

Lovre Božina*

UDK 332.6:334.23:338.24(497.5)

Izvorni znanstveni rad

FINANCIJSKA STRUKTURA MONETARNIH INSTITUCIJA I LIKVIDNOST GOSPODARSTVA

Istraživanja autora pokazuju da hrvatski monetarni sustav ima unutarnje deformacije koje su posljedica institucionalnog rješenja financiranja promjene imovinske bilance u toku procesa privatizacije i one su trajna prepreka razvitku financijskog tržišta i disperziji financijskih oblika kao osnovici reduciranju uloge novca i aktualiziranju uloge nenovčanih oblika u financiranju gospodarstva. Tok rješavanja nelikvidnosti, iznosi autor, valja dalje usmjeravati na privremeno aktualiziranje onih rješenja koja nužno vode kroz kanale monetarnog sustava, jer inflacija nije nužnost, a nisu nužnost ni promjena tečaja i krajnosti glede monetarne suverenosti.

Uvodna razmatranja

Istraživanje koje slijedi, već prema svom naslovu, korespondira s financijskim oblicima, financijskim transakcijama, financijskim tokovima, važnim čimbenicima strukturiranja financijskog i kreditnog potencijala monetarnih institucija, a to je u vezi s likvidnošću gospodarstva.¹ Budući da monetarni sustav spaja, institucionalno i funkcionalno gledano, različite sektore gospodarstva, u tijeku istraživanja u obzir se uzimaju i čimbenici deviznih transakcija s inozemstvom. Svi se ti dinamički utjecaji prenose kroz monetarni sustav u bilance sektora i u jedinice gospodarstva, a posebno je to važno istaći kada se radi o financijski nerazvijenoj strukturi bilanci, kao što je to slučaj s bilancama hrvatskih jedinica gospodarstva.² U bilancama

* L. Božina, izvanredni profesor Fakulteta ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković", Pula. Članak primljen u uredništvu: 10. 01. 2000.

¹ Pod monetarnim institucijama mislimo na financijske institucije koje u svojoj pasivi imaju jedan od oblika novca. O problemima suvremenog novca i monetarnog sustava u hrvatskoj literaturi vidi knjige: F. Zadravec: "Problemi suvremenog novca", Zagreb, Naprijed, 1960., Perišin, I. - Šokman, A.: "Monetarno-kreditna politika", Zagreb, Informator, 1992.; Babić, M.: "Makroekonomija", Zagreb, Mate d.o.o., 2000. Rasprave o problemima novca i monetarnog sustava, prikladne za hrvatske prilike, uglavnom su napisane u različitim časopisima (slovenskim i hrvatskim) u djelima autori kojih su: I. Ribnikar, A. Šokman, L. Božina, I. Lovrinović, A. Babić, A. Belullo.

² Pod jedinicama ne mislimo samo na poduzeća već i na sve jedinice različitih sektora gospodarstva. To je važno istaći u hrvatskim prilikama zbog slabog znanja o dužničkim i vlasničkim

hrvatskih banaka i poduzeća kredit i depozit osnovni su financijski oblici, danas to aktualniji, jer su osiguranja kredita uglavnom hipotekarne naravi, čime su bilance poduzeća i banaka isprepletene mrežom financijskih transakcija i u vezi s time nastalim financijskim tokovima, s jedne, i mrežom realnih, hipotekarnih oblika, kojima su bilance banaka dodatno blokirane i zatvorene za normalan multiplikacijski proces u kojem bi normalnim putem nastajao jedan od oblika depozitnog novca, sa druge strane.³ Budući da su poslovne banke jedan od glavnih kreatora novčanog optjecaja, onda je, pored novca Hrvatske narodne banke, u odnosu na likvidnost važno analizirati kako dolazi novac poslovnih banaka u optjecaj i kakva je financijska struktura poslovnih banaka, a isto tako i što je uzrok danoj strukturi kreditnog i financijskog potencijala u bilancama. Za početak pokažimo osnovne smjernice povezanosti monetarnog sustava unutar i izvan s jedinicama privrede. Pritom uvažimo činjenicu da financijski tokovi i stanja u bilancama između sektora gospodarstva i unutar njih međusobno korespondiraju, pa je njihove posljedice moguće pratiti preko analize imovinske bilance. Stoga je osnovno istražiti utemeljenost hipoteze prema kojoj je način promjene imovinske bilance institucija monetarnog sustava uzrok nelikvidnosti hrvatskoga gospodarstva. Objašnjavajući postavljenu hipotezu, namjeravamo razložiti strukturu imovinske bilance, a pritom u istraživanje svakako uključujemo probleme vlasništva i financijskog podešavanja bilance.

Bilanca monetarnih institucija i instrumenti monetarne politike

Prednost je financija u tome što su odnosi izraženi u novcu i kao takvi kvantitativno mjerivi. Razumljivo, ako imovinsku bilancu, različitu po strukturi aktive i pasive, s obzirom na moguće aspekte njezine analize, promatramo u svjetlu financija, onda preko novčanog izraza postićemo kvantitativne i kvalitativne elemente analize strukture (vlasništva, imovine, financijske strukture, realne i financijske aktive). Isto tako promjenom imovinske bilance vezujemo bilancu poslovnog uspjeha i imovinsku bilancu, a to uključuje utjecaj endogenih i egzogenih čimbenika na poslovni rezultat i opseg i strukturu imovine.

