

TM	Г. XX	Бр. 3-4	Стр. 369 - 381	Ниш	јул - децембар	1997.
----	-------	---------	----------------	-----	----------------	-------

UDK 338.23:336.74

Pregledni rad

Pri mreno: 12.12.1997.

Срђан Голубовић  
Правни факултет, Ниш  
Наташа Голубовић  
Економски факултет, Ниш

## DOMETI MONETARNE POLI TI KE U TRANZI TORNOM PERI ODU

### Rezi me

Dometi monetarne pol i ti ke u tranzi tornom peri odu su l i mi ti - rani i zavi se od konkretni h uslova u koji ma se ona sprovodi . Zbog gradu - ali sti -kog pri stupa u ref ormi fi nansi jskog sektora, ve}i na zemaqa u tranzi ci ji se suo-ava sa jaki m mi kroekonomski m di storzi jama koje dovode u pi tawe ef i kasnost monetarne pol i ti ke u svi m fazama transmi si onog procesa. Poreme}aji u bankarskom sektoru i sektoru preduze}a ugro`ava - ju makroekonomsku stabi l nost i pre i l i kasni je dovode do i nf l aci je. Razvoj jednog ef i kasnog okvi ra za upravqawe monetarni m tokovi ma pret - postavqa sveobuhvatnu ref ormu fi nansi jskog sektora, odnosno wegovo pri l ago}avawe konceptu tr` i { ne pri vrede.

Kqu-ne re-i : monetarna pol i ti ka, tranzi ci ja, fi nansi je, preduze}e, i nf - l aci ja.

### Uvod

Monetarnoj pol i ti ci pri pada va`na uloga u procesu tr` i { ne transformacije biv{ i h socij al i sti -ki h pri vreda. Uti cajem na vol umen i strukturu nov-ani h sredstava, usmera - vawem tokova kredi ta i novca ona treba da obezbedi ambi jent koji najvi { e pogoduje ostvari vawu utvr|eni h ci qeva ukupne ekonomske pol i ti ke. Me|uti m, reci di vi central no-pl anskog upravqawa pri vredom, a posebno nerazvi jenost fi nansi jskog

sektora, odsustvo konkurencije i posebno mikroekonomske distorzi je bitno su avaju domete uticaja monetarne politike i onemogavaju je da deluje u pravcu uspostavljanja tržne discipline i stabilizacije privrednih tokova. Tako se, i pored proklamovane restriktivne politike, većina zemača u tranziciji suo-ava sa otvorenim i prikrivenim inflacijom. Neefikasnost monetarne politike još je pojačana i we-nicom da bankarski sistem, u uslovi ma "mekog" buxetskog ograničewa, nastavqa sa davawem subvencija (odobravawem kredita po negativnoj realnoj kamatnoj stopi) preduzećima u dr`avnoj svojni.

U radu se analizi raju dometi koncepta monetarne politike pri mewenog u prvom godinama tranzicije, kao i ograničewa sa koji ma se subjekti monetarne politike suo-avaju. Slog`enost dejstva monetarnog faktora (mehani zma emi si je novca i upravqawa nov-anim tokovima) name}e potrebu su{tinske i konzistentne transformacije finansijskog sektora uporedo sa ostalim segmentima strukturnih promena. U posledwem delu rada se analiza me|usobna usslovcenost monetarne i finansijske reforme.

#### 1. Koncept monetarne politike u t ransi t ornom periodu

Monetarna politika, u bivšim centralno-planskim privredama, imala je pretežno pasivnu ulogu. U uslovi ma mekog buxetskog ograničewa finansijska sredstva neophodna za nesmetano odvijawe transakcija u realnom sektoru pri vrede obezbe|ivana su planski,<sup>1</sup> pri čemu je centralna banka imala ulogu "servisa pri vrede". Raspodela kredita vršena je direktno posredstvom kreditnog plana tako da kamatne stope uglavnom nisu imale uticaj na raspodelu tih sredstava.

