencijala. Polazna pretpostavka jest da u

okviru ekonomske jedinice postoji odnos vlastitih sredstava i duga koji postoji uz

normalni stupanj rizika. Odnos vlastitih ulo enih sredstava i duga je jedna od mjera

Stranica 32 od 35

koja pokazuje koliko se ekonomska jedinica mo e zadu iti, a da ne ugrozi svoju

likvidnost.

Temeljna formula po kojoj se izra unava financijski potencijal je:

F= Af (Zs- Zn)

F- financijski potencijal

Af- financijska aktiva

Zn- normalni iznos zadu enja

Zs postoje i iznos zadu enja

C) Odnos koli ine novca prema ostaloj financijskoj aktivi. Predstavlja

pojednostavljeno shva anje likvidnosti koja zanemaruje stupanj likvidnosti ostale

financijske imovine, iznos te ro nu strukturu pasive. Likvidnost ukupnog gospodarstva

Likvidnost sa stajali ta cjelokupnog gospodarstva predstavlja agregat nov ane mase i

jo nekih drugih likvidnih financijskih oblika. Pri definiranju ovog pojma jo

izra enije utje u utjecaji institucionalnih faktora. Velike institucionalne razlike

izme u visoko razvijenih i nerazvijenih gospodarstava i razvijenih i plitkih

financijskih sustava u pojedinim zemljama imaju mnogo ve i utjecaj na polju

definicije likvidnosti nego na polju definicije nov ane mase. Osnovno pitanje koje se name e jest koje sve likvidne financijske oblike uz nov anu

masu treba obuhvatiti u okvir za promatranje likvidnosti gospodarstva. Kod svih

financijskih oblika mo e se govoriti o odre enom stupnju likvidnosti. U uvjetima

organiziranog tr i ta novca i kapitala i najdugoro niji financijski oblici se mogu

smatrati likvidnima jer se mogu relativno lako prodati na tr i tu. Likvidnost ukupne privrede tako ovisi o obuhvatu ponude novca. Vezano uz

obuhvat ponude novca razlikujemo tri kruga obuhvata:

A) minimalni krug obuhvata uklju uje financijske oblike koje njihovi imatelji

mogu pretvoriti u novac bez gubitka u relativno kratkom roku i to samo u

slu aju da se pri tome mijenja nov ana masa

B) srednji krug obuhvata uklju uje sve likvidne financijske oblike koji mogu

utjecati na likvidnost bez obzira da li se njihovom realizacijom, kupovinom ili

prodajom od strane pojedinca, mijenja nov ana masa ili ne. Posjedovanje

nekog likvidnog financijskog instrumenta , naprimjer tednog depozita,

Stranica 33 od 35

obveznice ili dionice koji se bez odlaganja mo e naplatiti, ini imatelja

financijskog oblika likvidnijim od nekoga tko ne posjeduje takve financijske

oblike. injenica je da on obveznicom ne mo e vr iti pla anja, ali mo e do i

do sredstava kojima e izvr iti pla anja (naplatom likvidne obveznice)

C) maksimalni krug obuhvata uz ve navedene kategorije obuhva a i

potencijalne faktore koji utje u na likvidnost pojedinaca (nemjerljive varijable)

i utje u na njihovo pona anje u pogledu potro nje i potra nje za novcem . Primjer toga su otvorene kreditne linije, mogu nost izdavanja ekova iznad

pokri a, izdavanje garancija. Potrebna koli ina novca u nacionalnom gospodarstvu ovisi o odnosu:

V

P Q M

\*

U brojniku ove formule su navedene sume robnih cijena, dok je u nazivniku

navedena brzina optjecaja istoimenih komada novca. Suma robnih cijena i brzina

optjecaja dominantni su faktori koji u sebi sadr e i sve ostale kao:

a. strukturu nov ane mase- odnos depozitnog i gotovog novca

b. tehniku pla anja

c. organizaciju gospodarstva

d. psiholo ke faktore

Naime, svi ti dodatni faktori, koji djeluju na potrebnu koli inu novca vr e taj utjecaj

bilo putem sume robnih cijena, bilo brzinom optjecaja ili putem jednog i drugog.

Obi no se za procjenu globalne likvidnosti u gospodarstvu uzima odnos nov ane

mase i bruto doma eg proizvoda, uz pretpostavku da postupne promjene u veli ini

dru tvenog bruto produkta odra avaju promjene u potrebama gospodarstva za

novcem, a da svi ostali monetarni faktori ostaju nepromijenjeni

pokazatelj globalne likvidnosti privrede =

BDP

M1

3.2. INDIKATORI LIKVIDNOSTI UKUPNOG GOSPODARSTVA

Indikatori likvidnosti financijskog tr i ta:

Podrazumijeva utjecaj svih varijabli koje determiniraju kretanja na tr i tu kredita i

kao takvi se odra avaju na stupanj likvidnosti financijskih institucija, a preko njih na

stupanj likvidnosti nefinancijskih subjekata i ukupnog gospodarstva:

Stranica 34 od 35

o raspolo ivost kredita

o uvjeti dobivanja kredita. Indikatori likvidnosti nefinancijskih subjekata

- nov ana masa u u em smislu (M1)

- nov ana masa u irem smislu (M2 M3 M4 itd.)