Opseg i struktura imovine jedinica i sektora gospodarstva u krajnjem definiraju načine financiranja, izvore financiranja, položaj monetarnog sustava u financiranju gospodarstva kao i položaj financijskog tržišta u procesu financiranja. Da bi svu tu zapletenu mrežu povezanosti u procesu financiranja razložili, valja nam poći od strukture veza unutar monetarnog sustava, koji jedini proizvodi novac kao monetarni agregat, što ne znači da druge financijske i nefinancijske institucije ne proizvode financijske oblike koji lako mogu supstituirati novac u nekim njegovim

financijskim oblicima. U prilog toj tvrdnji ide i ovih dana često ponavljana tvrdnja kako se hrvatski dug neće više reprogramirati, već će se plaćati emisijom državnih obveznica. Usput rečeno, obveznica je tipičan dužnički vrijednosni papir s definiranim prinosom i dospijanjem i kao takav isključivo može biti pogodan za kupca (rezidenta i nerezidenta), a za građane je utoliko olakšanje, što teret duga prevladuje na budućnost.

³ Naravno da su oba oblika depozitnog novca, primarni i sekundarni, međusobno povezani i u našim hrvatskim prilikama.

tradicionalnim funkcijama. I zaista, ta je stvarnost glede supstituiranja to prisutnija, što je razvijenije gospodarstvo.⁴ S tim povezano nameće se pitanje povezanosti problema nelikvidnosti s gospodarskim razvitkom i strukturom financijskih institucija. No, vratimo se za početak povezanosti vertikalne i horizontalne strukture bilanci centralne banke i poslovnih banaka.

Slika 1.

BILANCA CENTRALNE BANKE, BILANCA POSLOVNIH BANAKA
 I BILANCA NOVČANOG SUSTAVA

CENTRALNA BANKA	NOVČANI SUSTAV												
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center; padding: 5px;">K_i</td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; padding: 5px;">K_{gr}</td> <td style="text-align: center; padding: 5px;">$(B-R_o+R_t)$ ili C</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; padding: 5px;">K_{pb}</td> <td style="text-align: center; padding: 5px;">R</td> </tr> </table>	K_i		K_{gr}	$(B-R_o+R_t)$ ili C	K_{pb}	R	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center; padding: 5px;">K_i</td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; padding: 5px;">K_{gr}</td> <td style="text-align: center; padding: 5px;">$(B-R_o+R_t)$ ili C</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; padding: 5px;">K_t</td> <td style="text-align: center; padding: 5px;">D</td> </tr> </table>	K_i		K_{gr}	$(B-R_o+R_t)$ ili C	K_t	D
K_i													
K_{gr}	$(B-R_o+R_t)$ ili C												
K_{pb}	R												
K_i													
K_{gr}	$(B-R_o+R_t)$ ili C												
K_t	D												
POSLOVNA BANKA	FINANCIJSKI SUSTAV												
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center; padding: 5px;">R_o+R_t</td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; padding: 5px;">K_t</td> <td style="text-align: center; padding: 5px;">$D+D_n$</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; padding: 5px;"></td> <td style="text-align: center; padding: 5px;">K_{cb}</td> </tr> </table>	R_o+R_t		K_t	$D+D_n$		K_{cb}	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center; padding: 5px;">K_i</td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; padding: 5px;">K_{gr}</td> <td style="text-align: center; padding: 5px;">$(B-R_o+R_t)$ ili C</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; padding: 5px;">K_t</td> <td style="text-align: center; padding: 5px;">$D+D_n$</td> </tr> </table>	K_i		K_{gr}	$(B-R_o+R_t)$ ili C	K_t	$D+D_n$
R_o+R_t													
K_t	$D+D_n$												
	K_{cb}												
K_i													
K_{gr}	$(B-R_o+R_t)$ ili C												
K_t	$D+D_n$												

⁴ Vidi o tome: Edmister, R. O.: "Financial Institutions, Markets and Management", McGraw-Hill, New York, 1986.; Goldsmith, R.W.: "Financial Structure and Development", New Haven, Yale

Na slici 1. prikazana povezanost bilance centralne banke i bilance poslovnih banaka, konsolidacijom kojih dolazimo do bilance monetarnog sustava, odnosno, šire gledano, financijskog sustava.

