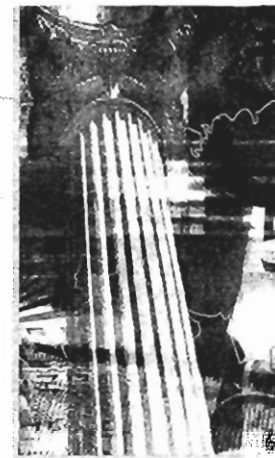


Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta

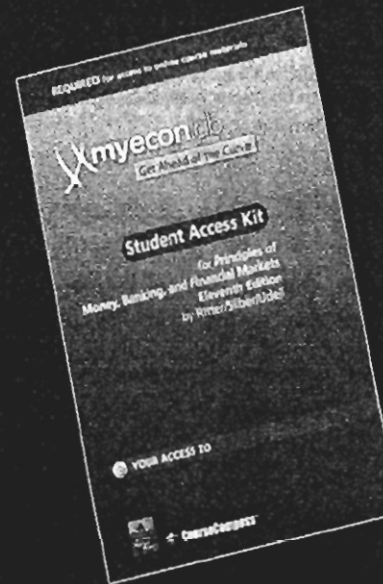




Great news!

MyEconLab can help you improve your grades!

With your purchase of a new copy of this textbook, you received a Student Access Kit for MyEconLab for Ritter/Silber/Udell. Your Student Access Kit looks like this:



DON'T THROW IT AWAY!

If you did not purchase a new textbook or cannot locate the Student Access Kit and would like to access the resources in MyEconLab for Ritter/Silber/Udell, you may purchase a subscription online with a major credit card at www.myeconlab.com/ritter.

What is **MyEconLab** and how will it help you? **MyEconLab** is an extensive online learning environment with a variety of tools to help raise your test score and increase your understanding of economics. **MyEconLab** includes the following resources:

- **eText:** An online version of the textbook with animations of key figures
- **Interactive Quizzes:** With feedback and hotlinks to the eText
- **MathXL for Economics:** A basic math-skills tutorial
- **Research Navigator:** A one-stop resource for college research assignments
- **eThemes of the Times:** Thematically related articles from *The New York Times* accompanied by critical-thinking questions
- **Tutor Center:** Phone, fax, and mail access to live tutors, five days per week

To activate your prepaid subscription:

1. Locate the **MyEconLab** Student Access Kit that came bundled with your textbook.
2. Ask your instructor for your **MyEconLab** course ID.*
3. Go to www.myeconlab.com/ritter. Follow the instructions on the screen and use the access code in your **MyEconLab** Student Access Kit to register as a new user.

* If your instructor does not provide you with a Course ID, you can still access most of the online resources listed above. Go to www.myeconlab.com/ritter to register.

Editor in Chief: **Denise Clinton**
Acquisitions Editor: **Adrienne D'Ambrosio**
Senior Developmental Editor: **Rebecca Ferris-Carusio**
Senior Production Supervisor: **Nancy Fenton**
Marketing Manager: **Deb Meredith**
Supplements Production Coordinator: **Diana Theriault**
Senior Design Manager: **Regina Hagen Kolenda**
Text and Cover Design: **Susan Raymond**
Senior Manufacturing Buyer: **Hugh Crawford**
Rights and Permissions Advisor: **Dana Weightman**
Senior Media Producer: **Melissa Honig**
Cover Imagery © PhotoDisc

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without the prior written permission of the publisher.

For information on obtaining permission for the use of material from this work, please submit a written request to Pearson Education, Inc., Rights and Contracts Department, 75 Arlington Street, Suite 300, Boston, MA 02116 or fax your request to (617) 848-7047.

Printed in the United States of America.

Library of Congress Cataloging-in-Publication Data

Ritter, Lawrence S.

Principles of money, banking, and financial markets / Lawrence S. Ritter, William L. Silber, Gregory F. Udell. — 11th ed.

p. cm. — (The Addison-Wesley series in economics)

Includes index.

ISBN 0-201-77035-0

1. Money. 2. Banks and banking. 3. Finance. I. Silber, William L. II. Udell, Gregory F., 1946–
III. Title. IV. Series.

HG221.R536 2004

332—dc22

2003062659

Copyright © 1974 by Basic Books, Inc.

Copyright © 1977, 1980, 1983, 1986, 1989, 1991, 1993, 1997, 2000, 2004 by Lawrence S. Ritter, William L. Silber and Gregory F. Udell

ISBN 0-201-77035-0

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10—QWT—07 06 05 04 03

*For Talia, Leora, Danielle, Joseph
Joshua, Jacob, Jack and Evan*

For Melissa, Luke and Tara

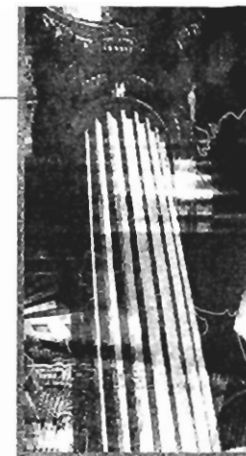
And for Betty, Clare, Ashley, Ryan and Jill

With love

“... budi pažljiv u podučavanju, jer greška u podučavanju izrasta u namerni greh.”

The Mishnah, Pirkei Avot, 4

KRATAK SADRŽAJ



SADRŽAJ XIII

PREDGOVOR XXXI

ZAHVALNOST XXXVI

O AUTORIMA XXXIX

DEO I Osnovni pojmovi 1

- POGLAVLJE 1 Uvod u novac, bankarstvo i finansijska tržišta 3
- POGLAVLJE 2 Uloga novca u makroekonomiji 13
- POGLAVLJE 3 Finansijski instrumenti, tržišta i institucije 33

DEO II Finansijski instrumenti i tržišta 53

- POGLAVLJE 4 Merenje i ponašanje kamatnih stopa 55
- POGLAVLJE 5 Rizik i ročna struktura kamatnih stopa 81
- POGLAVLJE 6 Struktura i funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti 101
- POGLAVLJE 7 Utvrđivanje cene rizične finansijske aktive 117
- POGLAVLJE 8 Tržišta novca i kapitala 131
- POGLAVLJE 9 Demistifikovanje derivata 163
- POGLAVLJE 10 Razumevanje stranih valuta 185

DEO III Banke i drugi posrednici 207

- POGLAVLJE 11 Priroda finansijskog posredništva 209
- POGLAVLJE 12 Depozitne finansijske institucije 233

POGLAVLJE 13 Nedepozitne finansijske institucije 263

DEO IV Arhitektura finansijskog sistema 279

POGLAVLJE 14 Razumevanje finansijskih ugovora 281

POGLAVLJE 15 Regulisanje tržišta i institucija 307

POGLAVLJE 16 Kreiranje finansijskog sistema 331

DEO V Umetnost centralnog bankarstva 355

POGLAVLJE 17 Ko je ovde glavni? 357

POGLAVLJE 18 Rezerve banaka i novčana masa 369

POGLAVLJE 19 Instrumenti centralnog bankarstva 395

POGLAVLJE 20 Razumevanje kretanja rezervi banaka 413

POGLAVLJE 21 Strategija monetarne politike 435

DEO VI Monetarna teorija 449

POGLAVLJE 22 Klasični osnovi 451

POGLAVLJE 23 Kejnzijanski okvir 475

POGLAVLJE 24 Svet ISLM 507

POGLAVLJE 25 Novac i ekonomska stabilnost u ISLM svetu 543

POGLAVLJE 26 Uticaj ukupne ponude i tražnje na novčanu i ekonomsku stabilnost 559

POGLAVLJE 27 Racionalna očekivanja: teorija i implikacije za politiku 581

POGLAVLJE 28 Empirijski dokaz o efektivnosti monetarne politike 593

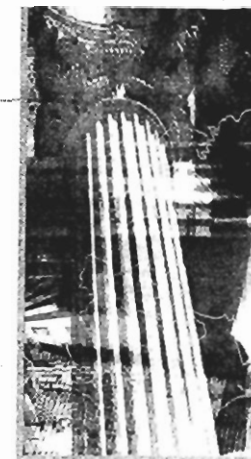
DEO VII Veliko finale 607

POGLAVLJE 29 Povezati sve u celinu 609

REČNIK POJMOVA 625

INDEX 651

SADRŽAJ



Predgovor XXXI

Zahvalnost XXXVI

O autorima XXXIX

DEO I Osnovni pojmovi 1

POGLAVLJE 1 Uvod u novac, bankarstvo i finansijska tržišta 3

Osvrt 4

Zašto proučavati novac, bankarstvo i finansijska tržišta? 5

Karijera u bankarstvu i na finansijskim tržištima 5

Osvrt 6

Specifične mogućnosti 7

TRGOVINA 8

PRODAJA 9

FINANSIJSKI EKONOMISTA 9

ANALIZA FIKSNOG PRIHODA 10

KREDITNI REFERENT 10

REVIZOR BANKE 11

Ključni termini 11

Media 12

POGLAVLJE 2 Uloga novca u makroekonomiji 13

Uvod u novac 14

Hod po žici: Uvođenje evra 14

- Ko utvrđuje novčanu masu?* 17
- Značaj novca I: novac umesto bartera* 18
- Značaj novca II: finansijske institucije i tržišta* 20

- Novac, ekonomija i inflacija 21
 - Rezerve banaka i novčana masa* 22
 - Kolika treba da bude novčana masa?* 23
 - Velocitet: nedostajuća karika* 25
 - Novac i inflacija* 26
- Hod po žici: Da li će papirni novac ikada nestati? 28
- Rezime 29
- Ključni termini 30
- Pitanja 30
- Media 31