Pored agregirane mase nov anih sredstava svrstanih u kategoriju pojedinih

monetarnih agregata, s aspekta likvidnosti nefinancijskih subjekata va ne

pokazatelje predstavljaju

sektorski raspored nov ane mase

sektorski raspored ostalih nov anih sredstava i struktura tednje

distribucija kredita po pojedinim sektorima. Vezano uz strukturu depozita i kredita hrvatskih banaka, potrebno je ukazati na

odre ene deformacije u sustavu formiranja i alokacije sredstava tednje te

pokazatelja sektorske i valutne likvidnosti. Na prvom mjestu radi se o paradoksu - neobja njivo visokog udjela deviznih depozita. Budu i da su kamate na kunske

depozita daleko vi e od kamata na devizne depozite te da se stopa inflacije

posljednjih osam godina kre e na vrlo niskoj razini, o ito je da unato izgra enom

povjerenju u doma i bankarski sustav, postoji izuzetno visoko nepovjerenja u

doma u valutu. Osim u velikoj proporciji deviznih depozita, nedostatak povjerenja u nacionalnu

valutu i njen devizni te aj o ituje se u nastavljanju trenda indeksacije (vezivanja

valutnom klauzulom) gotovo svih du ni ko-vjerovni kih odnosa, a poglavito

kreditnih aran mana banaka. U o ima javnosti, takvo pona anje banaka dodatno

smanjuje povjerenje u doma u valutu te poti e interes za tednjom u stranoj, a ne u

doma oj valuti. Sredi nja banka pri tome nikada nije iskoristila svoja diskrecijska

prava u svrhu ukidanja sustava valutne klauzule, za to postoji opravdanje s obzirom

na dugogodi nju stabilnost cijena i deviznog te aja. To zna i da u Republici

Hrvatskoj novac nominiran u doma oj valuti obavlja gotovo isklju ivo funkciju

sredstva prometa i pla anja, odnosno ne obavlja (ili barem ne obavlja u potpunosti)

ostale funkcije novca kao to su: sredstvo tednje, mjera vrijednosti te sredstvo

odgo enih pla anja (izmirenja dugova u budu nosti). U tom smislu, mo emo

govoriti o specifi nim uvjetima neslu bene euroizacije koji uzrokuju sna nu

osjetljivost du nika i vjerovnika na promjene deviznog te aja, odnosno posebice

deprecijaciju. Nadalje, kako se krediti poslovnih banaka uglavnom odobravaju u

kunama (naravno uz valutnu klauzulu) postizanje valutne uskla enosti aktive i

Stranica 35 od 35

pasive poslovnih banaka, stvara neprestani pritisak rasta udjela inozemne aktive u

bilance sredi nje banke, to znatno ote ava provo enje monetarne politike. Drugu deformacija sektorske likvidnosti vezana je izra ene sklonosti banaka ka

kreditiranju sektora stanovni tva (unato u posljednje vrijeme zabilje enoj ne to

br oj stopi rasta kredita poduze ima u odnosu na stopu rasta kredita stanovni tvu). Sukladno tome, sektor stanovni tva javlja se istodobno kao glavni nositelj nov anog

suficita i zna ajan nositelj nov anog deficita. Sveukupne deformacija sektorskih odnosa postaju jo izra enije ako uzmemo u obzir

strukturu plasmana drugih financijskih institucija, na primjer osiguravatelja ivota i

mirovinskih fondova koji zbog prirode posla moraju odr avati siguran portfelj, a to

zna i ve insko ulaganje u dr avne obveznice, manjim dijelom u depozite banaka, gotovinu ili kunske kratkoro ne vrijednosne papire, te tek neznatni dio ulaganja u

dionice. Poduze a su tako ostavljena na milost ili nemilost poslovnim bankama, a

one za njih o ito nemaju, ili barem do sada nisu, imale dovoljno sluha. Kako je

financiranje investicija poduze a ipak presudni faktor ekonomskog razvoja, bez

obzira koliko se kreditiranjem stanovni tva pridonosi rastu potro nje ili stambene

izgradnje, jasno je da takva politika i zanemarivanje ovog problema mo e imati

dalekose ne posljedice, koje, htjeli mi priznati ili ne, osje amo ve danas. Osim toga, mo e se postaviti pitanje: da li kroz postoje i nepovoljni raspored sektorske

likvidnosti, financijski sustav uop e doprinosi procesu razvoja nacionalnog

gospodarstva?

Gledano sa aspekta ekonomskog razvoja, hrvatski financijski sustav generira

neadekvatnu alokaciju prikupljenih financijskih sredstava ( tednje). Kroz bankovni

kreditni mehanizam financira se velik dio osobne potro nje i uvoza sektora

stanovni tvo, dok su s druge strane mogu nosti financiranja dugoro nih investicija

poduze a bitno ograni ene.