U bilancama su sa R_0 istaknute obvezne, a sa R_L likvidne rezerve. Lako je zaključiti da su ta dva oblika rezervi čvrsto vezana uz disperziju financijskih oblika na financijskome tržištu i uz izabrani pristup prakticiranju monetarne politike odnosno položaj centralne banke u emisiji novca. Namjena obveznih rezervi nije iscrpljena u većoj likvidnosti, a isto tako, njihova uloga nije da centralnoj banci pružaju moć determiniranja optjecaja knjižnog novca. Kako postoji dani odnos između količine gotovine i knjižnog novca, tj. koeficijent $c=C/D$, koji žele održati klijenti poslovnih banaka i participanti koji preferiraju držanje svoje imovine u novčanom obliku, i kako postoji neki postotak likvidnih rezervi, koji drže banke po iskustvu, centralna banka može promjenom količine gotovine u optjecaju utjecati na optjecaj knjižnog novca i na strukturu novčanog optjecaja. Budući da je željeni omjer između gotovine i knjižnog novca prilično stalan, a isto tako i postotak likvidnih rezervi, onda obvezne rezerve nisu potrebne za to da bi centralna banka mogla određivati optjecaj knjižnoga novca. Ipak je to čest kvantitativni instrument u prakticiranju monetarne politike, pa već to upućuje na njihovu važnu ulogu u emisiji novca. Ostaje, dakle, monetarnim vlastima da ocijene koji je pravilan pristup izboru obračuna obveznih rezervi.⁵ Zašto je pravilan pristup važan, jasno je već iz nekoliko napomena koje slijede.

Smanjenje moći multiplikacije emisijskih kredita od poslovnih banaka, centralna banka, zahvaljujući instituciji obveznih rezervi, relativno jednostavno i djelotvorno utječe na kreditnu aktivnost poslovnih banaka i time na količinu knjižnoga novca u optjecaju. No, zahvaljujući obveznim rezervama, centralna banka dolazi do štednje koju može upotrijebiti za namjene koje su gospodarski povoljnije od onih za koje bi se inače upotrijebila povećanjem kreditnog potencijala poslovnih banaka koje su izdvojile na poseban račun kod centralne banke tu obveznu rezervu. Konačno, rezerve su kao potraživanja od centralne banke nerizična ulaganja banke, pa prilikom eventualne likvidacije banke taj dio imovine ostaje bančinim vjerovnicima i konačnim vlasnicima.

Likvidne i obvezne rezerve zajedno daju potrebne rezerve i preko njih su povezane pozicije bilanci institucija monetarnog sustava i bilance realnog sektora s bilancama institucija monetarnog sustava.

University Press, 1986.; Goodhart, R.: "Money, Information and Uncertainty", London, Macmillan, 1975.; Božina, L.: "Problemi stope obveznih rezervi u hrvatskom novčanom sustavu", Zagreb, Slobodno poduzetništvo, br. 11, 1994; Božina, L.: "Monetarna politika i likvidnost hrvatskog gospodarstva", Zagreb, Ekonomski pregled, br. 9, 1999.

⁵ O tome više u radovima: Božina, L.: "Obvezne rezerve i emisija novca", *Gospodarstvo Istre* 1-2, 1994.; Božina, L.: "Problemi stope obveznih rezervi u hrvatskom novčanom sustavu", *Slobodno poduzetništvo*, 11, 1994.

Budući da su obvezne rezerve, pored gotovog novca u optjecaju, sastavni dio primarnog novca, visina obveznih rezervi utječe na potreban iznos primarnog novca i time na potreban iznos kredita centralne banke, a to znači da determiniraju monetarni multiplikator mjeren odnosom M/B odnosno $(1+c)/(r+c)$, a preko toga i položaj centralne banke u determiniranju novčanog optjecaja.

Sve navedeno upućuje na potrebu odgovarajućeg sustava obveznih rezervi. Da bismo došli do odgovora na pitanje kakav je to odgovarajući sustav obveznih rezervi, valja razmotriti kakav mora biti odnos između visine obveznih rezervi za knjižni novac i za nemonetarne uloge. Napomenimo da za novčane bankarske uloge, kao dio novčanog optjecaja, vrijedi da su pod kontrolom centralne banke. Iznos novca u optjecaju, i time iznos monetarnih uloga, ne može se povećati preko granice koju postavlja centralna banka mjerama monetarne i kreditne politike. Drukčije je s nenovčanim bankarskim ulozima. Oni nisu pod kontrolom centralne banke, pa se njihov iznos može mijenjati ako gospodarstvo želi promijeniti oblik u kojem drži svoju financijsku štednju, npr., umjesto u novčanom obliku želi držati financijsku štednju u nenovčanom obliku ili obratno. Pored toga, oni mogu svoju tekuću štednju zadržavati u većem ili u manjem iznosu u nenovčanom obliku, a to znači u obliku nemonetarnih uloga kod banaka. Između spomenutih primjera valja praviti razliku. Jedno je promjena iznosa nenovčanih bankarskih uloga zbog promjene oblika u kojem se zadržava štednja, a drugo je njihova promjena zbog tekuće štednje gospodarstva. U prvom slučaju ne smije doći do promjene likvidnosti gospodarstva i kao posljedica tih promjena ne smije doći do promjene iznosa investicija, jer nema štednje. U drugom slučaju mora ostati nepromijenjena likvidnost gospodarstva, a zato što se radi o tekućoj štednji, mora doći i do promjena iznosa bankarskih kredita i preko toga investicija.