POGLAVLJE 3 **Finansijski instrumenti, tržišta i institucije** 33

- Tok sredstava 33
- Finansijski instrumenti i tržišta 35
 - Obveznice predstavljaju zaduživanje* 36
 - Akcije predstavljaju vlasništvo* 37
 - Hipoteke na nekretnine* 38
 - Derivati: opcije i fjučersi* 40
 - Novčano tržište i tržište kapitala: Rezime* 41
- Finansijski posrednici: svrha i profil 43
 - Uloga finansijskih posrednika* 44
 - Profil finansijskih posrednika* 46
- Rezime 49
- Ključni termini 50
- Pitanja 51
- Media 51

DEO II **Finansijski instrumenti i tržišta** 53

- POGLAVLJE 4 **Merenje i ponašanje kamatnih stopa** 55
 - Obračunavanje kamatnih stopa 55

- Obična kamata* 55
- Složena kamata* 56
- Kuponska kamatna stopa na obveznice* 58
- Tekući prinos* 58
- Prinos do dospeća* 58

Nezvanično: Milion dolara na lutriji: slučaj obmanjujuće reklame? 61

Obveznice sa zero kuponom 61

Finansijske novosti: Kotacije na tržištu državnih obveznica 62

Obrnut odnos između prinosa i cena obveznica 64

Zašto su dugoročne obveznice rizičnije od kratkoročnih obveznica 65

Nominalne prema realnim kamatnim stopama 66

Prihod prema prinosu do dospeća 67

Šta određuje nivo kamatnih stopa? 68

Ponuda i tražnja određuju kamatnu stopu 68

Zašto kamatne stope fluktuiraju? 71

Iza ponude i tražnje 73

Značaj inflatornih očekivanja 74

Novosti: Zabrinutost Greenspana da će deficit budžeta povećati kamatne stope 74

Ciklični i dugoročni trendovi kamatnih stopa 75

Rezime 77

Ključni termini 78

Pitanja 78

Media 79

POGLAVLJE 5 **Rizik i ročna struktura kamatnih stopa** 81

Ročna struktura stopa i kriva prinosa 81

PONUDA I TRAŽNJA 82

PRISTUP ČISTIH OČEKIVANJA 83

MODIFIKACIJA PREMIJE LIKVIDNOSTI 84

PRISTUP PREFERIRANOM HABITATU 85

REALNE OPSERVACIJE 86

Hod po žici: Da li je oblik krive prinosa kristalna kugla? 89

Osrt na utrživost 89

Rizik i poreska struktura stopa 90

Rezime 93

Ključni termini 94

Pitanja 94

Media 95

Prilog: Volatilitnost cena obveznica: duracija prema roku
dospeća 97

Ključni termini 100

POGLAVLJE 6 Struktura i funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti 101

Vrsta i funkcija tržišta hartija od vrednosti 101

AUKCIJSKO TRŽIŠTE 102

BROKERSKO TRŽIŠTE 102

DILERSKO TRŽIŠTE 103

Primarna u odnosu na sekundarna tržišta 103

Efikasnost trgovine na sekundarnom tržištu 106

Novosti: Trgovina posle radnog vremena izlaže investitore
volatilnim cenama i višim spreadovima 111

Hod po žici: Kompiuter će prevladati 112

Efikasna tržišta kapitala i regulativa 112

Novosti: Elektronske trgovinske mreže očekuju big board 113

Rezime 114

Ključni termini 115

Pitanja 116

Media 116

POGLAVLJE 7 Utvrđivanje cene rizične finansijske aktive 117

Svet izvesnosti 119

Posledice neizvesnosti i averzija prema riziku 119

Jedna usputna opaska o merenju rizika 121

Principi diversifikacije 122

Novosti: Bivši radnici Lucenta gledaju kako iščezavaju i jaja iz
gnezda 124

Premije za rizik po rizičnim hartijama od vrednosti 125

Hod po žici: Kupite Indeksni Fond 127

Rezime 127

Ključni termini 128

Pitanja 128

Media 129

POGLAVLJE 8 Tržišta novca i kapitala 131

Tržište državnih obveznica 131

Vrste hartija od vrednosti i investitori 132

Kako funkcionise tržište 134

Zapisi Trezora: Aukcije i prinosi 135

Ugovori o reotkupu 138

Bankarske hartije od vrednosti: CD i evrodolari 139

Korporacijske hartije od vrednosti 141

Korporacijske obveznice 141

Hod po žici: Džank obveznice su dobre 143

Finansijske novosti: Kotacije korporacijskih obveznica 144

Komercijalni papir 145

Municipalne hartije od vrednosti 146

Novosti: Obveznice generalne obaveze mogu imati viši prinos
od prihodovnih obveznica 148

Hipotekarne hartije od vrednosti 149

Tržište akcijama 150

Struktura akcijskog tržišta 150

Finansijske novosti: Kotacija cena na tržištu akcija 152

Šta određuje da cene akcija rastu ili padaju? 152

Nezvanično: Dow Jones prema S&P 500 154

Novac i cene akcija 155

Hod po žici: Dow 36.000 prema iracionalnom entuzijazmu 156

Rezime 159

Ključni pojmovi 160

Pitanja 161

Media 161

POGLAVLJE 9 Demistifikovanje derivata 163

Opšti pregled finansijskih fjučersa 163

Novosti: Kongres ponovo pokušava da malo pritegne
derivate 164

Korišćenje finansijskih fjučers ugovora 167

Finansijske novosti: Kotacije finansijskih fjučersa 168

Određivanje cena finansijskih fjučers ugovora 169

Pregled opcionih ugovora 171

Korišćenje i vrednovanje opcija 173

Finansijske novosti: Kotacija opcija 173

Šta određuje opcione premije? 176

Hod po žici: Ne krivite derivate 177

Opšti pregled Svopova 178

Čemu svop? 180

Određivanje vrednosti svopa 181

Rezime 183

Ključni pojmovi 183

Pitanja 184

Media 184

POGLAVLJE 10 Razumevanje stranih valuta 185

Šta određuje kurs stranih valuta? 185

Finansijske novosti: Kotacije stranih valuta 186

Zašto devizni kursevi fluktuiraju? 190

Novosti: Susedi dolara osećaju nelagodnost 195

*Kako globalni investitori dovode do volatilnosti deviznih
kurseva* 195

Fiksni u odnosu na plivajuće devizne kurseve 199

Na koji način funkcionišu fiksni kursevi? 200

Novosti: Argentina prekida vezanost pezosa za dolare,
spremajuci se za devalvaciju i još teža vremena 201

Međunarodne finansijske krize 203

Rezime 204

Ključni pojmovi 205

Pitanja 205

Media 206

DEO III

Banke i drugi posrednici 207

POGLAVLJE 11 Priroda finansijskog posredništva 209

Ekonomija finansijskog posredništva 209

Evolucija finansijskih posrednika u Sjedinjenim Američkim
Državama 214

Nestabilno kretanje kamatnih stopa 216

SIGURNOSNO ČEBE REGULATION Q 217

RAĐANJE UZAJAMNOG FONDA NOVČANOG TRŽIŠTA 217

KRIZA ŠTEDNJE I KREDITA 218

USPON KOMERCIJALNOG PAPIRA 221

Institucionalizacija finansijskih tržišta 222

Transformacija tradicionalnog bankarstva 223

Finansijski posrednici: aktiva, pasiva i menadžment 225

Novosti: Kongres usvojio opšti Zakon koji ublažava zakone o
bankama 226

Rezime 229

Ključni pojmovi 230

Pitanja 231

Media 231

POGLAVLJE 12 Depozitne finansijske institucije 233

Osnove upravljanja bankama 233

Upotreba bankarskih sredstava 234

Izvori bankarskih sredstava 236

Profitabilnost banke 239

Bankarski rizik 242

RIZIK LEVERIDŽA 242

KREDITNI RIZIK 243

RIZIK KAMATNE STOPE 244

Novosti: Gledišta: Banke srednje veličine naročito su ranjive na promene kamatne stope 245

TRGOVAČKI RIZIK 246

RIZIK LIKVIDNOSTI 246

Glavni trendovi u upravljanju bankama 247

Konsolidacije unutar bankarske industrije 247

McFADDENOV ZAKON 247

EROZIJA McFADDENA 247

MERENJE KONSOLIDACIJE 249

EKONOMIČNOST I KONSOLIDACIJE 249

Netradicionalno bankarstvo 251

Novosti: Velike banke signaliziraju da se možda spremaju za akvizicije 252

Globalizacija 254

AMERIČKE BANKE U INOSTRANSTVU 254

STRANE BANKE U SAD 254

EVROTRŽIŠTA 255

Nebankarske depozitne institucije - štedionice 258

Rezime 259

Ključni pojmovi 259

Pitanja 260

Media 261

POGLAVLJE 13 Nedepozitne finansijske institucije 263

Društva za osiguranje života 263

Penzioni fondovi 265

Društva za osiguranje imovine i lica 268

Novosti: Mnoge kompanije se bore da ne dođe do smanjenja sredstava u penzionim fondovima 268

Uzajamni fondovi 269

Finansijske kompanije 271

Brokeri hartija od vrednosti, dileri i investicione banke 272

Novosti: Investicione banke i nekorektna analiza investicija: da li su investitori morali da znaju više? 272

Fondovi venčer kapitala, fondovi mezanin duga i hedž fondovi 274

Banke u odnosu na nedepozitne institucije 275

Rezime 276

Ključni termini 277

Pitanja 277

Media 278

DEO IV Arhitektura finansijskog sistema 279

POGLAVLJE 14 Razumevanje finansijskih ugovora 281

Kako firma pribavlja finansijska sredstva 282

Finansiranje malih firmi 282

Finansiranje srednjih firmi 287

Finansiranje velikih firmi 290

Ekonomija finansijskog ugovaranja 293

Novosti: Uspon i pad Michaela Saylora 295

Asimetrične informacije i finansijski ugovori 296

Ugovaranje i kontinuum firmi 299

Potrošački krediti, finansijski ugovori i sekjuritizacija 302

Rezime 304

Ključni termini 305

Pitanja 305

Media 306

POGLAVLJE 15 Regulisanje tržišta i institucija 307

Regulisanje finansijskih tržišta u Sjedinjenim Državama 309

Regulisanje primarnih tržišta 309

Regulisanje sekundarnih tržišta 310

Regulisanje komercijalnih banaka u Sjedinjenim Državama 311

Nezvanično: Insajdersko trgovanje: Efikasnost naspram pravičnosti 311

Struktura bankarskih regulatora SAD 312

Propisi za zaštitu individualnih deponenata i stabilnost finansijskog sistema 314

