

UTICAJ MONETARNE I FISKALNE STABILIZACIJE NA EKONOMSKI RAZVOJ

INFLUENCE OF MONETARY AND FISCAL STABILIZATION ON ECONOMIC DEVELOPMENT

Dr Hamid Alibašić, redovni profesor
Ekonomski fakultet Brčko

Apstrakt. U ovom članku bavićemo se analizom monetarne i fiskalne stabilizacije, fiskalnog režima u uslovima visoke inflacije i modela kvaliteta valute. Svi ovi makroekonomski fenomeni snažno utiču na sekularni ekonomski razvoj države, pa, prema tome, i na njezin kredibilitet i opstanak, bez obzira kako je ona uređena.

Ključne riječi: monetarna stabilizacija, fiskalna stabilizacija, potražnja, ponuda, inflacija, poreski sistem, prihod, devizni kurs, cijena, budžetski proces, fiskalni deficit, kamata, zajam, javni dug, novac.

Abstract. In this article we deal with the analysis of monetary and fiscal stabilization, fiscal regime in the conditions of high inflation and the model of currency quality. All these macroeconomic phenomena act strongly on a dynamic economic development of a country, an therefore on its credibility and survival, regardless of how it is organized.

Keywords: monetary stabilization, fiscal stabilization, demand, offer, inflation, tax system, income, exchange rate, price, public debt, budget process, fiscal deficit, interest rate, loan, money.

UVOD

"Nauka nam obećava istinu...
Ona nikad ne obećava ni mir ni sreću".

Le Bon

Posmatrano kroz razvoj ekonomske misli, monetarna i fiskalna stabilizacija su bila aktuelna pitanja i relevantne teme još od samog početka nastajanja klasa, privatne svojine i države.

Uopšteno uzevši, sva ova pitanja su oduvijek plijenila pažnju ekonomista, a posebno su se njima bavile vlade država, jer je od njihovog adekvatnog rješavanja najdirektnije ovisio i opstanak njih samih. Jednostavno gledano, ukoliko bi jedna država imala, zahvaljujući svojoj efikasnoj vladi, efikasnu monetarnu i fiskalnu politiku, ona je isto toliko bila i snažna, stabilna i efikasna. Ovakva deviza važi i danas u svim svjetskim državama.

Međutim, veoma je malo današnjih država u kojima je na duže vrijeme prisutna monetarna i fiskalna stabilizacija. To je pitanje toliko kompleksno da, stoga, među našim, pa i svjetskim ekonomistima, postoji prava zbrka u vezi rješenja koja se nude za prevazilaženje ovih problema. Sve u svemu, ni do dan-danas niko od toliko eminentnih ekonomskih stručnjaka još uvijek nije uspio ponuditi univerzalno rješenje za suzbijanje i potpuno otklanjanje doista mnogo naraslih problema ovog karaktera, od kojih boluje skoro čitava svjetska privreda.

Kako se vidi, dijagnoza bolesti svjetske privrede je poznata, ali je nepoznat način liječenja, odnosno ne znaju se efikasni instrumenti ekonomske politike, koje bi trebalo primijeniti da bi se izašlo iz ni malo lahke postojeće privredne situacije.

S obzirom da ni ekonomska nauka, i to kako naša, tako i svjetska, nije danas u stanju da ponudi univerzalno rješenje za ovu veoma krupnu problematiku, onda se, po našem mišljenju, i ona nalazi u veoma dubokoj ekonomskoj krizi. Doduše, zbog različitih specifičnosti sopstvenog privrednog razvoja, koje posjeduje svaka zemlja, teško je i pronaći univerzalno rješenje, čijom bi primjenom u dotičnoj zemlji, bilo omogućeno uspostavljanje visokog nivoa monetarne i fiskalne stabilnosti, pa, prema tome, i konstituisanje sekularnog ekonomskog razvoja države. Dakle, sasvim je jasno da su sva ova pitanja veoma teška i zbog toga ćemo u našem daljem izlaganju pokušati da ih, u skladu sa našim mogućnostima, što bolje rasvijetlimo i objasnimo. Uostalom to je naš i osnovni cilj koji smo postavili u ovom radu.