Likvidnost gospodarstva ne određuje se, dakle, samo novcem, nego i nenovčanim bankarskim ulozima i što su značajniji nenovčani bankarski ulozi kao financijski oblici koji osiguravaju likvidnost gospodarstva, to će veća biti razlika između promjene iznosa novca u optjecaju i promjene likvidnosti gospodarstva. I u slučaju kada se povećavaju nenovčani bankarski ulozi zbog štednje, radi se o tome da se na jednoj strani povećava likvidnost gospodarstva zbog porasta nenovčanih bankarskih uloga, a istodobno se na drugoj strani smanjuje iznos novca u optjecaju.

Kod porasta nenovčanih bankarskih uloga zanimat će nas: jesu li spomenuti suprotni utjecaji na likvidnost gospodarstva međusobno usklađeni tako da likvidnost gospodarstva ostaje nepromijenjena ili nisu, pa zbog toga dolazi do promjena u likvidnosti gospodarstva?

Ako zbog porasta nenovčanih uloga dođe do porasta likvidnosti gospodarstva, mora intervenirati centralna banka i instrumentima monetarne politike prisiliti poslovne banke da smanje iznose kredita i time iznose novca u optjecaju za onoliko za koliko bi se zbog porasta nenovčanih bankarskih uloga povećala likvidnost gospodarstva. Dodatna intervencija centralne banke nije potrebna ako su poslovne banke primorane smanjiti iznos kredita i time iznos novca u optjecaju, ako se zbog

povećanja nenovčanih uloga smanjio njihov kreditni potencijal. Kad bi se zbog porasta nenovčanih bankarskih uloga smanjila likvidnost gospodarstva, jer bi poslovne banke smanjile kredite i time iznos novca u optjecaju više nego što je bilo potrebno zbog porasta nenovčanih bankarskih uloga, centralna bi banka morala intervencijom omogućiti poslovnim bankama da smanje kredite samo za toliko da likvidnost gospodarstva ostane nepromijenjena.

Pretpostavimo li da poslovne banke teže u cijelosti iskoristiti svoj kreditni potencijal, onda pitanje mora li centralna banka intervenirati ili ne? ovisi o tome je li odnos između visine obveznih rezervi za novčane uloge i visine obveznih rezervi za nenovčane uloge usklađen s time koliko nenovčani uložnici pridonose likvidnosti gospodarstva. Kad je sustav obveznih rezervi usklađen s relativnom likvidnošću nenovčanih bankarskih uloga, nije potrebna intervencija centralne banke, ako se povećavaju ili smanjuju nenovčani bankarski uložnici zbog tekuće štednje gospodarstva. To vrijedi i za slučajeve kada se iznos nenovčanih bankarskih uloga mijenja zbog promjene oblika u kojem se zadržava štednja nastala u proteklim razdobljima.

Dosad smo isključivo razmatrali samo promjene u iznosu nenovčanih bankarskih uloga. Razmotrit ćemo i što se događa u slučaju kada se mijenja iznos nenovčanih uloga, a ne radi se o tekućoj štednji. Promjene iznosa nenovčanih bankarskih uloga sada nastaju zbog promjene oblika u kojem gospodarstvo drži financijsku štednju, tj. iz novčanog oblika idu u nenovčani ili obratno. U tim je slučajevima drukčije. Kako smo već ranije naveli, monetarni sustav ne smije u tome slučaju dopustiti da dođe do promjena u iznosu bankarskih kredita, jer nema nikakvih promjena u iznosu štednje koja se preko banaka nudi investitorima.

Dosad smo analizirali posljedice promjene iznosa nenovčanih bankarskih uloga kod dane supstitucijske linije S . Mijenjanje novčanih uloga u nenovčane i obratno, znači mijenjanje supstitucijske linije S . Tim se promjenama mijenja relativna likvidnost nenovčanih bankarskih uloga. I zbog tih se promjena mora, razumljivo, mijenjati linija S kao izraz relativne likvidnosti nenovčanih bankarskih uloga. Slijedi kako ne možemo naći sustav obveznih rezervi koji bi učinio intervencije centralne banke nepotrebnima ako se S mijenja. Promjeni supstitucijske linije S mora se prikloniti centralna banka i promjenom sustava obveznih rezervi. Razumljivo je da se sustav obveznih rezervi neće prikloniti svakoj kratkotrajnoj promjeni linije S . Sve dok supstitucijska linija ostaje nepromijenjena, nije potrebno mijenjati sustav obveznih rezervi. Dode li do trajne promjene supstitucijske linije, tome se mora prikloniti centralna banka promjenom sustava obveznih rezervi, a rezerve za novčane uloge (r_1) moraju biti jednake: $r_1 = [(r_0 + c) / (1+c)] \times 1/S$. Što je veća vrijednost S , tj. što je manja likvidnost nenovčanih bankarskih uloga, to niže moraju biti obvezne rezerve za te uloge relativno prema obveznim rezervama za knjižni novac. Pored toga, na odnos između jednih i drugih rezervi utječe i koeficijent c . Što je niži taj koeficijent, to veća mora biti razlika između r_0 i r_1 . Utjecaj je koeficijenta c veći, što je koeficijent r_0 manji. Kod niskog koeficijenta r_0 udio gotovog novca u novčanom optjecaju značajno utječe na odnos između r_0 i r_1 . Kod visokih je vrijednosti koeficijenta r_0 utjecaj koeficijenta c manje značajan.