OSIGURANJE DEPOZITA 314

MORALNI HAZARD I OSIGURANJE DEPOZITA 316

ZAHTJEVI ZA KAPITALOM ZASNOVANI NA RIZIKU 318

PROMPTNI KOREKTIVNI POSTUPAK 320

PREMIJE ZA OSIGURANJE RIZIČNIH DEPOZITA 321

Regulisanje nedepozitnih finansijskih posrednika 324

Gde se sreću regulativa tržišta hartija od vrednosti i banaka:

Glass - Steagall zakon, srušena barijera 325

Poreklo zakona Glass - Steagall 325

Erozija Glass - Steagall zakona 326

Rizik univerzalnog bankarstva 327

Rezime 328

Ključni termini 329

Pitanja 329

Media 330

POGLAVLJE 16 Kreiranje finansijskog sistema 331

Kreiranje informacionog i finansijskog sistema 332

Konflikt između akcionara i kreditora 332

Konflikt između menadžera i akcionara 333

Rešavanje konflikta i kreiranje finansijskog sistema 334

MALE FIRME: KONFLIKT IZMEĐU AKCIONARA I KREDITORA 335

VELIKE FIRME: KONFLIKT IZMEĐU AKCIONARA I KREDITORA 336

VELIKE FIRME: KONFLIKT IZMEĐU MENADŽERA I AKCIONARA 337

Kreiranje finansijskog sistema: Kratak prikaz Nemačke, Japana, Velike Britanije i Sjedinjenih Država 338

Nemačka 338

Novosti: Revolucija u nemačkom bankarstvu 340

Japan 340

Velika Britanija 342

Sjedinjene Države 343

Kreiranje finansijskog sistema i rešavanje konflikta: Nemačka,

Japan, Velika Britanija, Sjedinjene Države 344

Rešavanje konflikta u četiri vodeće države 346

A pobednik je ... 347

Hod po žici: Da li korporacijski skandali znače da je model tržišne orijentacije loš? 348

Kreiranje finansijskog sistema za Istočnu Evropu u druge države u tranziciji 350

Rezime 351

Ključni termini 352

Pitanja 352

Media 353

DEO V

Umetnost centralnog bankarstva 355

POGLAVLJE 17 Ko je ovde glavni? 357

Formalna struktura Sistema federalnih rezervi 358

Realnost moći 361

Problem nezavisnosti Federalnih rezervi 364

Hod po žici: Nezavisnost centralne banke i inflacija: Pouke iz istorije 365

Rezime 366

Ključni termini 366

Pitanja 367

Media 367

POGLAVLJE 18 Rezerve banaka i novčana masa 369

Kliring čekova i naplata 370

Hod po žici: Kako tehnologija utiče na proces plaćanja? 372

Ekspanzija depozita: Jedna banka 374

Ekspanzija depozita: Bankarski sistem 377

Kontrakcija depozita 380

Rezime 382

Ključni termini 382

Pitanja 383

Media 383

Prilog: Kompletan proces kretanja novčane mase 385

Pomeranja između gotovine i tekućih računa 386

Pomeranja između oročenih depozita i tekućih računa 389

Uloga kamatnih stopa 392

Ključni termin 394

POGLAVLJE 19 Instrumenti centralnog bankarstva 395

Obavezna rezerva 395

Eskontovanje i eskontna stopa 397

Hod po žici: Diskontni šalter pomogao je da se umani efekat 11. septembra 2001. godine 399

Eskontna stopa i tržišne kamatne stope 401

Operacije na otvorenom tržištu 403

Nezvanično: Tri ključne kamatne stope 404

Jedan dan na trejding desku 407

Rezime 410

Ključni termini 410

Pitanja 411

Media 411

POGLAVLJE 20 Razumevanje kretanja rezervi banaka 413

Bilans stanja Federalnih rezervi 414

Novčani računi Trezora SAD 422

Jednačina ravnoteže rezervi banaka 423

Novosti: Federalne rezerve, rezerve banaka i strah od Y2K 425

Stavljanje svega u funkciju 425

Fokusiranje na monetarnu bazu 427

Rezime 427

Ključni termini 428

Pitanja 428

Media 428

Prilog: Monetarni efekti finansiranja Trezora 429

POGLAVLJE 21 Strategija monetarne politike 435

Direktiva FOMC-a 436

Strategija Feda 437

Rezerve u odnosu na stopu federalnih sredstava 439

Da li Fed zaista može da kontroliše rezerve? 444

Novosti: Deflacija, nulte kamatne stope, i promena ciljeva 444

Taylorovo pravilo i evidencija Feda 445

Rezime 447

Ključni termini 447

Pitanja 447

Media 448

DEO VI Monetarna teorija 449

POGLAVLJE 22 Klasični osnovi 451

Sayov zakon 451

Klasična teorija kamate 453

Nezvanično: Investicija prema investiciji 455

Kvantitativna teorija novca 456

Kembrički pristup 457

Tražnja za novcem i kvantitativna teorija 459

Ukupna tražnja i ponuda: Rezime 460

Realne kamatne stope u odnosu na nominalne 463

Savremene modifikacije: Monetaristi i neoklasičari 464

Hod po žici: Novčana masa i Velika depresija 465

Rezime 467

Ključni termini 467

Pitanja 468

Media 468

Cirkularni tok trošenja, prihoda i autputa 469

Prilog: Definicije BDP i odnosi 469

Štednja i investicije 470

POGLAVLJE 23 Kejnzijanski okvir 475

Kada štednja nije jednaka sa investicijama 476

Lična potrošnja i prosto utvrđivanje BDP-a 478

Promene BDP-a 481

Autonomne prema indukovanom promenama BDP-a 485

Izvoz i uvoz 485

Država pritiče u pomoć 486

Nezvanično: Tokovi ekonomije 488

Novac i kamatna stopa 490

Monetarna politika 493

Monetarna politika i međunarodna trgovina 496

Transakciona tražnja i monetarna politika 497

Očekivanja i monetarna politika 499

Agregatna ponuda i tražnja 500

Rezime 503

Ključni termini 504

Pitanja 505

Media 505

POGLAVLJE 24 Svet ISLM 507

Novac, kamata i prihod 507

Sve o krivoj LM 510

Monetarna politika i kriva LM 512

Tržište robe 513

Sve o krivoj IS 516

Istovremeno utvrđivanje prihoda i kamate: krive IS i LM zajedno 520

Monetarna i fiskalna politika 522

Monetarna politika 522

Fiskalna politika 524

Kejnz i klasični ekonomisti 527

Kada će se ostvariti puna zaposlenost? 529

Hod po žici: ISLM analiza živi 531

ISLM i ukupna tražnja 534

Rezime 536

Ključni termini 536

Pitanja 537

Media 537

Prilog: Prosta algebra određivanja prihoda 538

Model 538

Funkcije IS i LM 539

Ravnotežni prihod i kamata 539

Efekti multiplikatora na prihod i kamatnu stopu 539

Implikacije za politiku 540

POGLAVLJE 25 Novac i ekonomska stabilnost u ISLM svetu 543

Monetarna politika, fiskalna politika i istiskivanje 543

Da li je privatni sektor po sebi stabilan? 549

Fleksibilne cene, prirodna kamatna stopa i realno istiskivanje 551

Rezime 553

KLJUČNI TERMIN 554

Pitanja 554

Media 554

Prilog: Kamatne stope prema novčanoj masi u uslovima neizvesnosti 555

POGLAVLJE 26 Uticaj ukupne ponude i tražnje na novčanu i ekonomsku stabilnost 559

Da li je privatni sektor po sebi stabilan? 560

Monetarna politika, fiskalna politika i istiskivanje 564

Hod po žici: Da li su bankarski krediti važni? 566

Inflacija, novac i Phillipsova kriva 567

Inflacija i kamatne stope 570

Da li robot treba da zameni Federalne rezerve? 573

Rezime 577

Ključni termini 578

Pitanja 578

Media 579

POGLAVLJE 27 Racionalna očekivanja: teorija i implikacije za politiku 581

Kada su očekivanja racionalna? 582

Anticipirana u odnosu na neanticipiranu monetarnu politiku 582

Nezvanično: Primena racionalnih očekivanja na tržištima hartija od vrednosti 583

Implikacije za stabilizacionu politiku 585

Inflacija, Philipsova kriva i kredibilitet 586

Kamatne stope i anticipirana monetarna politika 589

Rezime 590

Ključni termini 591

Pitanja 591

Media 591

POGLAVLJE 28 Empirijski dokaz o efektivnosti monetarne politike 593

Živeti sa velocitetom 594

Tražnja za novcem 596

Kompiuterska simulacija i vremenska kašnjenja 597

Hod po žici: Gde se krije sav taj novac? 598

Uticaj monetarne politike na BDP 600

Fiskalna politika i istiskivanje 601

Uticaj novca na kamatne stope 602

Poslovne investicije 603

Stambena izgradnja 604

Potrošnja građana 604

Rezime 605

Ključni termini 605

Pitanja 606

Media 606

DEO VII

Veliko finale 607

POGLAVLJE 29 Povezati sve u celinu 609

Ekonomski indikatori 610

Izveštaj o zaposlenosti 613

Novosti: Čitanje indikatora: Da li zaposlenost raste ili pada? 613

Nova stambena gradnja i građevinske dozvole 615

Kupovni indeks menadžera 615

Indeks vodećih ekonomskih indikatora 616

Valorizovanje, FED i reakcija tržišta 616

Dobre vesti u odnosu na loše vesti: uloga očekivanja 617

Valorizovanje akcija i obveznica - osvežavanje 617

Novosti: Akcije drže vrednost postignutu u velikom rastu - Obveznice Trezora se ponovo povlače 618