MONETARNA STABILIZACIJA

Značaj monetarne stabilizacije u bosanskohercegovačkim uslovima porastao je u znatnoj mjeri poslije utemeljenja **Centralne banke Bosne i Hercegovine** i to u skladu sa **Zakonom** koji je usvojio njezin **Parlament** 20.-og juna 1997. godine. Nakon toga je Centralna banka Bosne i Hercegovine počela sa radom 11.-og avgusta 1997. godine. Poslovanje naše Centralne banke ostvaruje se preko centrale u Sarajevu i tri glavne jedinice sa sjedištem u Sarajevu, Banjaluci i Mostaru. Osnovni ciljevi i zadaci, utvrđeni Zakonom, a u skladu sa Opštim okvirnim sporazumom za mir, koje Centralna banka treba da ostvari, između ostalih su i da postigne i održi monetarnu stabilnost tako što izdaje domaću valutu, uz puno pokriće u slobodnim konvertibilnim deviznim sredstvima, u skladu sa aranžmanom poznatim pod nazivom **currency board (karensi bord), po fiksnom kursu**. Osim toga, Centralna banka Bosne i Hercegovine dužna je da definiše i kontroliše sprovođenje monetarne politike u našoj zemlji itd. Kako nam je poznato, nakon početka rada Centralne banke, 11. avgusta 1997. godine, Narodna banka Republike Srpske i Narodna banka Bosne i Hercegovine prestale su da rade kao centralne banke. To je predstavljalo početak monetarnog ujedinjenja Bosne i Hercegovine. Do tog momenta je monetarni sistem naše zemlje bio izdijeljen. Tako su, na primjer, pored dvije navedene centralne banke, postojala tri odvojena platna zavoda (srpski, bošnjački i hrvatski) i čak četiri valute u opticaju (jugoslovenski dinar, bosansko-hercegovački dinar, hrvatska kuna i njemačka marka).

Zakonom o Centralnoj banci utvrđeno je da ona izdaje domaću valutu - konvertibilnu marku (KM) po principu **currency board po fiksnom kursu od jedne KM prema jednoj njemačkoj marki**. Međutim, integracijom valuta većine zemalja Evropske unije stvorena je jedna nova valuta koja se zove euro, a KM je povezana sa eurom preko njemačke marke.

Nama ekonomistima je dobro poznato da efikasnost monetarne politike ovisi od konkretne situacije u svakoj pojedinačnoj zemlji. U principu može se konstatovati da je efikasno vođenje monetarne politike od posebne važnosti da postoji adekvatan sistem instrumenata monetarnog regulisanja, da su monetarne vlasti, u velikom stupnju, samostalne u vođenju monetarne politike. Od svega toga ovisi i ostvarivanje stupnja monetarne stabilizacije u dotičnoj zemlji.

Monetarna stabilizacija je relativno lahko dostižna na kratak rok. Međutim, ključni problem je srednjeročna finansijska stabilizacija i dugoročno prestrukturiranje.¹

Što se tiče uspostavljanja monetarne stabilizacije u pojedinim zemljama, MMF-ova politika uslovljavanja je interesovanje premijestila od tradicionalnog oslonca na restrikciju tražnje ka strukturnim distorzijama: dugoročno, oslonac na restrikciju tražnje značio je duboku depresiju i zbog toga u središte dolazi strana ponude i dinamiziranje proizvodnje na osnovama restrukturisane privrede. Sve to je značilo i preorijentaciju sa kratkog na srednji rok.

Ovakvu izmijenjenu stabilizacionu politiku i strategiju potvrđuje i analiza uspjehnosti politike uslovljavanja skoro za sve dosadašnje MMF-ove kreditne aranžmane sa zemljama koje su koristile kredite od ove međunarodne monetarne institucije. Naime, programi dizajnirani prema zahtjevima Fonda bili su uspješni u eksternoj – platnobilansnoj dimenziji, dok su uglavnom bili neuspješni u internoj – razvojnoj dimenziji.

Prisutne su bile tri osnovne tačke svih ovih programa, i to:

- ovladavanje domaćom tražnjom pomoću fiskalnih i kreditnih ograničenja;
- sprovođenje strukturnih reformi i podsticanje ponude i
- osiguravanje eksternih izvora finansiranja, kako bi programi finansijski bili podržani.

U većini slučajeva makroekonomske performanse poboljšane su tokom sprovođenja programa i neposredno nakon njegove primjene. Ovo se posebno odnosi na eksternu dimenziju – rast deviznih rezervi, stabilizaciju deviznog kursa, olakšani pristup međunarodnim kreditnim tržištima.