Promjene bilance monetarnih institucija i likvidnosti privrede

U bilanci na strani aktive razlikujemo dvije homogene skupine koje čine: (a) realna aktiva i (b) financijska aktiva. Njihova se osnovna razlika ogleda u brzini promjene i u očekivanom prinosu, riziku, a postoje i druge karakteristike koje ističu posebnosti pojedinih dijelova aktive.⁶ Međusobni relativni odnosi pojedinih komponenti aktive značajno određuju vođenje politike poduzeća koja se zasniva na filozofiji poduzeća, a određuju upravljanje poduzećem. Naime, posebnosti realne i financijske aktive zahtijevaju odgovarajuće uvažavanje tih razlika u upravljanju poduzećem, da bi se ostvarila svrha poduzeća.

Udovoljavanjem zahtjevima svrhe i cilja poduzeća, ostvaruje se i pozitivna promjena imovinske bilance preko njezina kvantitativnog povećanja i kvalitativnog unapređenja. To drugo, tj. kvalitativno unapređenje strukture imovine u vlasništvu, podrazumijeva realizaciju oblika imovine koji će odgovarati preferencijama vlasnika u odnosu na prinos, rizik i dospelost obveza. Sa stajališta upravljanja poduzećem bilanca hrvatskih banaka i poduzeća nije prikladna za relevantne zaključke, jer skriva deformacije nastale u strukturi aktive i pasive u tijeku procesa privatizacije. U takvim prilikama veza (link) novac - portfolio nema većeg značaja za promjenu bilance poduzeća⁷, a to ukazuje na nerazvijenost financijskog tržišta, financijskih tokova, što ima za posljedicu odsutnost tzv. "debt securities" i/ili "equity securities", pa je u danim okolnostima neprimjereno pouzdano raspravljati o akcijama (shares) nastalima u tijeku procesa pretvorbe. Slaba disperzija "primary securities" ne dopušta razvitak "secondary securities".⁸

Posljedica nerazvijenosti spomenutih instrumenata ogleda se u promjeni imovinske bilance čije se financiranje obavlja preko kreditnog oblika, a to se najčešće opravdava nedostatkom vlastitog kapitala. Monetarni sustav sudjeluje u prijenosu toga kapitala ako je štednja u novčanom obliku, a financijsko posredovanje obuhvaća štednju u nekom od ostalih oblika financijske aktive. Prijenos financijskih suficita preko financijskih posrednika uključuje prikupljanje financijskih suficita izdavanjem indirektno financijske aktive (equity and debts securities) i prijenos prikupljenih

⁶ S monetarnog aspekta za imovinsku bilancu, odnosno promjenu bilance važna su četiri transmisiona mehanizma koja u literaturi nalazimo kao: (1) The portfolio balance transmission mechanism. (2) The wealth transmission mechanism. (3) The credit availability transmission mechanism. (4) The expectations transmission mechanism. Vidi: Pierce, D.G. and Tysome, P.J.: "Monetary Economics - Theories, Evidence and Policy", London, Butterworth and Co., 1985.

⁷ "A portfolio, loosely defined, is an array of assets and debts of differing yields, risks, maturities and other characteristics. Portfolio management theory is concerned with providing explanations of the behaviour of individual and economy - wide portfolios". Pierce, D.G. and Tysome, P.J.; isto kao pod 6. str. 23.

⁸ "Primary securities, defined as securities issued by the unit making the real capital investment, are marketed through the country to lenders and borrowers, who are continually informed about capital market transactions by sophisticated communication networks... - The financial intermediary, by purchasing primary securities and issuing secondary securities, adds choices to borrowers and lenders. Issues of financial intermediaries are termed secondary securities". Vidi: Edminster, R.O.: "Financial Institutions", New York, Mc Graw-Hill Book Company, 1986., str. 10 i 11.

suficita. U tom slučaju intervencija centralne banke nije potrebna, jer ne dolazi do promjena agregatne potražnje zbog promjene u financijskoj aktivni.⁹ Posredovanje monetarnog sustava, za razliku od nefinancijskog posredovanja, kada se štednja formira u obliku gotovine, uključiva aktivnost monetarnog sustava tako da taj emisijskim kreditima ubacuje toliko novca (gotovine i depozitnog novca) koliko iznosi štednja u obliku gotovine. Na taj način monetarni sustav uravnotežuje agregatnu potražnju, opću razinu cijena i realnu vrijednost dohotka. Za iznos povećanja štednje u novčanom obliku smanjuje se štednja u drugim oblicima. Zato aktivnost monetarnog sustava kod prijenosa štednje (formirane u obliku novca) emisijskim kreditom, ne znači njezino dodatno povećanje, već aktiviranje postojeće štednje koja bi se bez aktivnosti monetarnog sustava izgubila. Gubitak štednje u obliku novca značio bi smanjenje proizvodnje i povećanje kamatnih stopa. Krajnji rezultat bila bi nepovoljna kretanja promjena imovinske bilance poduzeća.