Krah centralno-planskih privreda nametnuo je potrebu redefinicije uloge monetarne politike, odnosno weno prilagolavawe koncepta tržne privrede. Umesto pasivne onadobija aktivnu ulogu, što znači da uticajem na monetarne agregate, a posredno na obim i strukturu kredita, monetarna poli-

<sup>1</sup> Osnovu za funkcioni sawe dva jasno odvojena finansijska područja (od kojih je jedno nameweno sektoru stanovništva, a drugo sektoru preduzeća) je i ni o "gotovinski plan" za odre|ivawe kvantiteta emi si je novca i "kreditni plan" koji m su odre|ivani uslovi raspodel e kredita u okviru def i ni sani h c qeva monetarne politike. Vi di op{ i rni je V. Sundararajan, **Central Banking Reforms in Formerly Planned Economies, Finance and Development**, Vol. 29, No. 1, march 1992, str. 11.

ti ka treba da deluje na realna privredna kretawa i na taj na-in stvara adekvatnu podlogu za realizaciju odgovaraju}ih ekonomskih ciljeva. Izmewena uloga monetarne politike nametnula je potrebu kreiranja i nastituci onalnog ambijenta pri merenog tr` i {noj pri vredni, a posebno transformaciju finansijskog i monetarnog sektora. Me|uti m, ve}i na zemaqa u tranziciji, u po-etnoj fazi, i zbegla je koreni tu reformu ovi h sektora, polaze}i od stava da je re- o promenama maweg zna-aja u odnosu na neke druge segmente transformacije (privatizacija, deregulacija i liberalizacija, makroekonomska stabilizacija i sl.). Pri sustvo i nflacije obja{ wavano je vi {kom ponude novca. To je i razlog zbog -ega se najve}i broj zemaqa u tranziciji opredelio za politiku pozitivne realne kamatne stope, koja u nekim stabilizaci onim programima predstavqa glavno sidro (anchor) stabilizaci one politike, zajedno sa targetiranim nov-anom masom. Monetari sti -ki stav (da je i nflacija i zazvana nekontrolisanom emisijom novca) dolazi o je do izra` aja i u programima preporu-ivanim od strane Svetske banke i MMF-a.<sup>2</sup> U pogledu dejstva monetarnog faktora prihva}en je obrazac po kome monetarna politika svojom restriktivno{ }u treba, prvenstveno, da obezbedi kreiranje zdravog novca, o-uvawe stabilnog deviznog kursa, kao i uspostavqawe stabilnosti op{ teg ni voa cena. Ovako definisana monetarna politika, zajedno sa fiskalnom politikom, -inila je osnovu heterodoksnih stabilizaci onih programa pri mewenih u ve}i ni zemaqa u tranziciji.<sup>3</sup> Regidnost mera monetarne intervencije direktno je zavisila od efekata ostalih delova ekonomske politike. Ukoliko ostali delovi ekonomske politike ne bi delovali u pravcu suzbijawa inflatornih pritisaka i uspostavqawa makroekonomske stabilnosti tada bi se aktivirao radikalni kurs monetarne politike u pravcu ograni -avawa agregatne tra` we, odnosno svih oblika fikalne potro{ we.<sup>4</sup> Za re-

<sup>2</sup> Tako je politika pozitivne realne kamatne stope predstavqala glavnu ta-ku u sporazumu MMF-a i Bugarske, odnosno Rumunije (stend bay aran` mani MMF-a sa Bugarskom aprila i sa Rumunijom maja 1994. god.). M. Lavigne, **The Economics of Transition, From socialist Economy to Market Economy**, Macmillan Press, London, 1995, str. 134.

<sup>3</sup> Pored restriktivne monetarne politike heterodokсни stabilizaci onih programi obuhvatali su i primenu slede}ih mera: liberalizaciju cena, uravnote`ewe buxeta (redukovawem obima javne potro{ we), mere politike dohodaka i liberalizacija ekonomskih odnosa sa i nostranstvom.