Rezultati u domaćoj – razvojnoj sferi manje su impresivni: osim Češke i Slovačke, Meksika i Poljske koje su dramatično oborile inflaciju. Što se tiče ostalih zemalja, one su i dalje suočene sa trajnom inflacijom na umjerenom nivou i činjenicom da stope rasta i dalje ostaju niske. U studiji su analizirana četiri makroekonomska agregata:

¹ Schadler, S., How Successful Are IMF – Supported Adjustment Programs, Finance and Development, juni 1996, str. 78.

- realni GDP rasta;
- inflacija (indeks potrošačkih cijena);
- opterećenje dugom i
- nivo deviznih rezervi u trećoj, drugoj i prvoj godini prije programa za slijedeće četiri grupe zemalja.

Rezultati:

- realni GDP rast: značajno je ubrzan za grupaciju. Jedan prethodni aranžman (Alžir, Kongo, Egipat, Gabon, Nigerija i Tunis) je dramatično usporen (od +2 % na -3 % za Centralnu Europu) i neznatno je usporen za grupaciju Ostale zemlje u razvoju;
- potrošačka inflacija je dramatično uvećana u slučaju Centralne Europe (sa oko 2 na 20 %), a i u drugim zemljama, s tim da je jedino ostala stabilna u grupaciji Druge zemlje u razvoju;
- u skoro svim slučajevima opterećenost dugom (prema izvozu) bila je smanjena;
- nije došlo do značajnijih promjena u nivou rezervi (izražene mjesecima uvoza), s tim da su one skoro prepolovljene u slučaju Centralne Europe i Novih korisnika (bez Centralne Europe).

U tim okvirima istraživana je i djelotvornost pojedinih politika:

MONETARNA POLITIKA: postavljeni monetarni ciljevi nadmašivani su u dvije trećine istraživanih godina realizacije programa, pa samim tim nisu realizovani proklamovani ciljevi obaranja inflacije, što je odgovaralo početnim ciljevima - prvenstvu eksternom u odnosu na interno prilagođavanje - stabilizovanje deviznog kursa u odnosu na kamate i novac.

FISKALNA POLITIKA: restrikcije su slijedile planirane ciljeve i bile osjetljive na početne uslove. S obzirom da nije bila formulisana srednjoročna finansijska strategija (poput MFTS, srednjoročna finansijska strategija) u Britaniji sredinom 70 - tih godina, nije se mogla dati ocjena o finansijskim potrebama, zatvaranju GEP - a između stvarnog i održivog deficita.

Što se tiče plafona za neto domaće kredite i minimalne devizne rezerve, oni su se pokazali djelotvornijim za eksterno prilagođavanje. Na finansijskim tržištima zabilježeni su uspjesi u domenu liberalizacije, revizorske kontrole poslovanja banaka i preduzeća, uspostavljanja konkurentne strukture finansijskih tržišta koja onemogućava oligopolističke strukture i doprinosi **tržišnom, a ne budžetskom zaduživanju države**. Istovremeno u domenu strukturnih reformi primjetno je odsustvo sekvencioniranja mjera koje treba preduzeti, a jedan od zaključaka autora je da u strukturne reforme treba ići što bržim tempom, primjereno tehničkim mogućnostima i političkim prilikama. Dobar primjer za to je ukorjenjena rigidnost na tržištu rada, utemeljena na indeksaciji unazad.²

FISKALNA STABILIZACIJA

Za fiskalnu stabilizaciju relevantna su dva elementa:

- utvrđivnje **efikasnog poreskog sistema** nailazi na otpor onih društvenih grupa koje su u strahu da bi nakon njihovog odlaska sa vlasti utvrđeni instrumentarijum Države - grabljivice mogao da bude upotrijebljen protiv njih;
- i sama država postaje žrtva inflacije u takvim okolnostima koju je sama indukovala, jer ubrzavanje inflacije ubrzo optičaj, smanjuje tražnju za novcem i **sužava bazu inflatornog poreza** na dugi rok.³

S tim u vezi ovdje je moguće izdvojiti slijedeće modalitete inflacije:

- umjerena inflacija (do 15 % godišnje);
- visoka inflacija (od 15 do 50 % mjesečno) i
- hiperinflacija (preko 50 % mjesečno).⁴

U turbulentnom okruženju individualno odlučivanje i sistematska koordinacija bivaju onemogućeni, skraćuju se svi planski horizonti. Visoka inflacija predstavlja **simptom duboke krize javnih finansija**. U stvari, ona predstavlja raskorak između neefikasnog poreskog sistema, neprimjerenom poreskom potencijalu i javnih izdataka.