Povezati sve 620

Rezime 621

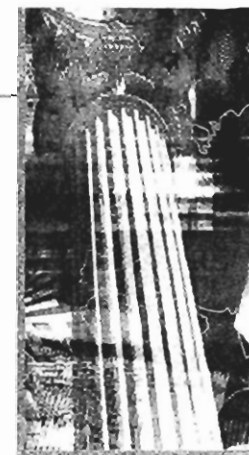
Ključni termini 622

Pitanja 622

Media 623

REČNIK POJMOVA 625

INDEX 651



Nikada oblast novca, bankarstva i finansijskih tržišta nije bila tako uzbuđljiva. Finansijske inovacije, deregulacija i geopolitičke konsideracije prouzrokovale su široke promene na međunarodnoj finansijskoj sceni. Po svojoj suštini, to je pitanje velikog formata: istraživanje institucija i tržišta koja definišu globalni finansijski sistem i kako kreiranje ekonomske politike utiče na ove institucije i tržišta. Osnovna svrha *Principa novca, bankarstva i finansijskih tržišta* je da se studentima približe sofisticirani koncepti kao što su formiranje cena aktive, finansijski ugovori i racionalna očekivanja. Jedanaesto izdanje nastavlja tradiciju koju čitaoci očekuju - usmerenost na savremene analitičke perspektive koje su prezentirane ležernim konverzacijskim stilom.

Šta je novo u ovom izdanju

Sa svakim novim izdanjem nastojimo da poboljšamo sadržinu udžbenika, ni jedanaesto izdanje nije izuzetak. Svako poglavlje je ažurirano da pruži kompletnu i aktuelnu pokrivenost u vreme objavljivanja. Ovaj proces obuhvata temeljno ažuriranje svih popularnih antrfilea, tabela, skica i slika da bi se uključile najnovije vrednosti. Strukturna promena je što se materija o finansijskim inovacijama iz poglavlja 17 prethodnog izdanja sada provlači kroz celu knjigu. Najveći deo nove materije obuhvata sledeće:

- Antrfile je dodat poglavlju 2 koji razmatra ulogu koju je imao evro tokom perioda uvođenja i ispituje mogućnost da elektronski novac sprečava sposobnost Fedu da sprovodi monetarnu politiku.
- Antrfile u poglavlju 4 povezuje teoretski model kamatnih stopa sa komentarima predsednika Fedu G. A. Greenspana o kamatnim stopama i federalnom deficitu.

- Antrfile u poglavlju 6 bavi se razmatranjem da li će elektronska berza zameniti živa tržišta akcija kao što je NYSE.
- Antrfile razmatra "iracionalni rast" akcija na berzama krajem 1990-tih godina i povezuje to sa formulom za izračunavanje cena akcija u poglavlju 8.

Dodate su sekcije radi prikazivanja aktuelnih dešavanja. Na primer, u Poglavlju 9 govori se o derivatima i o skandalu Enron. Poglavlje 10 sadrži podatke o evru, kao i diskusiju o argentinskom eksperimentu sa fiksnim kursom koji je propao 2002. U poglavlju o finansijskom posredovanju raspravlja se o zakonodavnim promenama u zakonu Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) iz 1999. godine. Poglavlje 15 obuhvata novu regulativu za banke iz Bazela II. Ovo poglavlje takođe obrazlaže regulativu o novim finansijskim holding kompanijama koje su dobile ovlašćenje za rad prema pomenutom zakonu GLBA. Poglavlje 16 povezuje debatu o bankarstvu i tržišno orijentisanim finansijskim sistemima sa azijskom krizom krajem 1990-tih godina i sa nedavnim korporacijskim skandalima u SAD. U poglavlju 19 raspravlja se o promenama procedura kod eskontnog šaltera Fed a iz januara 2003. godine. Poglavlje 21 objašnjava zašto se Fed više ne oslanja na monetarne agregate već se umesto toga usmerava na stopu federalnih sredstava. Nedavni prestanak važenja Humphrey-Hawkins Acta, čini deo ove diskusije. U ovom poglavlju se analizira Taylorovo pravilo i koristi se za ocenu politike Fed a. Poglavlje 29 daje nedavni primer iz 2003. godine o tome kako ekonomski indikatori mogu da daju kontradiktorne signale.

Organizacija

Deo I ukratko nas uvodi u ulogu novca, tržišta i institucija u okviru celokupne ekonomije. Deo II otvara intenzivno ispitivanje finansijskih instrumenata i tržišta, uključujući analizu nivoa i strukture kamatnih stopa (poglavlja 4 i 5), formiranje cena rizične aktive (poglavlje 7), pregled derivata (poglavlje 9) i deviza (poglavlje 10). Zatim se u Delu III osvrćemo na diskusiju o finansijskim institucijama, uključujući i to kako asimetrična informacija objašnjava fundamentalnu prirodu finansijske intermedijacije (poglavlje 11).

Usmerenje u Delu II na tržišta i Delu III na posrednike utvrđuje osnovu za našu jedinstvenu analizu arhitekture finansijskog sistema u Delu IV. Počinje sa analizom kako se u finansijskim ugovorima rešavaju problemi informisanja vezani za male i velike firme (poglavlje 14). Ova analiza objašnjava zašto male firme zavise od finansijskih posrednika za eksterno finansiranje, dok velike firme imaju pristup tržištima za javnu trgovinu hartijama od vrednosti. Ova diskusija predstavlja još jednu posebnu karakteristiku našeg teksta: ispitivanje regulatorne strukture SAD koja upoređuje i utvrđuje razlike između regulative finansijskih posrednika i regulative tržišta hartija od vrednosti (poglavlje 15). Zatim se osvrćemo na organizaciju finansijskih sistema u drugim zemljama gde

se primenjuju drugačije regulatorne strukture (poglavlje 16). Japan i Nemačka su primer kako funkcionišu posrednički orijentisani sistemi, dok SAD i Velika Britanija pokazuju kako funkcionišu tržišno orijentisani sistemi.

U poslednja dva dela knjige, vraćamo se u okvire tradicionalne makroekonomije i razmatramo umetnost centralnog bankarstva (Deo V) kao i monetarnu teoriju (Deo VI). Sva ova poglavlja smo ažurirali. Poslednje poglavlje knjige (poglavlje 29) povezuje celokupnu materiju pokazujući kako koristiti opažanja o institucijama, tržištima i celokupnoj ekonomiji da bi se shvatila današnja zbivanja u finansijskom sektoru, uključujući uspone i padove na tržištima akcija i obveznica.

Upravo način organizovanja ovog kursa zavisi od toga šta želite da postignete. Imajući ovo u vidu, poglavlja smo napisali tako da su najvećim delom celina za sebe, a to omogućava maksimalnu fleksibilnost. Ipak, redosled poglavlja ukazuje na činjenicu da mnogi predavači sada drže nastavu o finansijski orijentisanim tržištima i institucionalno orijentisan kurs, sa centralnom bankom u pozadini. Prema tome, postoje dobri razlozi da se knjiga prati redom, poglavlje po poglavlje, izostavljajući samo ono što posebno naglašavate. Na primer, mogu se izostaviti poglavlja od 6 do 8 da bi se zaobišla teorija o tržištu kapitala i performansi i da se preskoči diskusija o derivatima u poglavlju 9, a da se ne izgubi kontinuitet. S druge strane, poglavlje 10 o devizama treba da bude na početku predavanja jer se diskusije o poslovanju u drugim zemljama provlače kroz ceo tekst. Slično, za kurs usmeren na monetarnu teoriju i politiku, možete se prebaciti na Deo V (umetnost centralnog bankarstva) i Deo VI (monetarna teorija i politika), odmah po završetku Dela I i poglavlja 4, 5 i 10 iz Dela II.

Pedagoška pomoć

Tekst je obogaćen mnogim pedagoškim sredstvima koja proširuju i razjašnjavaju važne teme. Poglavlja obiluju izvodima iz aktuelnih članaka iz finansijskih časopisa gde se raspravlja o ključnim pitanjima. Ovi članci su u antrfileima *Novosti*. Kada želimo da više saznamo o nekoj temi koja je pomenuta u knjizi poslužićemo se posebnim odeljkom označenim *Nezvanično*. Ponekad zapravo ne možemo da se obuzdamo i osećamo obavezu da damo svoje mišljenje o uokvirenom tekstu *Hod po žici*. Na kraju dajemo instrukcije za tumačenje finansijskih grafikona i tabela u uokvirenom tekstu *Finansijske novosti*.

U novom izdanju u uokvirenom tekstu *Novosti* i *Hod po žici* izneta su aktuelna pitanja i događaji kao što je pad na berzi 2000. godine, odgovor Fed a na terorističke napade od 11. septembra i skandal sa Enronom.