<sup>4</sup> A. @ivkovi }, Tr` i {no ori jentisan finansijski sistem i monetarna politika u Jugoslaviji, *Finansijski sistem i monetarna politika*, br. 1-2, 1996, str. 84.

alizaciju ciljeva u monetarnoj sferi centralnoj banci kao subjektu monetarne politike stajali su na raspolaganju direktni instrumenti monetarnog regulisanja, s obzirom na nepostojawe usluga za primenu instrumenata svojstvenih tržišnim pri vredama. Među predviđenim instrumentima dominantna je upotreba direktne kontrole kamatnih stopa i kreditne konvencionalnih direktnih instrumenata, koji nisu tržišni orijentisani, i malog uloga faktora podrške (obavezna rezerva, propisane obavezanosti voal i kvotnih sredstava).

Za uspešnu implementaciju ovakvog koncepta monetarne politike bilo je neophodno i spuwewe dva važna preduslova<sup>5</sup>:

- prvo, da sektor preduzeća posluje po principu tvrdog buxetskog ograničenja, što implicira postojawe efikasnog zakonodavstva o bankrotstvu i

- drugi preduslov tiče se sposobnosti bankarskog sistema da vrši selekciju između profitabilnih i neprofitabilnih preduzeća, odnosno da se prilikom donošenja odluka o kreditnim plasmanima rukovodi na temelju rentabilnosti i sigurnosti plasmana.

Za razliku od razvijenih tržišnih pri vreda gde su pomenuti preduslovi u celosti ispuweni, u tranzitornim pri vredama okolnosti su sasvim drugačije. Odsustvo finansijske discipline, dovodi u pitanje ostvarenje zadatka monetarne politike u vezi sa kretanjem novane mase (kao bazičnog monetarnog agregata). Direktnu vezu između kreditne koje banke odobravaju sektoru preduzeća i ponude novca možemo izraziti na sledeći način:

$$\Delta M = \Delta NFA + \Delta(C_G - D_G) + \Delta C_E + \Delta C_P - \Delta L$$

Povećawe ponude novca ( $\Delta M$ ) determinirano je porastom neto deviznih sredstava bankarskog sistema ( $\Delta NFA$ ), razlikom između kreditnih plasmana banaka u korist sektora države ( $C_G$ ) i iznosa depozita državnog sektora ( $D_G$ ), porastom kreditnih plasmana u korist sektora pri vrede ( $\Delta C_E$ ) i sektora stanovništva ( $\Delta C_P$ ) i porastom dugoročnih bankarskih obaveza ( $\Delta L$ ) koje umawuju povećawe ponude novca. S obzirom da krediti banaka predstavljaju glavni ekspanzivni tok novane mase (posebno krediti banaka sektoru pri vrede) jasna je važnost ispuwewa principa "tvrdog" buxetskog ograničenja. U protiv-

<sup>5</sup> P. Bofinger, **The Experience with Monetary Policy in an Environment with Strong Microeconomic Distortions**, Economic Systems, Vol. 16, No 2, October 1992, str. 248.

nom centralnoj banci se u znatnoj meri ote`ava vo|ewe autonomne monetarne politike.

Drugu va`nu determinantu uspe{nosti monetarne politike u ostvari vawu utvr|eni h ci qeva ~i ni sposobnost bankarskog sektora da vr{i selekciju i zme|u profi tabi l ni h i ne-profi tabi l ni h pl asmana. Ukol i ko se u ovom procesu i spoqi sklonost da se f avori zuju vel i ka dr`avna preduze}a, tro{kovi realnog sektora, usled restri ktivne politike, bi }e ve}i nego u tr`i { ni m ekonomijama.

## 2. Ograni ~ewa u pri meni restri ktivne monetarne politike

I pored proklamovane restri ktivnosti monetarne politike ve}i na zemaqa u tranziciji i daqe se suo-ava sa inflacijom. ^ak i u zemqama koje su ostvarile najboqe rezultate u oblasti monetarne stabilnosti (Poqska, Ma|arska, ^e{ka, Slovenija i Slova-ka), godi { wa stopa inflacije tokom 1993-94. godine bila je preko 20%. U svim ostalim zemqama godi { wa stopa inflacije je znatno ve}a, pri ~emu mo`emo razlikovati zemqe koje uspevaju da vi soku inflaciju dr`e pod kontrolom na nivou od pribli`no 120% godi { we (Bugarska, Rumunija, Albanija), zemqe sa prose-nom stopom inflacije od 930% (Rusija, Armenija, Kazahstan) i zemqe sa godi { wom stopom inflacije od preko 2.000% (Ukrajina, Belorusija i Azerbejxan).<sup>6</sup>