² Heymann, D i Leijonhufvud, A., *High Inflation*, Clarendon Press, Oksford, 1995., str. 154.

³ Isto, str. 194.

⁴ Isto, str. 214.

Zamiranje dugoročnih finansijskih tržišta jeste jedno od relevantnih obilježja visoke inflacije, s obzirom na činjenicu da stanovništvo u dotičnoj zemlji u uslovima veoma visoke inflacije sistematski biva onemogućeno da donosi bilo kakve racionalne odluke. Imajući u vidu da informacije o prošlim cijenama gube svoju relevantnost za buduće odluke, spot tržišta bivaju sve više segmentirana, a lokalne cijene postaju sve osjetljivije. U okviru takvih okolnosti veoma teško se može pojaviti odgovarajući supstitut za domaći novac, koji kao sredstvo plaćanja i mjerilo vrijednosti postaje nepouzdan. U stvari, dolazi do dolarizacije, ali je i ona ograničenog domašaja, jer strana valuta nije svima podjednako dostupna. Nastali monetarni kaos u dotičnoj zemlji prisiljava njezino stanovništvo da se odrekne usluga domaćeg novca. Stoga ono skraćuje svoje planske periode, prelazi od **adaptivnih ka racionalnim očekivanjima**.

U vezi s tim glavni predstavnik monetarizma - nobelovac Milton Fridman je napisao: "inflacija je uvijek i svuda monetarni fenomen".⁵ Sve ovo, međutim, ne znači da je novac i uzročnik inflacije. On je zapravo samo transmisija. Po našem mišljenju, ovdje treba dati odgovor na suštinsko pitanje: zašto vlade dozvoljavaju da se novac po inflatornoj stopi uvećava? U ekonomskoj literaturi o visokoj inflaciji dominira slijedeći lanac uzročnosti:⁶

cijene - novac - fiskalni deficiti - politički faktori koji utiču na vlade.

Fiskalni sindrom visoke inflacije je svojevrsni začarani krug: (1) visoka inflacija je produkt nesposobnosti da se javne finansije postave na zdravu i regularnu osnovu i (2) ona onemogućava racionalno fiskalno upravljanje, pošto remeti budžet.

Osnovnu stabilnost, odnosno nestabilnost fiskalnog sistema karakteriše slijedeće:

- veza između fiskalnog deficita i rasta novca može biti čvrsta ili labava: spremnost javnosti da apsorbuje državni dug postavlja okvire mogućem kumulativnom dugu, bez da se pribjegava pozajmljivanju od centralne banke;
- visokoj inflaciji država nema mnogo prostora za zaduživanje: njezin kredibilitet je mali, a dugoročno tržište kapitala je stisnuto i segmentirano;
- sve vlade koje su nespreme da se bore protiv inflacije pribjegavaju kvazi - fiskalnim deficitima. Tada je veoma teško povući granicu između monetarne i fiskalne politike;
- vlade mogu, uvećavajući bazni novac (sinjoraž), pokrivati svoj deficit, ali se time proizvodi inflacija. Ona umanjuje realnu kupovnu moć novokreiranog novca kojim treba zatvoriti deficit, pa i vlade podliježu tzv. inflatornom porezu. Utoliko suštinski rast cijena proističe iz potrebe vlada da prikupljaju inflatorni porez;
- inflacija predstavlja porez na realne novčane bilanse: kad god cijene porastu, realna cijena novca koja je na raspolaganju subjektima opada, a u osnovi to proističe iz prava vlade da štampa novac. Sasvim je sigurno da pozajmljivanje danas odlaže monetizaciju (inflaciju). Sve se to čini po cijenu rastućeg javnog duga na koji treba, razumije se, plaćati kamatu. Kada taj dug dostigne gornji plafon, država više nema pristupa tržištu kapitala i mora da otkupljuje obveznice koje subjekti više ne žele da apsorbuju. Na taj način ne samo da raste primarni deficit, nego se enormno povećava i kamatonosno opterećenje koje treba država da pokrije štampanjem novca.
- problem finansiranja javnog sektora nalazi se u samom središtu visoke inflacije: fiskalna politika proističe iz samog procesa političkog pregovaranja, pa se, stoga, krajnji uzročnici inflacije moraju tražiti, prije svega, u nesposobnosti i nespremnosti institucija da utvrde čvrst fiskalni sistem koji će se moći oduprijeti redistributivnim zahtjevima subjekata.