Svako poglavlje se završava rezimeom u kome se rekapituliraju ključna pitanja. *Ključni termini* slede odmah posle rezimea da bi pomogli studentima oko jezika novca, bankarstva i finansijskih tržišta. U svakom poglavlju daje se skup



ZAHVALNOST

Želimo da izrazimo našu zahvalnost Paul Storeru sa Western Washington University za njegov veliki doprinos jedanaestom izdanju ovog udžbenika. On je dodao aktuelan uokvireni materijal, nove grafikone i tabele i uneo je u nekoliko poglavlja najnovije podatke. Želimo takođe da se zahvalimo sledećim studentima i nastavnicima koji su dali svoje komentare o tekstu i pomogli u izradi raznih edicija (dopune su sačinjene u momentu kada su primedbe dobijene):

G. Abraham, *Grambling State University*
 Burton Abrams, *University of Delaware*
 Paul L. Altieri, *Central Connecticut State College*
 Edward Altman, *New York University*
 Ernie Ankrim, *Pacific Lutheran University*
 Eddie Ary, *Ouachita Baptist University*
 Kevin A. Baird, *Montgomery County Community College*
 William T. Baldwin, *Eastern Kentucky University*
 John Bay, *University of Southern Maine*
 Allen N. Berger, *Federal Reserve Board*
 Herbert Bernstein, *Drexel University*
 Dale Berry, *Drake University*
 W. Carl Biven, *Georgia Institute of Technology*
 Deborah Black, *Hunter College of City University of New York*
 Dwight M. Blood, *Brigham Young University*
 Scott Bloom, *North Dakota State University*
 Seth Bonime, *Federal Reserve Board*
 Elbert V. Bowden, *Appalachian State University*
 David W. Brasfield, *Murray State University*

Maureen Burton, *California Polytechnic State University-Pomona*
 Robert C. Burton, *Frostburg State College*
 Ralph T. Byrns, *University of North Carolina, Chapel Hill*
 Gerard Cahill, *Florida Institute of Technology*
 John A. Carlson, *Purdue University*
 Stephen Cecchetti, *Ohio State University*
 Jen-Chi Cheng, *Wichita State University*
 Arthur D. Chesler, *Kentucky Wesleyan College*
 Thomas C. Chiang, *Drexel University*
 Ingyu Chiou, *New York University*
 Dale Cloninger, *University of Houston at Clear Lake*
 Marcia Cornett, *Southern Illinois University*
 Eleanor Craig, *University of Delaware*
 Wilfrid Csaplar, *Hampden-Sydney College*
 Bob Curl, *Northwest Nazarene College*
 J. Kenneth Davies, *Brigham Young University*
 Robert De Young, *Federal Reserve Bank of Chicago*

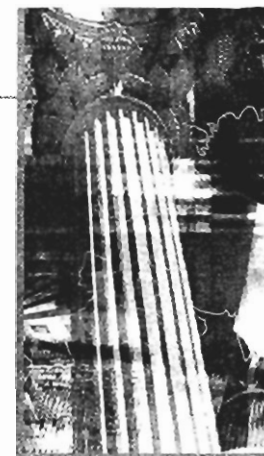
Ranjit Dighe, *SUNY, Oswego*
 Robert M. Domine, *University of Michigan*
 Gary Dymski, *University of California at Riverside*
 James S. Earley, *University of California, Riverside*
 Fisehe Eshete, *Bowie State University*
 William P. Field, Jr., *Nicholls State University*
 Stanley Fischer, *Massachusetts Institute of Technology*
 Marjorie Flavin, *University of California, San Diego*
 Kaya Ford, *Northern Virginia Community College*
 Mark Foster, *University of Northern Alabama*
 Gary E. Francis, *California State University, Chico*
 Ramzi Frangul, *Sacred Heart University*
 Neil Garston, *California State University, Los Angeles*
 Ian Giddy, *Columbia University*
 David A. Gillette, *Truman State University*
 Micha Gisser, *University of New Mexico*
 Harry Greenbaum, *South Dakota State University*
 John B. Guerard, Jr., *University of Texas*
 Satya P. Gupta, *Augsburg College*
 Jerry W. Gustafson, *Beloit College*
 Philip J. Hahn, *Youngstown State University*
 David Hait, *York University*
 David R. Hakes, *University of Northern Iowa*
 Gabriel Hawawini, *INSEAD (The European Institute of Business), Fontainebleau, France*
 Naphtali Hoffman, *Elmira College*
 Robert S. Holbrook, *University of Michigan*
 Mary Jaffier, *New York University*
 David B. Johnson, *Louisiana State University*
 Karen Johnson, *Baylor University*
 Edward J. Kane, *Ohio State University*
 Bijan Karimian, *Indiana University*
 Janice M. Karlen, *LaGuardia Community College*
 Maryann Keating, *Valpariso University*

Peter M. Kerr, *Southeast Missouri State University*
 Jimmie King, Jr., *Tuskegee Institute*
 Richard W. Kjetsaa, *Fairleigh Dickinson University*
 Leora Klapper, *World Bank*
 Kajal Lahiri, *State University of New York at Albany*
 Gregor Lazarcik, *State University of New York at Geneseo*
 Tom Lee, *California State University at Northridge*
 Anthony Lima, *California State University, Hayward*
 Marie Lobue, *University of New Orleans*
 Darryl W. Lowry, *Roanoke College*
 Morgan J. Lyngne, *University of Illinois at Urbana*
 John McArthur, *Claremont Graduate School*
 Neela Manage, *Florida Atlantic University*
 Louis Manzell, *Monmouth College*
 W. Douglas McMillin, *Louisiana State University*
 Yale Meltzer, *College of Staten Island*
 John J. Merrick, *New York University*
 Loretta J. Mester, *Federal Reserve Bank of Philadelphia*
 Stephen Miller, *University of Connecticut at Storrs*
 H. Brian Moehring, *University of the Redlands*
 Robert L. Moore, *Harvard University*
 Douglas W. Morrill, *Centenary College of Louisiana*
 Shahriar Mostashari, *Campbell University*
 Nick Noble, *Miami University*
 Alan Norton, *St. John Fisher College*
 John A. Orr, *California State University at Chico*
 Peter Parker, *Randolph-Macon College*
 Braxton I. Patterson, *University of Wisconsin at Oshkosh*
 James E. Payne, *Eastern Kentucky University*
 Thomas J. Pierce, *California State University at San Bernardino*

Dean Popp, *San Diego State University*
 Thomas P. Potiowsky, *Portland State University*
 Steven Pressman, *Monmouth University*
 Alan Rabin, *University of Tennessee at Chattanooga*
 Charu Raheja, *New York University*
 Patrick Raines, *University of Richmond*
 John D. Rea, *Investment Company Institute*
 Henry Rennie, *University of Toledo*
 Deborah E. Robbins, *Wellesley College*
 M. Richard Roseman, *California State University at Los Angeles*
 Richard Rosen, *Indiana University*
 David Sandberg, *Brigham Young University*
 John M. Sapinsley, *Rhode Island College*
 Anthony Saunders, *New York University*
 David A. Schauer, *University of Texas at El Paso*
 Donald J. Schilling, *University of Missouri*
 Carole Scott, *West Georgia College*
 Larry J. Sechrest, *University of Texas at Arlington*
 Edward Shapiro, *University of Toledo*
 Milton M. Shapiro, *California Polytechnic State University*
 Thomas J. Shea, *Springfield College*
 Cathy Sherman, *University of Texas*
 William O. Shropshire, *Oglethorpe University*

Harinder Singh, *San Diego State University*
 Roy Smith, *New York University*
 Theodore R. Snyder, Jr., *University of New England*
 Milton H. Spencer, *Wayne State University*
 Charles E. Staley, *State University of New York at Stony Brook*
 Paul Storer, *Western Washington University*
 H. Joe Story, *Pacific University*
 Harry C. Symons, *Ursinus College*
 William K. Tabb, *Queens College of the City University of New York*
 Ronald L. Teigen, *University of Michigan*
 John Thorkelson, *University of Connecticut*
 Kenneth N. Townsend, *Hampden-Sydney College*
 Dang Tran, *University of Baltimore*
 K.C. Tseng, *California State University, Fresno*
 Irwin T. Vanderhoof, *New York University*
 Pearl S. Vogel, *Sacred Heart University*
 Paul Wachtel, *New York University*
 Ingo Walter, *New York University*
 Joan Walters, *Fairfield University*
 Jonathan B. Wight, *University of Richmond*
 Douglas A. Wion, *Lock Haven State College*
 Stuart Wood, *Tulane University*
 Tarek Zaher, *Indiana State University*

O AUTORIMA



Lawrence S. Ritter je profesor finansija i ekonomije u penziji sa Stern School of Business of New York University. Bivši šef Sektora za domaća istraživanja u Federal Bank of New York, radio je kao konsultant u Trezoru SAD, u Federal Deposit Insurance Corporation, u Bordu guvernera Sistema federalnih rezervi, u Američkoj asocijaciji banaka, u Asocijaciji Reserve City Bankers i u Korporaciji Garvin Guy Butler. Bio je urednik časopisa *Journal of Finance*, i bivši predsjednik American Finance Association. Profesor Ritter je autor mnogih članaka u profesionalnim časopisima kao i autor knjige *The Glory of Their Times*, bestselera o prvim danima bejzbola.



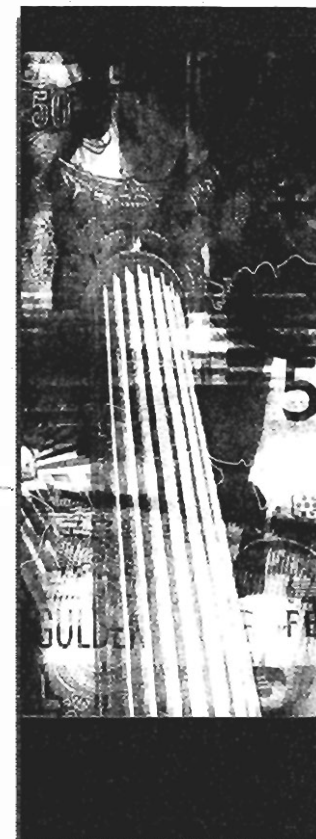
William L. Silber je profesor finansija i ekonomije i direktor škole Marcus Nadler; Glucksman instituta za istraživanja tržišta hartija od vrednosti u Stern School of Business of New York University. Bivši viši ekonomista u Savetu ekonomskih savetnika predsednika i bivši viši potpredsednik u Lehman Brothers Kuhn Loeb, radio je kao konsultant u Bordu guvernera Sistema federalnih rezervi, u Komisiji predsednika za finansijsku strukturu i regulativu, u Komitetu američkog Senata za budžet, u Komitetu za bankarske i finansijske usluge, u Ministarstvu pravde, u Federalnom odboru za bankarske stambene kredite, u Nacionalnoj komisiji za elektronski transfer sredstava i u Ministarstvu za razvoj građevinarstva i urbanizma. Član je Ekonomskog savetodavnog panela Federal Reserve Bank of New York i autor je pet knjiga i mnogobrojnih članaka u stručnim časopisima.