Brojne analize pokazuju da inflatorni pritisci nisu poticali od sektora stanovni { tva, s obzirom da je monetarni vi { ak el i mi ni san l i beralizacijom cena. Tako|e, u ve}i ni zemaqa u tranziciji ni je postojala spriala zarade-cene. Rast nominalnih zarada ni je izazvao rast cena zahvacuju}i politici dohodaka koja je slu`ila kao podr{k monetarnoj politici. Pokazalo se da nerazvijen monetarni sistem i, posebno, neadekvatno reagovawe preduze}a u dr`avnoj svojini na mere monetarne politike zahtevaju dodatno upori { te u vi du kontrole nominalnih zarada. Takva kontrola obezbe|ivana je razli ~itim instrumentima, poput indeksacije zarada, oporezivanja, kolektivnim ugovorima i zme|u vlade, preduze}a i sindikata radnika.

U prvim godinama reforme mnoge zemqe centralne i isto-ne Evrope zabele`ile su smawewe buxetskog deficita. Tako je, na primer, u Poqskoj 1988. godine deficit buxeta

<sup>6</sup> World Development Report 1996, From Plan to Market, IBRD/World Bank, Washington, 1996, str. 37.



lici taci je, odnosno drugi aukci oni mehani zmi ), al okaci ja kredi ta za likvidnost odvi ja se uz pomo} kvota za refi nansi rawe. Glavnu determinantu visi ne refi nansi raju}ih kvota predstavqaju bankarski kapi tal i rezerve banaka. Pri mena ovakvih kri terijuma podrazumeva prethodno-i }ewe kontami niane bankarske akti ve od lo{ ih kreditnih plasmana. Me|uti m, re-strukturi rawe bankarskih portfol i a je, po pravi lu, i zostalo u ve}i ni zemaqa u tranziciji , { to je rezul ti ral o u pojavi da banke sa vel ikim u-e{ }em nenapl ativih kredita (lo{ om strukturom bankarskog portfol i a) dobi jaju najve}i deo nov-a-ne baze, -i me se cementira postoje}a struktura. U isto vreme, novoosnoane pri vatne banke koje fi nansi raju nova preduze}a ne mogu da pove}aju svoj udeo u refi nansi rawu zbog favori zovanog pol o` aja dr` avnih banaka. Ova tendenci ja je jo{ vi { e pogor{ ana zbog nedostatka razvijenog tr` i { ta novca, { to zna-i da pri marna raspodel a likvidnosti ne mo` e bi ti uskla-|ena na sekundarnom tr` i { tu. Nastojawe central nih banaka da el mi ni { u probl em negati vne sel ekci je uticajem na visi nu kamatne stope po kojoj se vr{ i krediti rawe banaka ni je dal o o-ekivane rezul tate zbog neadekvatne strukture bankarskog si stema. Ovi poreme}aji real ti vi zuju restri kti vnost monetarne poli ti ke s obzi rom da je central na banka pri morana da favori zuje i fakti -ki subvenci oni { e banke i preduze}a u dr` avnoj svoji ni koja stvaraju gubi tke. S druge strane, monetarna restri kcija posebno ugro` ava sektor novoosnovani h pri vatnih banaka i wi hovi h komitenata.

Drugo va` no ograni -ewe u transmi si onom procesu predstavqaju di storzi je u al okaciji bankarskih kredita. Na ovom ni vou mi kroekonomski efekti monetarne poli ti ke zavi se, prvenstveno, od sposobnosti posl ovnih banaka da prave razli ku izme|u profi tabil nih i neprofi tabil nih preduze}a. Posl ovne banke, me|uti m, sasvim druga-i je reaguju na si gnal e monetarne poli ti ke nego banke u razvijeni m tr` i { ni m pri vredama. Razlog tome, svakako, je i rel ati vno kratka i stori ja posl ovnih banaka u tranzitorni m pri vredama.<sup>10</sup> Sposobnost banaka da adekvatno reaguju na mere monetarne poli ti ke dodatno su` ava wi -