Ovdje je s tim u vezi veoma dobro znati da je kreiranje novca značajan izvor državnih prihoda u malom broju zemalja upravo radi gore spomenutih opasnosti. Iako se mnoge zemlje povremeno suočavaju sa deficitima, one ipak uspijevaju da usklade svoje rashode sa stvarnim potencijalnim poreskim kapacitetom. Dakako, u zemljama sa visokom inflacijom, sinjoraž prihod nije zanemarljiv dio društvenog bruto proizvoda. U takvim uslovima vlade su neminovno izložene fiskalnom pritisku, a on predstavlja raskorak između željenog nivoa rashoda koji je politički prihvatljiv i sposobnosti da se prikupe porezi u dotičnoj zemlji.

⁵ Friedman, M., The role of Monetary Policy, American Economic Review, t. 58., 1968., str. 59.

⁶ Opširnije o tome vidjeti u: Jakšić, M. i Alibašić, H., Osnovi makroekonomske analize, Ekonomski fakultet, Brčko, 1998., str. 154.

FISKALNI REŽIM U USLOVIMA VISOKE INFLACIJE

Fiskalni režim u uslovima visoke inflacije karakteriše slijedeće:

- prihodi se ni u kom slučaju ne mogu lako prikupiti uvećavanjem poreskih stopa;
- nedostaje sistematičan i sveobuhvatan budžetski proces i
- do novih sredstava putem javnog duga moguće je doći jedino uz izuzetne teškoće.

Nijedna pojedinačna mjera ne može donijeti stabilnost niti otkloniti visoku inflaciju. Ukoliko doista želimo da je otklonimo neophodan je istovremeni napad na nekoliko frontova.

Veoma je relevantan kredibilitet vlade koji se stavlja pred izbor: ako poslije servisiranja dospjelih dugova pod istim uslovima (uglavnom uz istu kamatu), bez plaćanja dodatne premije može da obezbijedi nova sredstva, vlada neće pribjegavati sinjoražu; u protivnom, ona dolazi u iskušenje da samjerava prednosti/nedostatke prevare dužnika na osnovu inflatornog poreza.

- Visoka inflacija smanjuje realni poreski prihod po osnovu kašnjenja od trenutka razrezivanja poreza do njegove naplate;
- neefikasna je administracija naplate poreza;
- istorija visokih inflacija predstavlja priču o nespremnosti da se usvoji Nju dil i raspodjela poreskih opterećenja, vlada, pribjegavajući inflaciji, to radi arbitrarno i neselektivno, izazivajući krupne distributivne posljedice;
- izgradnja snažnog i transparentnog poreskog sistema je osnovica vlasti, a to možda nije u interesu vladajućih snaga;
- za otklanjanje fiskalnog deficita i obuzdavanje visoke inflacije potreban je društveni konsenzus.

Ovo ilustruje i modelska formalizacija:⁷

$$D_t + (R_{t-1} \cdot B_{t-1}) + R_{t-1} \cdot B_{t-1}^c = (B_t - B_{t-1}) + (B_t^c - B_{t-1}^c) \quad \dots(1)$$

D_t - primarni deficit; R_{t-1} - nominalna kamata na zajmove u trenutku $(t-1)$ koji dospijevaju u trenutku t ; B_t - nominalna vrijednost obveznica koje su u rukama stanovništva na kraju perioda t ; B_t^c - obveznice kod centralne banke.

U slučaju da bilans centralne banke u aktivni čine samo državne obveznice, a u pasivi samo nekamatonsni bazni novac, onda važi da je:

$$B_t^c = M_t + NW_t \quad \dots(2)$$

M_t - predstavlja stok novca na kraju perioda t , a NW_t - je neto vrijednost centralne banke.