Gregory F. Udell drži katedru za bankarstvo i finansije u Kelley School of Business of Indiana University. Bio je bankar i referent za komercijalne kredite u Čikagu, specijalista za kreditiranje malih i srednjih preduzeća na srednjem zapadu. Trenutno je svoje akademsko istraživanje usmerio na bankarske i finansijske ugovore. Objavio je mnoge članke u akademskim časopisima uključujući *Journal of Political Economy*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Monetary Economics* i *Journal of Business*. Takođe je urednik - saradnik šest časopisa, uključujući *Journal of Money, Credit and Banking*, *Journal of Banking and Finance* i *Journal of Financial Services Research*. Profesor Udell bio je gostujući ekonomista i konsultant u Bordu guvernera Sistema federalnih rezervi.

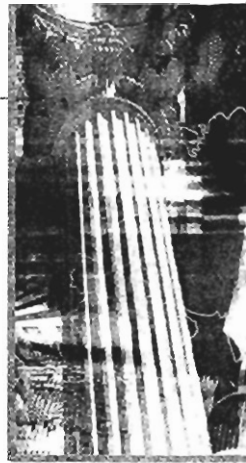
DEO I

Osnovni pojmovi



Poglavlje 1	Uvod u novac, bankarstvo i finansijska tržišta	3
Poglavlje 2	Uloga novca u makroekonomiji	13
Poglavlje 3	Finansijski instrumenti, tržišta i institucije	33

Uvod u novac, bankarstvo i finansijska tržišta



Oskar Vajld je napisao da cinik zna cenu svega i vrednost ničega. Iako je ovo svakako tema vredna daljeg razmišljanja, za naše svrhe cena i vrednost odnose se na istu stvar: koliko vrede hartije od vrednosti ili finansijska aktiva. **Finansijska tržišta** formiraju cene uvek kada se hartije od vrednosti kupuju ili prodaju. **Finansijske institucije** vrednuju finansijsku aktivu uvek kada odobravaju kredite firmama ili potrošačima. Tako su formiranje cena i vrednovanje finansijske aktive srž finansijskog tržišta. Jedan od naših ciljeva je da povežemo ponašanje cena hartija od vrednosti, kao što su akcije i obveznice, sa performansom ekonomije kao celine, kao i sa ponašanjem finansijskih institucija i tržišta.

Ali pođimo od početka. Šta tačno podrazumevamo pod pojmovima novac, bankarstvo i finansijska tržišta? **Novac**, u okviru naslova *novac, bankarstvo i finansijska tržišta* odnosi se ne samo na zelene novčanice koje trošimo, već šire na monetarnu ekonomiju. Kao što ćete saznati, novac ima ključnu ulogu u performansi ekonomije. Ne samo da olakšava transakcije među milionima učesnika u ekonomiji, već predstavlja glavni mehanizam preko koga centralne banke pokušavaju da utiču na ukupnu ekonomsku aktivnost, uključujući ekonomski rast, zaposlenost i inflaciju. **Bankarstvo**, u naslovu *novac, bankarstvo i finansijska tržišta* odnosi se na banke i druge finansijske posrednike. Finansijski posrednik je institucija koja uzima sredstva od jedne grupe investitora i preraspoređuje ih investiranjem u finansijsku aktivu. Banke služe kao glavni čuvar novčane mase u ekonomiji i zajedno sa drugim finansijskim posrednicima, pružaju značajan izvor sredstava za firme i potrošače. Finansijska tržišta u naslovu *novac, bankarstvo i finansijska tržišta* odnose se na tržišta na kojima može da se trguje finansijskom aktivom. Finansijska tržišta obezbeđuju mehanizam onima koji poseduju

višak sredstava da kupe hartije od vrednosti, kao što su akcije i obveznice, a koje su emitovali oni kojima su sredstva potrebna. Pored ovoga, finansijska tržišta određuju cene za te akcije i obveznice, tako da znamo da li treba da krijemo ili da se hvalimo našim najnovijim kupovinama.

Osvrt

U savremenoj ekonomiji novac se ponekad posmatra kao ulje za podmazivanje točkova ekonomske aktivnosti. Bez novca bi transakcije koje predstavljaju naše uobičajeno dnevno poslovanje bile nazamislivo komplikovane, a štednja i investiranje bi predstavljali poslove koji bi oduzimali skoro celokupno radno vreme. Međutim, novac je više od ulja za podmazivanje koje omogućava da se ekonomija glatko obavlja. Novac igra ključnu ulogu svojim uticajem na funkcionisanje ekonomije kao celine, kao i na performansu finansijskih institucija i tržišta. Konkretno, promene u novčanoj masi i kreditima mogu da utiču na brzinu razvoja ekonomije, nivo zaposlenosti i stopu inflacije - i sve ovo, sa svoje strane, može da utiče na vrednost finansijske aktive koju poseduju pojedinci i institucije.

Banke imaju posebno značajnu ulogu u ekonomiji. One obezbeđuju mesto gde pojedinci i firme mogu da investiraju svoja sredstva da bi zaradili kamatu uz minimalni rizik. Banke, sa svoje strane, preraspoređuju ova sredstva davanjem kredita. U ovom pogledu, banke su veoma slične drugim finansijskim posrednicima kao što su finansijske kompanije i osiguravajuća društva, koji takođe pribavljaju sredstva od pojedinaca i firmi i ta sredstva prenose drugim pojedincima i firmama. Kao finansijske kompanije i društva za životno osiguranje i banke su izuzetno dobro opremljene za investiranje u najatraktivnije vrste finansijskih investicija, tj. u kredite građanima i malim preduzećima.

Zašto su banke izabrane za poseban tretman? Kao što proizilazi, najveći deo onoga što nazivamo novac u SAD predstavljaju depoziti kod banaka. Prema tome, banke su glavni čuvari sistema plaćanja jer mi pišemo čekove na teret naših bankovnih računa da bismo platili stvari koje kupujemo. Dalje, pošto je novac povezan sa ukupnom performansom ekonomije, banke su blisko uključene u to kako centralna banka SAD (**Federalne rezerve**) utiče na ukupnu ekonomsku aktivnost. Konkretno, Federalne rezerve direktno utiču na kreditiranje i na depozitne aktivnosti banaka. Ovo, sa svoje strane, pomaže da se utvrdi koliko su ljudi spremni da štede i koliko su firme spremne da investiraju i da li cene akcija i obveznica rastu, padaju ili se kreću horizontalno na finansijskim tržištima.

Kako se sve ovo postiže? Da bi se dao kompletan odgovor, treba da pročitate ostatak ove knjige! Ali, evo kratkog pregleda materije koju ćete naći. Preostala poglavlja iz Dela I predstavljaju osnov daljeg izlaganja. Definišemo novac i posmatramo njegovu povezanost sa ekonomskom performansom. Zatim ćemo

dati kratak pregled finansijskih institucija, instrumenata i tržišta i kako služe kao mehanizam za tok štednje i investicija. U Delu II ispitujemo performansu i ponašanje finansijskih tržišta gde se sredstva direktno kreću od onih koji imaju sredstva do onih kojima su ta sredstva potrebna. Posebno posmatramo kako se vrednuju sve vrste hartija od vrednosti, kako se utvrđuju kamatne stope i kako stvarno funkcionišu komplikovana tržišta kao što su derivatna i devizna tržišta. U Delu III posmatramo posrednička tržišta gde se sredstva kreću između zajmoprimaca i kreditora preko finansijskih posrednika, kao što su banke, osiguravajuća društva, penzioni fondovi i neke institucije za koje možda niste čuli. U Delu IV ispitujemo ukupan finansijski sistem. Naime, obuhvata odnos između finansijskih tržišta i posredničkih tržišta, regulativu ovih tržišta kao i poređenje sa raznim finansijskim sistemima u drugim zemljama.

Pošto smo ispitali finansijsku oblast u delovima II, III i IV spremni smo da predemo na pitanje ukupne ekonomske performanse. Ovaj postupak počinje u Delu V diskusijom o umetnosti centralnog bankarstva. Zatim možemo u Delu VI da obradimo pitanja koja se odnose na veze između novca, inflacije, rasta i zaposlenosti. Usput, naučićemo da nisu svi saglasni o tome kakve su to veze, tako da ćete morati sami da se odlučite šta izgleda da je tačno. Deo VI nas dovodi do punog kruga, povezujući monetarnu politiku, cene na tržištima akcija i obveznica i performansu ekonomije.

Zašto proučavati novac, bankarstvo i finansijska tržišta?

Zašto biste želeli da proučavate *novac, bankarstvo i finansijska tržišta*? Da li će vam pomoći da postanete bolja osoba? Odgovor je: naravno! Na primer, ova knjiga će vam pomoći da budete spremni za onaj važan momenat kada vas neko pita da li će kamatne stope ići na više ili na niže. Niste impresionirani? Takođe, bićete u stanju da razumete poslovnu sekciju u vašem omiljenom dnevnom listu. Još uvek niste impresionirani? U redu, drugi razlog za proučavanje novca i bankarstva je da će vam to pomoći da dobijete posao kada diplomirate. A to treba svakoga da interesuje! Zato, da vidimo šta možete da učinite - u novcu, bankarstvu i finansijskim tržištima.

Karijera u bankarstvu i na finansijskim tržištima

U bankama postoje mnogi poslovi koji nemaju nikakve veze sa bankarstvom - kao što su popravka kompjuterskih terminala i vođenje restorana za viši menadžment. Mada su i to važni poslovi, nisu ono na šta obično mislimo kada se

bankarstvo pomene kao karijera. Naši najvidljiviji kontakti sa bankama - blagajnik koji prima naš novac i službenik filijale koji je zadužen za studentske kredite - nešto su bliži samom pojmu bankarstva, ali to su samo dva od mnogih specijalizovanih poslova koji spadaju u bankarstvo i finansijska tržišta.