<sup>10</sup> Sistem monobanke svojstven central no planskim pri vredama transformisan je u bankarski si stem koji se sastoji iz dva podru-ja krajem 80-ih godi na. U Ma|arskoj 1987, biv{ em SSSR-u 1988, Poqskoj 1989, ^e{ koj i SI ova-koj 1990, Bugarskoj 1987, Albani ji 1990. G.F. Udell and P.Wachtel, **Financial System Design for Formely Planned Economies: Defining the issues, Financial Markets, Institutions and Instruments**, Vol.4, No. 2, May 1995, str. 47-51.

hova značajna zavisnost od sredstava centralne banke. Autonomija i konkurentnost banaka posebno je ugrožena veliki m udelom državno-usmerenih niskokamatnih zajmova, naročito za stanovništvo, domaćim velikim državnim preduzećima u zajedničkom depozitnom portfoliju, konačno, državnim vlasničkim preduzećima.<sup>11</sup> U takvim uslovima, efekti racionalnog kreditiranja u potpunosti izostaju. Restriktivnom monetarnom politikom se daje pogoršava i onako loša finansijska struktura banaka, koja ih, uz povećani rizik kreditiranja, prisiljava da, po pravilu, zahtevaju viška obezbeđenja, što se posebno odražava na položaj novoformiranih privatnih preduzeća. S druge strane, i spoznava se sklonost banaka da favorizuju tradicionalne klijente, odnosno državna preduzeća koja su ujedno i njihovi najveći dionici. Ovakvo ponašanje se može objasniti otkrivajući u krajnjoj instanci državni jezik za nesolventna državna preduzeća. Krajnji rezultat racionalnog kredita je negativna selekcija, tj. subvencioniranje neefikasnih (državnih) preduzeća. Nepotrebno pri napredovanju "tvrđog" bužetskog ograničenja doprinosi daqem gubitak u bilansima državnih banaka.<sup>12</sup> Osnovni problem u sferi alokacije bankarskih kredita (glavni ekspanzivni tok novane mase) svodi se na pitanje finansijske discipline koja ne može biti ostvarena sve dok postoji paternalizam države, odnosno svojevrsna socijalizacija poslovnih rizika koja jača otkrivajući problem gubitak u bilansima reži i ti neko drugi (otpisivati i prebacivati na teret poreskih obveznika).

Posebno važno, a po mnogima i najopasniji, videlativizovana restriktivnog karaktera monetarne politike predstavljaju supstitucija bankarskih kredita mekreditiranim preduzećima. U uslovima tranzicije, mekreditiranim preduzećima se javlja kao odgovor na restriktivnu politiku centralne banke. Time se s jedne strane povećava koeficijent brzine optokanja novca, a s druge de facto supstitucija bankarski novac i pojačava utisak o nemoći monetarnog sektora. Kao ilustraciju može navesti primer ^ehoslava-ke gde je mekreditiranim preduzećima poraslo od 6,2 milijarde kruna 1989. godine na 67,4

<sup>11</sup> V. Sunararajan, op. cit, str. 12.

<sup>12</sup> Ovakva kretanja pri sutna su -ak i u zemljama koje međunarodne organizacije svrstavaju u grupu najuspešnijih zemalja u tranziciji. Na primer u Sloveniji udeo gubitak u bilansima banaka u 1994. godini procenjen je na oko 40%. Marko Voljč, **Bank Rehabilitation and Private Sector Development: Some Lessons from Slovenia**, in Bank Rehabilitation and Enterprise Restructuring, CEEP, 1994.



milijardi u januaru 1991. godine i 123,4 milijarde juna 1991. godine (skoro 20% od svih kredita koje su banke odobrile preduzećima).<sup>13</sup> Supstancija bankarskih kredita nebankarskim novcem potkopava monetarnu stabilnost jer viška zaduženost veliki kreditni preduzeća (koja se najčešće javljaju u poziciji zajmoprimca) pre ili kasnije primorava monetarnu vlast da ubrižga novac u sektor preduzeća (to ponovo izaziva inflaciju).