Profit centralne banke jednak je:

$$NW_t - NW_{t-1} = R_{t-1} \cdot B_{t-1}^c \quad \dots(3)$$

Na osnovu ovih jednačina može se izraziti budžetsko ograničenje konsolidovanog javnog sektora:

$$D_t + (R_{t-1} \cdot B_{t-1}) = (B_t - B_{t-1}) + M_t - M_{t-1} \quad \dots(4)$$

Ovdje lijeva strana, gore navedene jednačine, pokazuje nominalno finansiranje javnog sektora kao zbir primarnog deficita i nominalne kamate na prispjeli dug. Desna strana jednačine pokazuje uvećavanje obaveza javnog sektora po osnovu rasta obveznica i novca.

Deficit javnog sektora moguće je finansirati na tri načina:

- sinjoražom (emisijom novca);
- inflatornim porezom (depresijacijom vrijednosti gotovine kod subjekata) i
- rastom kamatonosnog javnog duga.

⁷ Isto, str. 155.

U slučaju da ne postoji tražnja za javnim dugom, onda se sve mora pokriti uvećavanjem novčanih bilansa. Slično Skandinavskom modelu inflacije, inflacija se može dekomponovati na:

$$\pi_t = \alpha\pi_t^F + (1-\alpha)\pi_t^A \quad \dots(5)$$

Napominjemo da je ovdje inflacija u periodu t ponderisana suma stope inflacije fleksibilnih cijena (π_t^F) i fiksnih (administriranih) cijena (π_t^A), s tim da su ponderi preuzeti iz indeksa cijena.

Što se tiče stope rasta fiksnih cijena, on predstavlja zbir stopa rasta jediničnih troškova (rada – W_t), cijena u javnom sektoru (S_t) i koeficijentata zidanja cijena. Inercija cijena podrazumijeva slijedeće: $W_t = \pi_{t-1} + W_t^*$; nadnice su u trenutku t zbir prethodne inflacije ($t-1$) i ciljane nadnice W^* .

Na kraju dobijamo veoma zanimljiv izraz istrajnosti inflacije:

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \frac{\alpha}{(1-\alpha)\lambda_1}(\pi_t^F - \pi_t) + \frac{\lambda_2}{\lambda_1}(S_t - \pi_t) + (W_t^* + \frac{K_t^*}{\lambda_1}). \quad \dots(6)$$

Inflacija u trenutku t zavisi od:

- inflacije u prethodnom periodu ($t-1$);
- doprinosa inflacije zbog administrativnih cijena opštem nivou cijena;
- doprinosa inflacije cijena u javnom sektoru opštem nivou cijena i
- zidanja cijena uslijed (a) ciljanih nadnica i (b) zidanja cijena.

S tim u vezi možemo zaključiti da nivo i ubrzanje inflacije zavise od (a) udjela fiksnih cijena i (b) javnog sektora koji je uvećavaju i ubrzavaju.

MODEL KVALITETA VALUTE

Model indikatora kvaliteta valute razradili su Padoa, Papadia.⁸

Ključna teza ovih autora se sastoji u slijedećem: Grešmov zakon – lošija valuta istiskuje u prometu bolju valutu i djeluje samo na unutrašnjem planu; na međunarodnom planu kvalitetnije valute istiskuju sve one koje su nekvalitetne valute.

Korišćenje nekvalitetnije valute biće u tim okolnostima redukovano zbog toga što:

- cijena nekvalitetnije valute raste i
- kvalitet nekvalitetnije valute pada.⁹

Vrijednost novca možemo mjeriti prema:

- robama (inflacija);
- drugim valutama (devizni kurs) i
- njoj samoj (kamatna stopa).

Ključni elemenat za odlučivanje u korišćenju jedne valute jeste njen kvalitet koji se svodi na slijedeća dva atributa:

- stabilnost: podudarnost ili zanemarljivo odstupanje domaće inflacije u odnosu na svjetsku i
- predvidivost: odstupanje stvarne od očekivane vrijednosti novca.

Ovdje se fokusiraju slijedeće osnovne varijable:

- stopa inflacije (neočekivana, očekivana i stvarna);
- devizni kurs (efektivni i realni);
- kamatna stopa (kratkoročna, realna i nominalna) i
- monetarni agregati (monetarna baza, agregati M_1 i M_2).

⁸ Padoa, T. i Papadia, F., *Europe's Money*, OUP, Oksford, 1999., str. 78 i 79.

⁹ Isto, str. 79.