Ne možemo da damo sveobuhvatan pregled svih mogućih poslova u bankarstvu i na finansijskim tržištima. A čak i kad bismo mogli, to bi ispalo još dosadnije nego što je sledeća diskusija o jednačini rezerve banke u poglavlju 20 (ako je to moguće). Umesto toga, daćemo kratak pregled terena a zatim ponuditi neke podatke o posebno zanimljivim mogućnostima zaposlenja. Napominjemo da *nećemo* opisivati šta advokati i računovođe koji rade za banke ili druge finansijske institucije stvarno rade; već ćemo se usmeriti na hrabrost trgovaca obveznicama i na posmatrača Fedu - jer se u stvari novac ipak tu nalazi (ili se nalazio).

Osvrt

Prva stvar o kojoj treba razmišljati kada je reč o karijeri u bankarstvu i na finansijskim tržištima jeste na čijoj strani želite da budete. Poslovi u privatnom sektoru u banci, uzajamnom fondu ili osiguravajućem društvu usmereni su na profit; poslovi u javnom sektoru Sistema rezervi, **Federalnoj korporaciji za osiguranje depozita (FDIC)** ili državnom osiguranju usmereni su na sigurnost. Iako se poslovi u javnom i u privatnom sektoru odnose na finansijske institucije i tržišta, sa ljudima sa obe strane ograde koji često posmatraju slične stvari, njihovo viđenje stvari je sasvim različito. **Revizor banke**, u Federalnoj korporaciji za osiguranje depozita (FDIC) ili u Federalnim rezervama, pregledaće knjige komercijalne banke da bi utvrdio da li krediti sa delinkventnim otplatama ugrožavaju kapital banke; komercijalni **kreditni referent** u banci pregledaće knjige potencijalnog zajmoprimca da bi utvrdio da li će uredne otplate kamate i glavnice doprineti profitu banke.

Iako i revizor banke i kreditni referent koriste veštine korporacionih finansija i računovodstva, njihovi ciljevi i motivacije nisu isti.

Pretpostavimo da je profit kao motiv vaša omiljena preokupacija. U tom slučaju moraćete da proučite niz podindustrija u okviru finansijskih tržišta, uključujući komercijalno bankarstvo, investiciono bankarstvo, osiguranje i penzione fondove (videti poglavlja 11, 12, i 13 gde su opisane ove institucije). Bez obzira na to što svaka od ovih finansijskih institucija ima drugačiji opšti cilj, postoje posebne stručne veštine koje se lako mogu primeniti i koristiti u svakoj od ovih institucija. Na primer, ekonomista u banci i ekonomista u osiguravajućem društvu će prognozirati kamatne stope, razgovarati sa korporativnim klijentima institucije o perspektivama njihove industrije i proceniti troškove i benefite nekih internih investicionih programa. Ekonomske i statističke analize se uključuju uvek i u svim slučajevima. Slično, službenik za investicije ili menadžer portfolija osiguravajućeg društva, banke ili penzionog fonda proceniće prednosti ulaganja novca u akcije ili u hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom i uko-

liko je reč o ovom drugom slučaju da li bi trebalo investirati na dugi ili kratki rok.

Kada usmerite pažnju na neku određenu industriju, podjednako važna odluka je da li da se koncentrišete na prodaju na malo ili prodaju na veliko. Većina finansijskih institucija posluje na oba nivoa. Komercijalne banke imaju osoblje obučeno da objasni prednosti različitih vrsta **certifikata o depozitu (CD)** deponentima sa sasvim malim iznosom za investiranje, kao što je \$1.000. Banke imaju svoje trgovce certifikatima o depozitu i prodavce specijalizovane za plasiranje velikih certifikata o depozitu (\$100.000 i više) kod institucionalnih investitora, kao što su uzajamni fondovi novčanog tržišta i velike korporacije. Kroz ove aktivnosti banke mobilišu sredstva, ali za te aktivnosti potrebne su različite veštine. Ritejl certifikatima o depozitu trguju osobe koje su jako komunikativne, dok certifikate o depozitu na veliko prodaju osobe koje su podjednako stručne i za obračun kamatne stope (videti Poglavlje 4), kretanja ročne strukture kamatnih stopa (videti Poglavlje 5) kao i za to da li će Odbor otvorenog tržišta Federalnih rezervi glasati za ili protiv strožije ili fleksibilnije monetarne politike (u vezi sa ovim treba da pamtite sve što ste pročitali u Delu V). Prodavci certifikata o depozitu komercijalnih banaka moraju da budu sposobni da diskutuju o ovim faktorima da bi se certifikati o depozitu sačinili prema potrebama sofisticiranih finansijskih direktora korporacija.

Poslednja karakteristika po kojoj se razlikuju institucije, kao i poslovi u okviru određene firme, odnosi se na domaće naspram poslova sa inostranstvom. I pored sve šire povezanosti između domaćih i aktivnosti sa inostranstvom, postoje različiti propisi koji se primenjuju u svakom području, kao i kretanja deviznih kurseva koja se moraju uzeti u obzir kada posluje sa stranim institucijama. Ako radite za neku međunarodnu banku ili ako ste trgovac devizama, morate da dobro poznajete japanski jen, britansku funtu, švajcarski franak kao i sve što ide uz to. (Videti Poglavlje 10 koje će vam biti od pomoći).

Bez sumnje, postoje mnogi drugi načini da se kategorišu raznovrsni poslovi u bankarstvu i na finansijskim tržištima. Ali kada se jednom odlučite za: javno umesto privatnog, bankarstvo umesto osiguranja, velkoprodaju umesto ritejla i domaće umesto inostranog, dovoljno ste odmakli da možete da se usmerite tačno na ono šta želite da radite. U sledećem odeljku opisaćemo jedan ili dva glamurozna posla (bar što se tiče finansijskih tržišta).

Specifične mogućnosti

Kako su finansijska tržišta krenula u pravcu deregulacije, poslovi su postali više transakcijski orijentisani. Povećani naglasak na transakcije omogućio je napredak ljudima sposobnim za prodaju i trgovinu, kao i onima koji uz analitičku tehniku daju svoju podršku ovim aktivnostima. Poslovi **prodaje i trgovine** su atraktivni u velikim investicionim bankama i velikim komercijalnim bankama, dobro su plaćeni. To su takođe i poslovi finansijskih ekonomista, statističara i matematičara koji formiraju osnovni trust mozgova. Pogledajmo malo

detaljnije šta ovi ljudi rade i šta je potrebno da se krene stazom do zvezda finansijskog tržišta.

Trgovina. Srešćemo se sa ulogom trgovca u Poglavlju 6, kada opisujemo kako diler pravi tržište, kotirajući kupovnu i prodajnu cenu za određenu hartiju od vrednosti. Mnoge velike finansijske institucije su market mejkeri za široku lepezu instrumenata. Na primer, komercijalne banke mogu da budu market mejkeri za hartije od vrednosti Trezora, instrumente vezane za hipoteku i municipalne obveznice. Investicione banke dodaju korporativne obveznice na listu, dok većina štednih institucija obično ograničava svoje interesovanje na hartije od vrednosti podržane hipotekom. Pored kupovine i prodaje ovih instrumenata investicionog tipa, velike banke su market mejkeri za certifikate o depozitu i druge kratkoročne instrumente na novčanom tržištu.

Posao trgovca u ovim institucijama je da konstantno kotiraju kupovne i prodajne cene za hartije od vrednosti i da usklađuju naloge za kupovinu i prodaju dobijene od drugih banaka, štedionica, penzionih fondova i osiguravajućih društava. U Poglavlju 6 videćete da diler ostvaruje profit kupovinom hartija od vrednosti po kupovnom kursu (\$97) a zatim prodajom po prodajnom kursu (\$99) pre nego što se promeni ravnotežna cena (\$98). Trgovac mora biti izuzetno osetljiv na promenljive uslove tržišta, inače profit može brzo da se pretvori u gubitak. Na primer, kada trgovac kupi od osiguravajućeg društva za First National Profit Bank neke državne obveznice po ceni od \$97 i pre nego što mu se ukaže prilika da proda ove obveznice po nalogu za kupovinu dobijenom od penzionog fonda, ako država objavi rast indeksa potrošačkih cena, ravnotežna cena obveznica može da padne na \$95. Sa kupovnim i prodajnim kursom koji je sada \$94, odnosno \$96, diler završava prodaju hartija od vrednosti koje je kupio po \$97 za \$ 96; jedan dolar gubitka umesto dva dolara profita. Iako će vam Poglavlje 29 pomoći da shvatite šta se dogodilo, to neće učiniti da se gubitak lakše prihvati.

Trgovci moraju stalno da prate uslove tržišta i da menjaju svoje kotacije kako ne bi bili zatečeni sa neželjenom zalihom. Pored koncentrisanja na tržište, trgovci moraju da budu disciplinovani da uzmu profit kad je tu i da zaustave gubitke pre nego što se pretvore u propast. Ponekad se kaže da su za uspešnog trgovca tri najvažnije karakteristike: disciplina, disciplina i disciplina.

Za trgovce se često kaže da su oni delovi koji se međusobno mogu zamenjivati. Osoba koja poseduje disciplinu, koncentraciju i senzitivnost i koja može uspešno da trguje državnim obveznicama, može takođe da se preorijentise na trgovinu municipalnim i korporativnim obveznicama ili certifikatima o depozitu. Detalji o svakom instrumentu mogu se lako shvatiti (prvo videti Poglavlje 8) sve dok postoji istančana intuicija trgovca.