### 3. Interakcija monetarne politike i reforme finansijskog sektora

Potreba za sistemom zvanom finansijskom i monetarnom reformom izbijala u prvom planu sa sazrevanjem saznanja da monetarna politika, u ovom nerazvijenoj i instancionalnoj infrastrukturi, nije u mogućnosti da ostvari općeprihvaćene ciljeve. [ta više, pokazalo se da su banke i nerazvijena ostalih finansijskih instancija glavna prepreka procesu tranzicije centralno-planskih privreda u tržišne. Dosadawe iskustvo u stabilizaciji vrijednih tokova u zemljama u tranziciji govori u prilog stava da je neuspjeh monetarne politike u znatnoj mjeri uslovena nerazvijenošću finansijskog sektora koji, istovremeno, predstavljaju segment ukupne instancionalne infrastrukture ovih zemalja. Usled višedecenijske primene centralno-planskog sistema upravljawa privredom, finansijski sektor mawe je razvijen i u poreljevima mnogim zemljama u razvoju.<sup>14</sup>

Složenost dejstva monetarnog faktora (mehanizam emisije novca i upravljawa novčanom cirkulacijom), kao i složenost monetarnih tokova u procesu sprovođenja ekonomske politike nameće potrebu ugradwenih i tavog nižanstitucija u privredni sistem tranzitornih privreda. Kreirane instancionalnog ambijenta primarnog tržišnoj privredi pretpostavka, izmeu ostalog, tržišno orijentisan finansijski sektor, sa jasno definisanom svojom strukturom koja obezbeđuje efikasnu alokaciju finansijskih resursa i pružawa prave podstake za teđu i investicije.

Reforma finansijskog sektora podrazumeva primenu i tavog nižanstematizovati na sledećina:

<sup>13</sup> Navedeno prema: P. Bofinger, op. cit, str. 253.

<sup>14</sup> B. Pleskovic, **Financial Policies in Socialist Country in Transition**, Communist Economics and Economic Transformation, Vo. 7, No.1, 1995, str. 117.

a) Ja-awe konkurencije i svojniska transformacija bankarskog sektora. Konkurencija predstavlja osnovu tr`icne privrede. U oblasti finansijskog sektora ona sni`ava transakci one tro{kove, al o ci ra ri zi k na subjekte koji su spremni da ga preuzmu i daje prave podsticaje za investicije. Uprkos porastu broja privatnih banaka (rezultat liberalizovane politike osnivavanja novih banaka), sada{wi finansijski sektor zemaqa u tranziciji karakteri{e domicija nekoliko velikih dr`avnih banaka koje su regionalno i granski specijalizovane i koje, faktiki, imaju monopolski polo`aj.<sup>15</sup> Zanimarqi va uloga nebankarskih finansijskih intermedijera (penzionifondovi, specijalizovane {tedionice i kreditne ustanove, osiguravaju}a dru{tva; a u vezi s tim i nerazvijenost tr`icna akcija i berz hartija od vrednosti), jo{vi {e ja-a polo`aj postoje}ih banaka. Ja-awe konkurencije u finansijskom sektoru podrazumeva suzbijawe domicije specijalizovanih banaka i wihovu prioritaciju u pravcu univerzalnih banaka, daqu liberalizaciju (obezbe|ewe sl obode u oblasti kreditirawa i preduzimawa ve}eg broja poslova u oblasti investirawa i sl.) i stvarawe novih oblika finansijskih institucija. Tako|e, ne treba zanemariti ja-awe konkurencije otvarawem prostora za u-e{ }e stranih banaka u domawem finansijskom sektoru. Usko povezano sa prethodnim je i pitawe svojniske transformacije banaka. Bliska veza izme|u centralne banke i poslovnih banaka koje su u dr`avnoj svojnici (ili -iji su vlasnici velika dr`avna preduze}a) direktno ugro`ava efikasnost monetarne politike. Pored ja-awa uloge privatnih banaka, transformacija finansijskog sektora pretpostavlja privatizaciju banaka u dr`avnoj svojnici.