Monetarni je sustav neutralan, ako emisijskim kreditima omogućuje normalno odvijanje reprodukcije.¹⁰ Nasuprot tome, aktivna uloga monetarnog sustava vodi promjeni opće razine cijena, što deprecira dio dohotka koji se formira u obliku financijske štednje. Otud bježanje od financijske štednje i okretanje samofinanciranju poduzeća kojim se smanjuje mobilnost financijske štednje. Dakle, aktivna je uloga monetarnog sustava karakteristična za gospodarstva u kojima ne postoje razvijen financijski mehanizam i financijsko tržište, pa je kao tehnički mehanizam mobilnosti i koncentracije odabran monetarni sustav. U tom je pogledu u hrvatskim prilikama prilično širok prostor djelovanja monetarnog sustava na imovinsku bilancu poduzeća. Taj je utjecaj prvenstveno negativan, kako na strani aktive, tako i na strani pasive. Promatrano sa stajališta ukupne bilance, utjecaj monetarnog sustava vodi stalnoj eroziji vjerovnika u prilikama retrospektivnog pogleda na realnu aktivu. Tako koncipiran financijski aspekt bilance imovine poduzeća neprikladan je tržišnom poslovanju, koje zahtijeva perspektivan pristup vrednovanju imovine.

Privatizacija i likvidnost promatrano kroz monetarni sustav

Već smo u prijašnjim raspravama o problemima privatizacije na hrvatski način ustvrdili da pretvorba ima kroz različita financijska čudaštva mikro- i makroekonomske posljedice.¹¹ Tako, pretvaranjem tekuće aktive poduzeća u "štednju" upla-

⁹ Intervencija centralne banke kod prijenosa financijskih suficita (npr. u vidu obveznih rezervi na štednju), znači neekonomsku preraspodjelu financijske štednje u gospodarstvu, a to ima dalje negativne efekte.

¹⁰ Ključ neutralnosti monetarnog sustava pojedini ekonomisti u bivšoj Jugoslaviji pronašli su u monetizaciji robnih mjenica. U tom pogledu Benedixovo shvaćanje stvaranja i uloge novca u gospodarstvu našlo je praktičnu primjenu u tadašnjim tzv. tržišno-planskim financijama.

¹¹ Vidi: Božina, L.: "Financijski vidik privatizacije Republiki Hrvatski", Bančni vestnik, št. 11, 1994., Božina, L.: "Financijski aspekt privatizacije na hrvatski način", Ekonomski pregled, br. 11-12, 1993.

tama upisanih dionica zaposlenih sa žiroračuna poduzeća, s jedne strane, nastaju iluzije o štednji kao makroekonomskom agregatu, i s druge strane, širi se nelikvidnost u poduzećima. U prvom se slučaju radi o financijskom dezauriranju poduzeća i novom modelu uvođenja planskog usklađivanja investicija i štednje, pri čemu nastaje nelikvidnost kao produkt tipičan za plansko - tržišnu ekonomiju.

Nelikvidnost i centralizacija štednje uplatom dionica proizvodi u ekonomskom i političkom pogledu sukob regija i centralnih vlasti. Takvi su sukobi u javnosti uzeti kao sukobi koncepta decentralizacije i centralizacije. U sektoru privrede sukobi su praćeni nestajanjem dva tipa privrednih jedinica. Na razini regija, regionalne političke vlasti u različite upravne i nadzorne odbore imenuju svoje regionalne političare, stvarajući tako tipično okruženje za "kolhoz". Centralne vlasti u svojim poduzećima na razini države u upravne i nadzorne odbore imenuju "centralne" političare, a u upravne i nadzorne odbore regionalnih poduzeća u ime fondova imenuju lokalne političare odane centralnoj vlasti, čime nastaje okruženje tipično za "sovhoz". Takvo okruženje kolhozno-sovhozne ekonomije u potpunosti je suprotno potrebama suvremene tržišne ekonomije u koju bi hrvatska privreda morala biti uključena.

Prateći povezanost navedenih oblika upravljanja, lako dolazimo do banaka i političkih elita koje se međusobno susreću na vrhu piramide novčanog sustava. Banke su fiktivnim napuhavanjem pogrešnih ulaganja u poduzećima već došle do nekoliko puta većih iznosa u upravljačkim dionicama nego što su bili "grešni" krediti. Bilance banaka najbolje su ogledalo kamo vode takve deformacije.¹² Veliki je dio aktive banaka zaleđen u fiktivnim pozicijama različitih obveznica, dionica poduzeća i realne imovine poduzeća. Nabrojani oblici u aktivni napuhali su, ne samo bilancu banaka, već i bilancu poduzeća, jer je aktiva banaka vezana uz pasivu poduzeća. U interesnoj povezanosti kamatna stopa nije produkt tržišnih prilika, pa deformira profitne izgleda poduzeća u odnosu na marginalnu i opću profitabilnost. Financijski gledano, podešenost (gearing) u bilancama poduzeća i banaka nema nikakve praktične vrijednosti za definiranje izbora načina financiranja promjena imovinske bilance. Radi se o tipičnom plansko-tržišnom modelu ekonomije zatvorenom prema priljevu kapitala, kako rezidenata tako i nerezidenata. Tako je stvoren model privatizacije kojem u potpunosti odgovara pojam "pretvorba" u kojoj je isključen priljev kapitala u poduzeća. Izostanak priljeva kapitala u poduzeća i financijski kolaps poduzeća i banaka pokušava se riješiti emisijom državnih obveznica i kreditiranjem. Nerazvijeno je financijsko okruženje već u bivšim komunističkim državama pokazalo kamo vodi zaduživanje u inozemstvu uz nepromijenjeno ekonomsko ponašanje u gospodarstvu. Mala gospodarstva, uz ostale neprilike, bilježe i problem kontrole bujanja novčane emisije, izazvane inozemnim zaduživanjem.¹³