Model pokazuje slijedeće:

- predvidivost i stabilnost valute u praksi se poklapaju;
- ukoliko je inflacija varijabilnija u isto vrijeme je i nepredvidivija i
- ukoliko su prosječne vrijednosti inflacije više, utoliko je varijabilnost novčane mase, deviznog kursa i kamate veća i obratno.

Sve u svemu, opšti zaključak glasi:

viši kvalitet → viša predvidivost → veća stabilnost (inflacije, novčane mase, kamate i deviznog kursa).

Model autori temelje na slijedećoj pretpostavci:

(a) kvalitet valute: mjera kvaliteta valute i njeno korišćenje u svijetu, pri čemu se može poći od slijedećeg odnosa:

$$\frac{\text{udio valute u svjetskim rezervama} - \text{svjetske monetarne rezerve}}{\text{ND zemlje} - \text{svjetski ND}}$$

Višak korišćenja valute je de facto odraz njenog kvaliteta: natprosječno korišćenje valute vezano je za natprosječni kvalitet. Kvalitet valute se može cijiniti na osnovu:

- razlike M i π (novčane mase i inflacije);
- razlike r i π (kamate i inflacije) i
- nivoa inflacije i njezine varijabilnosti u odnosu na svjetski prosjek.

(b) cijena valute: jeftinije valute – mjereni nižim troškovima držanja istisnuće sve skupe valute. Ovo može biti dobitak za pojedince, a u isto vrijeme predstavlja i gubitak za državu. Naime, država računa na (a) seigniorage – sinjoraž i (b) inflatorni porez. Sinjoraž predstavlja kamatu pomnoženu s izdatim novcem, s obzirom da država sama sebi ne plaća ništa. Prema tome, inflatorni porez predstavlja obezvrijeđenje javnog duga zahvaljujući inflaciji. Iz ovog Padoa i Papadia, izvode dva zaključka:¹⁰

- ukoliko raste kvalitet valute rašće i njeno korišćenje i
 - ukoliko porastu troškovi holdinga neke valute, njezino korišćenje će se u tom slučaju smanjiti.
- Za ekonomsku politiku jedne zemlje to de facto znači da:
- troškovi monetarne nestabilnosti za sve one koji nisu zarobljeni za nacionalnu valutu treba da navode na značajno smanjivanje nisko – kvalitetne valute u korist visoko – kvalitetne valute;
 - ako vlada zbog kratkoročnih interesa žrtvuje stabilnost valute, ona s tim rizikuje uspjeh stabilizacije na dugi rok i ako se kvalitet valute smanji, smanjuje se i mogućnost zarade po osnovu sinjoraž – prava, jer se smanjuje tražnja za domaćom valutom.

ZAKLJUČAK

Na osnovu svega do sada rečenog o monetarnoj i fiskalnoj stabilizaciji i njihovom uticaju na ekonomski razvoj privrede u dotičnoj državi možemo zaključiti da sva ta pitanja predstavljaju svojevrsni začarani krug i veoma je teško na njih dati egzaktni odgovor. Naime, uspostavljanje monetarne i fiskalne stabilizacije, kao podstičućih motornih snaga ekonomskog razvoja u dotičnoj državi jeste, bez dvojbe, veoma teško, neizvjesno i rizično pitanje.

Jedno je tačno, a to misli i većina ekonomista, da primjena cjelokupnog paketa monetarnih i fiskalnih stabilizacionih mjera ekonomske politike u određenom periodu, koje kreira i planira vlada dotične zemlje, mora i sama da ih stalno prati i usavršava u procesu njihove realizacije, kako bi mogla efikasno ostvariti svoje planirane kratkoročne, srednjoročne i dugoročne ciljeve sopstvenog društveno – ekonomskog razvoja.

LITERATURA:

1. Dornbusch, R., *Economics*, McGraw Hill, 1988.
2. Heymann, D. i Leijonhufvud, A., *High Inflation*, Clarendon Press, Oksford, 1995.
3. Jakšić, M., Alibašić, H., *Osnovi makroekonomske analize*, Ekonomski fakultet, Brčko, 1998.
4. Padoa, T. i Papadia, F., *Europe's Money*, OUP, Oksford, 1999.
5. Schadler, S., *How Successful Are IMF – Supported Adjustment Programs*, Finance and Development, juni 1996.
6. Friedman, M., The role of Monetary Policy, *American Economic Review*, t. 58., 1968.

¹⁰ Isto. str. 91 i 92.