b) finansijsko restrukturirawe poslovnih banaka i preduze}a predstavlja najsl`eni je pitawe sa kojim se zemqe u tranziciji suo-avaju. Kao {to je ve} re-eno, neefikasnost monetarne politike uslovena je, izme|u ostalog, i pojavom da bankarski sistem u uslovima "mekog" buxetskog ograni-ewa, nastavqa sa davawem subdija velikim dr`avnim preduze}ima (odobravawem kreditna po negativnoj kamatnoj stopi), {to ima za posledicu gomilawe nenaplative kredita u portfoliu pos-

<sup>15</sup> Tako u Bugarskoj tri najve}e banke imaju najve}e u-e{ }e u ukupnim kreditnim plasmanima dok je u-e{ }e preostalih 67 banaka zanemarqivo. U Rusiji, ^e{ koji Sl ova-koj nekoliko banaka raspol a`e sa preko 60% svih kreditnih plasmana. U Rusiji i Rumuniji glavne banke specijalizovane za prikupqawe {tedwe dr`e vi {e od 90% depozita stanovni {tva. B. Pl eskovi }, i bid, str. 120.

Ilovnih banaka i pove}awe kvazi f i skal nog def i ci ta. Re{ava-we ovog problema dodatno je ote`ano -i weni com da se u najve}em broju slu-ajeva radi o pri vrednim subjekti ma -i je se bankrotstvo ne mo`e dopusti ti zbog wi hove va`nosti za celokupnu pri vreau. Naj-e{ }e pomi wane opcije koje se preporu-uju za f i nansijsku konsolidaciju obuhvataju: 1) poni { -tavawe dugova, pri -emu dr`ava preuzi ma na sebe lo{e bankarske plasmane; 2) transfer duga, gde du`ni -ka obaveza ostaje preduze}a, dok se kontamini rana akti va prenosi iz bilansa stawa poslovnih banaka na ra-un specijal i zvoani h i nsti tuci ja za f i nansijsko restrukturi rawe (bad debt bank)<sup>16</sup>; 3) otplata duga bankama pri -emu kli jenti otpla}uju dug posredstvom du`ni -kih programa ili kroz postupak bankrotstva.

Restrukturi rawe banaka i preduze}a usko je povezano i usloveno. Recimo, reforma bankarskog sektora bez restrukturi rawa preduze}a dovela bi do toga da se u portfelji ma banaka i daqe gomilaju nenaplati va potra`i wawa, jer bi i daqe postojao pri ti sak preduze}a za benefi ci rani m krediti ma. S druge strane, restrukturi rawe preduze}a bez reforme bankarskog sektora ne bi obezbedi lo efi kasnu alokaciju resursa.

v) Unapre|ewe sistema pla}awa predstavqa va`an segment reforme f i nansijskog sektora. Odsustvo neto klirin-{kih aran`mana, time lag u prenosu i nformacija, neadekvatnost propi sa koji regul i { u me|ubankarske obra-une, sporost u prenosu sredstava ometaju razvoj tr`i { ta novca i me|ubankarskog tr`i { ta, kao i mogu}nost efi kasne i ndi rektne monetarne kontrole<sup>17</sup>. Otkl awawe ovi h slabosti f i nansijskog sektora podrazumeva osavremewi wawe sistema pla}awa i obra-unskog sistema, odnosno wi hovo pri l ago|awawe konceptu tr`i { -ne pri vrede.

g) Iskustvo zemaqa OECD-a i zemaqa u razvoju ukazuje na va`nost precizno def i ni sane regul ati ve i organi zaci je kontrole kval i teta poslo wawa banaka (prudential supervision). Re- {avawe ovog pi tawa posebno je zna-ajno u zemqama u tranziciji . Odsustvo jasno def i ni sanog i svestranog regul ati vnog okvira unutar f i nansijskog sektora nosi opasnost da se u ovoj oblasti , gde je o-uvawe op{ teg poverewa od najve}e va`nosti ,

<sup>16</sup> Ovaj metod primewen je u ^e{ koj (Banka konsolidacije oformqena 1992.) i Sloveniji (Agencija za restrukturi rawe banaka i {tedioni ca osnovana 1992.). Vidi op{irni je R. Kova-evi }, Svetska iskustva u sanaciji i reorganizaciji banaka, Jugosl ovensko bankarstvo, br. 9-10/1995, str. 10.