¹² Političari su uvjereni da će kroz kontrolu banaka, različitih javnih institucija sanirati gospodarske probleme. To su iluzije, koje nažalost ipak nemaju nikakvu sličnost s nastajanjem "kiselog mlijeka od mlijeka".

¹³ Hrvatska kao mala, otvorena zemlja ima tipični problem sa novčanom kontrakcijom. I to nije ništa neobično. Problem valja riješiti sa stajališta struke. I to nije problem. Problem je što neki misle da je dovoljno naglasiti "vanjsku i unutarnju konvertibilnost" i da je time sve riješeno u

Hrvatska poduzeća strukturirana kao kolhozi i sovhozi imaju bitnu zajedničku odrednicu: financijski su neutemeljena i imaju stalan proces dezinvestiranja. Isto je tako dio potraživanja i obveza pretvoren u upravljačke dionice zadržao naslijeđeni upravljački kadar i njihove navike. Upravljanje poduzećima i bankama, zasnovano na spomenutim odnosima u imovinskim bilancama, glavna je prepreka za stvaranje poduzetničke inicijative i za otvaranje poduzeća prema priljevu kapitala.

Banke se sa svojim financijskim oblicima pojavljuju u ponudi i potražnji na tržištu novca i na tržištu kapitala, sa vlasničkim i dužničkim vrijednosnim papirima. S motrišta financijskog posredovanja u imovinskim bilancama banaka zanimljiva su dva aspekta: aspekt tokova i aspekt stanja. Kod prvoga se radi o bankama kao posrednicima u mobilnosti štednje, pri čemu one prikupljaju i/ili nude različite financijske oblike. Time banke vidno djeluju na kvalitetu financijskih oblika na financijskome tržištu. Makroekonomski gledano, efekt je disperzije financijskih oblika veći opseg štednje, veći su ekonomski efekti njezine alokacije uz niže troškove financijskog posredovanja. Kod drugog se aspekta radi o tome da banke mogu mijenjati vjerovnike kod svojih dužničkih i vlasničkih vrijednosnih papira, čime se omogućuje kontinuirano vrednovanje izdanih financijskih oblika, odnosno redistribucija stanja imovine u financijskim oblicima. Redistribucijom financijskih oblika oslobađa se likvidna imovina prikladna za investiranje u druge financijske oblike novih poduzeća. Sa stajališta banaka takve promjene u mobilnosti financijske imovine sprečavaju nastanak "zaleđenih" financijskih oblika. Hrvatske su banke i o tom aspektu nagomilale u pretvorbi financijske oblike, koji su dodatno "zaleđili" njihovu aktivu a time i poslovnu politiku. Da bi se banke oslobodile nakupljenih deformacija u imovinskim bilancama, potrebno je bez "pretvorbe" očistiti bilance. Za čišćenje portfelja banaka potrebno je pripremiti analizu stanja bankarskog sustava i viziju budućeg monetarnog sustava s osnovnim odrednicama odnosa na liniji poduzeća - banke - centralna banka. Isto tako vizija budućnosti mora definirati okruženje transformacije portfelja u bilanci banaka. Pretvorbom je stvoreno nakaradno okruženje s velikim rizičnim izgledima, što je osnovica visokog nepovjerenja u financijskim transakcijama. Kredit je postao privilegija interesnih grupa, pa kao takav deformira financijsko tržište, a preko njega i robno tržište.

Slojevitost nakupljenih problema traži jasnu koncepciju vizije banaka u gospodarstvu, a taj će proces teći dugo, s jedne strane zato, što takve banke ne prihvaćaju kadrove iz državnih banaka, i sa druge strane, zato što vlasnici pažljivo disperziraju imovinski portfelj. Istraživanja provedena o tome pokazuju da se pojedine hrvatske privatne banke ne razlikuju od banaka u tržišnom okruženju.¹⁴ Te se banke, brinući se o svom portfelju, zapravo brinu o poduzećima, a to nije slučaj kod većine državnih banaka u hrvatskim prilikama.

monetarnom sustavu. A tek tada smo zapravo ušli u zablude, jer hrvatska je kuna minorna valuta, a njezino valutno područje jedva seže preko nacionalnih granica, i kao takva, ona nema nikakav utjecaj na međunarodne financijske tokove.

¹⁴ Stanje u bankama nije moguće popraviti priljevom kapitala, odnosno dokapitalizacijom, već se to mora učiniti promjenom načina ponašanja upravljačkih struktura i promjenom načina odabira tih struktura.

Zaključna razmatranja

Naša je namjera bila povezati imovinsku bilancu poduzeća i bilance monetarnog sustava, da bismo došli do odnosa bilance centralne banke, poslovne banke i poduzeća i njihove povezanosti s problemom likvidnosti. Pokazalo se da monetarni sustav ima različite utjecaje na procese financiranja gospodarstva, pa u toj mjeri može biti veliki izvor nelikvidnosti gospodarstva. Hrvatske su prilike takve da postoje unutarnje deformacije prouzročene prvenstveno institucionalnim rješenjima financiranja promjene imovinske bilance u tijeku procesa privatizacije.

Rasprava je pokazala da je proces privatizacije deformirao ulogu monetarnog sustava, pri čemu su nastale brojne financijske deformacije u bilancama banaka i poduzeća. Dio njih iznijeli smo u raspravi. Budući da su banke kao dio monetarnog sustava svojim kreditno-depozitnim umjesto depozitno-kreditnim mehanizmom deformirale ulogu financijskog tržišta njihova je budućnost postala "tamnija", ali je takva postala i budućnost njihovih upravljačkih struktura, koje su disperzirale portfelj različitim financijskim oblicima, neprimjerenima normalnom bankarskom poslovanju. Sudbina banaka upletena je u stvaranje "kvaziimovinske elite", pa će proces transformacije banaka morati povratno proći kroz rušenje većeg dijela te elite, ali i dijela političke elite. Iskustva kažu da se od povijesti novca može naučiti dosta, ali je praksa otkrila da su rijetki strpljivi učenici. Hrvatska je "pretvorba" pokazala da ono što je stvarano desetljećima nije moguće srušiti odjednom. Tržno-planski sustav upravo je takav. Nastajao je desetljećima, stvarajući okruženje u kojem su ljudi zadovoljavali svoje osnovne životne potrebe, a utjecaj je politike trajno prisutan u poduzećima i bankama. Danas, nakon gotovo deset godina iskustva, ipak postoje dobra i loša iskustva. Monetarni je sustav suviše osjetljiv na loša iskustva i kao takav za svoje normalno funkcioniranje traži da se političari udalje od upravljanja poduzećima, bankama, fondovima, ali i da se posebno udalje od problema specijalističkih znanja, kao što su problemi prakticiranja monetarne politike. Uostalom, nema razvitka demokracije bez razvijenih financija, a razvijene financije podrazumijevaju razvijenu ulogu monetarnog sustava, koja opet ne poznaje problem nelikvidnosti.

LITERATURA:

1. *Babić, M.*: "Makroekonomija", Zagreb, Mate d.o.o., 2000.
2. *Božina, L.*: "Problemi stope obveznih rezervi u hrvatskom novčanom sustavu", Zagreb, Slobodno poduzetništvo, br. 11, 1994.
3. *Božina, L.*: "Monetarna politika i likvidnost hrvatskog gospodarstva", Zagreb, Ekonomski pregled, br. 9, 1999.
4. *Božina, L.*: "Obvezne rezerve i emisija novca", Gospodarstvo Istre br. 1-2, 1994.
5. *Božina, L.*: "Finančini vidik privatizacije u Republici Hrvatski", Bančni vestnik št. 11, 1994.

6. *Božina, L.*: "Financijski aspekt privatizacije na hrvatski način", *Ekonomski pregled*, br. 11-12, 1993.
7. *Edmister, R. O.*: "Financial Institutions", *Markets and Management*, New York; McGraw-Hill, 1986.
8. *Goodhart, R.*: "Money, Information and Uncertainty", London, Macmillan, 1975.
9. *Goldsmith, R. W.*: "Financial Structure and Development", New Haven, Yale University Press, 1986.
10. *Perišin, I. - Šokman, A.*: "Monetarno-kreditna politika", Zagreb, Informator, 1992.
11. *Pierce, D. G. and Tysome, P. J.*: "Monetary Economics - Theories, Evidence and Policy", London, Butterworth and Co., 1985.
12. *Zadravec, F.*: "Problemi suvremenog novca", Zagreb, Naprijed, 1960

FINANCIAL STRUCTURE OF MONETARY INSTITUTIONS AND LIQUIDITY OF ECONOMY

Summary

The author's researches show that Croatian monetary system has internal distortions which are the consequence of institutional solution of financing the changes of property balance during the process of privatization. Such distortions are permanent obstacle to development of financial market and dispersion of financial forms, as the basis for reduction of money role on one side, and actualization of role of non-money forms in financing economy on the other side. From this point of view it justly imposes the statement about the big influence of monetary system upon existing Croatian circumstances as regards illiquidity of economy.

In regard to weak dispersion and confidence in non-money financial forms, development of illiquidity solution should be further directed to temporary actualization of those solutions which necessarily lead through channels of monetary system. In this connection inflation is not necessity, as it is not necessity the change of exchange rate and extremity as regards monetary sovereignty. After all it is known in monetary practicing, that there is bad money and big monetary sovereignty or good money and small monetary sovereignty. Unfortunately, what money we have depends less upon the issue money of central bank and more upon balances of commercial banks as the part of monetary system. Thus, discussion in this paper is oriented in this direction.