<sup>17</sup> V. Sundarajan, op. cit, str. 12.

uve}a regulativni i supervizi oni gap. Uspostavqawem del otvorne prudencione regulacije mi ni mi zi ra se moral ni hazard i pru`a mogu}nost centralnoj banci da na osnovu objektiivnih analiza prati i kontrol i { e poslovawe banaka. Naravno, ostvarivawe ovog zahteva usko je povezano sa ostl ai m segmentima fi nansijske reforme, a posebno sa re{ avawem problema nenapl ati vih kreditnih plasmana i fi nansijskog restrukturi rawa preduze}a.

Razvoj efikasnog fi nansijskog sektora podrazumeva stabilno makroekonomsko okru`ewe. Makroekonomska stabilnost smawuje transakcione tro{ kovem, redukuje rizik i nesigurnost, doprinosi ravnomernijem rasporedu informacija i ja-a poverewe u stabilnost fi nansijskog sistema. U isto vreme, efikasna monetarna politika podrazumeva tr` i { no koncipiran fi nansijski sektor, koji pru`a podr{ ku ovom segmentu stabilizacione politike. Uporedo sa transformacijom fi nansijskog sektora neophodna je i reforma u upravqawu monetarnim agregatima u pravcu smawivawa uloge direktivnih instrumenata i pove}awa zastupqenosti tr` i { no orijentisanih instrumenata monetarne kontrole.

#### Zakqu-ak

Dosada{ we iskustvo zemaqa u tranziciji pokazuje da se trajna makroekonomska stabilnost ne mo`e ostvariti iskqu-ivo upravqawem monetarnim agregatima. Dometi monetarne politike u procesu tr` i { ne transformacije biv{ ih socijalisti -kih privreda su limiterani i zavise od konkretnih uslova u kojima se ona sprovodi. Recidivi centralno-planskog upravqawa pri vredomi, posebno, pri sustvo jakih mikroekonomskih distorzija relativizuju restriktivni karakter monetarne politike, odnosno pre ili kasnije dovode do inflacije. Pri sustvo inflacije u ve}i ni zemaqa u tranziciji zna-i da su uzroci inflacije ugra|eni strukturne prirode i da bez sveobuhvatne transformacije fi nansijskog sektora monetarna politika ne mo`e biti efikasna.

Razvoj jednog efikasnog okvira za upravqawe monetarnim kretawima je dugootrajan proces, usko povezan sa reformom fi nansijskog sektora. Sa aspekta efikasnosti monetarne politike, najva`nji korak u reformi fi nansijskog sektora predstavqa fi nansijsko restrukturi rawe poslovnih banaka i preduze}a. ^i { }ewe kontaminirane bankarske aktivnosti i kreditnih plasmana i tvrdo buxetsko ograni -ewe predstavqa pretpostavku monetarne stabilnosti. Uporedo sa re{ a-

vavem ovog pi tawa moraju bi ti preduzete mere u pravcu ja~awa konkurencije unutar bankarskog si stema i svoji nske transformacije banaka, osavremewi vawa si stema pl a}awa i obra~unskog si stema i razvoja efi kasnog si stema prudencione kontrole. Me|uzavi snost monetarne i fi nansijske reforme upu}uje na potrebu jednovremeni h akcija u ovi m obl asti ma u skl opu tranzici je central no~pl anski h pri vreda.

Srđan Golubović, Nataša Golubović, Niš

#### **THE SCOPE OF MONETARY POLICY IN THE TRANSITORY PERIOD**

##### **Summary**

The scope of monetary policy in the transitory period is limited and depends on specific conditions in which it is carried out. Due to the gradualistic approach in the reform of the financial sector, most countries in transition are faced with micro-economic distortions which endanger the efficiency of monetary policy in all phases of the transmission process. Disturbances occurring in the banking sector, as well as those taking place in the sector of enterprises, jeopardize macro-economic stability and, sooner or later, lead to inflation. Development of an effective framework for the management of the monetary flow presumes an all-inclusive reform of the financial sector, i.e. its adjustment to the concept of market economy.

**Keywords:** monetary policy, transition, financial sector, enterprise, inflation