Trgovci počinju svoj radni dan rano - u 7:30 na Istočnoj obali a u 4:30 na Zapadnoj obali. Veliki deo svog radnog vremena provedu pod jakim pritiskom, pokušavajući da dođu do informacije o mogućem kretanju cena hartija od vrednosti za koje su odgovorni iz kretanja cena povezanih instrumenata. Pokušava-

jući da procene situaciju na tržištu, oni blisko sarađuju sa prodavcima koji posluju sa klijentima svoje institucije. Pogledajmo detaljnije šta u stvari rade prodavci obveznica.

Prodaja. Na nivou ritejla, hartije od vrednosti pojedincima prodaju lica koja nazivamo *stokbrokери*. Firme za hartije od vrednosti ove brokere zvanično nazivaju *account executives*. Investicione banke takođe angažuju menadžere računa za prodaju akcija i obveznica institucionalnim investitorima kao što su penzioni fondovi i osiguravajuća društva. Komercijalne banke i velike štedionice isto tako angažuju prodavce za prodaju državnih obveznica, municipalnih obveznica i hipoteka institucionalnim investitorima.

Posao prodavca je dvostruk: s jedne strane, pokušava da otkrije informacije o vrstama hartija od vrednosti za koje su institucionalni investitori najviše zainteresovani da kupe i prodaju; s druge strane pokušava da ubedi klijente banke da kupe hartije od vrednosti koje je banka već akvirirala kroz poslovanje svojih trgovaca. Na taj način prodavci daju informaciju trgovcima o raspoloženju u investicionoj zajednici kao i o kreiranju tržišta za hartije od vrednosti koje su trgovci nabavili. Očigledno je da ove dve aktivnosti idu zajedno. Ako prodavac izvesti da je interesovanje investitora malo za dugoročne državne obveznice, trgovci komercijalne banke će biti manje agresivni kupci tih hartija od vrednosti.

Ljudi zaposleni u prodaji treba da budu društveni i komunikativni. Oni utroše mnogo vremena na telefonske razgovore sa klijentima širom zemlje i treba da lako vode obične razgovore. Pored toga, prodavci moraju da prenesu investicione ideje partnerima. Da bi se obavila prodaja, prodavac mora da uveri menadžera portfolija osiguravajućeg društva, na primer, da će prelazak iz dugoročnih državnih obveznica u **prolazne hartije od vrednosti GNMA** povećati prinos bez prekomernog povećanja izloženosti riziku. Da bi bio efikasan, prodavac mora da predvidi moguća kretanja kamatnih stopa u raznim investicionim ročnostima, kao i operativno znanje o tome kako će određene karakteristike obveznica, kao što su kuponi, klauzule o pozivu na otplatu i poreski tretman uticati na performansu investicije. (Oni takođe moraju da znaju da je **GNMA** skraćenica za **Government National Mortgage Association**).

Prodavci očigledno imaju koristi od dobrog seminara o novcu, bankarstvu i finansijskim tržištima. Oni poklanjaju veliku pažnju tome što trust mozgov profesionalnih ekonomista, statističara i drugih **istraživača fiksnog prihoda** banke ima da kaže o tržištima uopšte a naročito o posebnim instrumentima. Pogledajmo koje vrste informacija istraživači pružaju.

Finansijski ekonomista. U mnogim službama fiksnog prihoda u okviru velikih komercijalnih i investicionih banaka i štednih institucija angažuje se ekonomista čiji je zadatak da prati aktivnosti Fed-a. Primarni posao ovog stručnjaka za novčano tržište je da upozori trgovce i prodavce na očekivane aktivnosti Federalnih rezervi. Prema tome, posmatrač Fed-a obraća posebnu pažnju na jedna-

činu rezerve banaka (videti Poglavlje 20) kao i na najnoviju politiku Federalnog odbora otvorenog tržišta. (videti Poglavlje 21)

Veliki broj informacija iz analize Fedovog posmatrača se dostavlja trgovcima i prodavcima u vidu kratkih beleški. Takođe, kada se preko tikera novosti pojavi neka važna vest kao što je objavljivanje indeksa potrošačkih cena ili izveštaj o zaposlenosti, posmatrač Fed-a može preko intercoma firme da pruži instant analizu trgovcima i prodavcima. Svi ovi podaci pružaju prodavcima važne teme za diskusiju u kontaktima sa klijentima. Međutim, prodavci moraju da pretoče opšti pregled koji je sačinio posmatrač Fed-a o kretanjima kamatnih stopa i ekonomskim aktivnostima u konkretnu strategiju za institucionalne investitore. Imajući to u vidu, prodavac se obraća grupi *raketnih naučnika* za fiksni prihod.

Analiza fiksnog prihoda. Svopovanje državne obveznice za GNMA prolaznu hartiju od vrednosti ima dalekosežne implikacije na kompoziciju portfolija penzionog fonda uprkos činjenici da su te hartije od vrednosti i državne obveznice osigurane kod federalne vlade. U poglavlju 8 osvetličemo činjenicu da neizvesnost prevremene otplate, povezano sa hartijama od vrednosti garantovanih hipotekom, dovodi do neizvesnosti rokove dospeća ovih hartija. Ekonometričari, statističari i matematičari koji se bave istraživanjem fiksnog prihoda daju, pored ostalog, i procene prevremenih otplata GNMA prolaznih hartija od vrednosti, što pomaže prodavcima da objasne svojim klijentima posledice kupovine GNMA hartija od vrednosti.

Grupa za istraživanje fiksnog prihoda takođe izveštava o nejasnim pitanjima kao što je verovatnoća da će za neku određenu korporativnu obveznicu emitent pozvati na otplatu pre dospeća, prednost svopovanja obveznica sa niskim kuponom u visoke kupone ili obrnuto i osetljivost portfolija obveznica na cene kod promene kamatnih stopa za jedan procentni poen. Snabdeven tako preciznim alatima, prodavac obveznice može da u jednom ležernom razgovoru iznese čvrste činjenice o tome kako da se poboljša prinos portfolija bez velikog povećanja rizika. Tako raketni naučnici ekonometričari, statističari i matematičari dopiru do svesti i želja profesionalnih ekonomista institucionalnih investitora iako je njihov svakodnevni jezik - jezik diferencijalnih jednačina, autokorelativnih reziduala i lognormalne raspodele. Prodavci pretvaraju ove nerazumljive formule u više prinose za svoje klijente.

Saradnja između trgovaca i prodavaca, posmatrača Fed-a i raketnih naučnika generiše mudre investicione strategije za institucionalne investitore, konstantan profit za velike banke i štedionice i visoke bonuse za sve službenike grupe za fiksni prihod. To zvuči kao da posle *novca, bankarstva i finansijskih tržišta* život može da bude lepši - sve dok znate gde da gledate.

Kreditni referent. Kao što ćemo obrazložiti u poglavlju 14, banke se specijalizuju za kreiranje komercijalnih kredita za firme. Za razliku od korporativnih obveznica, krediti komercijalnih banaka su pretrpani specijalnim uslovima kao što su klauzule, obavezna kolateralna obezbeđenja i garancije koje daju mogućnost

bankama da odobre kredit kompanijama koje su suviše male ili čiji je bonitet suviše neizvestan da bi imale pristup na tržišta javnog duga. Komercijalni kreditni referent je odgovoran za obavljanje ovog posla uz tesnu saradnju sa menadžmentom kompanije koja uzima kredit - ali u skladu sa kreditnom politikom banke. Kreditni referent mora solidno da poznaje finansijsko računovodstvo i da poseduje izražene međuljudske i pregovaračke veštine.

U mnogim bankama kreditni referenti zaduženi su takođe za privlačenje novih poslova. Zato ova funkcija često ima veliku prodajnu komponentu. Zbog toga, kreditni referenti moraju da održavaju čvrste veze sa lokalnom poslovnom zajednicom.

Revizor banke. Revizija u bankama se obavlja jednom godišnje da bi se utvrdilo da li je banka solventna i da su njena politika i procedure prudenčijalne. Ovi revizori, nazvani *revizori banaka*, rade u timovima. U Sjedinjenim Državama postoji oko 11.000 banaka i štednih institucija za koje je potrebna revizija. Kao što ćete saznati iz Poglavlja 15, u SAD nema nestašice bankarskih regulatora (kao i svuda u svetu). Na nacionalnom nivou, Kancelarija **Kontrolora valute**, Federalna korporacija za osiguranje depozita i Federalne rezerve imaju brojni revizorski kadar. Na državnom nivou, svih 50 država imaju svoje sopstvene državne bankarske organe koji regulišu i ispituju banke. Revizori banaka procenjuju banke na osnovu raznih dimenzija, uključujući adekvatnost kapitala banke, kvalitet aktive, stručnost njenog ukupnog menadžmenta, procedure upravljanja rizikom kao i njenu likvidnost.

Sada, kada ste upoznali mogućnosti koje postoje u bankarstvu i na finansijskim tržištima, bilo bi logično da se koncentrišemo na tekst koji sledi. Lekcije koje ćete naučiti isplatiće vam se brže nego što mislite.

KLJUČNI TERMINI

Bankarstvo, str. 3	Federalne rezerve (Fed) str. 4	Kreditni referent str. 10
Certifikati o depozitu (CD) str. 7	Finansijska tržišta, str. 3	Novac, str. 3
Državna nacionalna hipotekarna asocijacija (GNMA), str. 9	Finansijske institucije, str. 3	Prodaja, str. 9
Federalna korporacija za osiguranje depozita (FDIC) str. 6	Finansijski kontrolor valute, str. 11	Prolazne hartije od vrednosti GNMA, str. 9
	Istraživanje fiksnog prihoda, str. 9	Revizor banke, str. 11
		Trgovina, str. 8



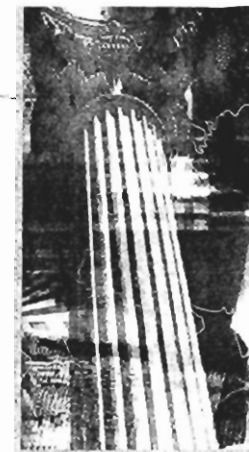
MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i „Best of the Web” link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

POGLAVLJE 2

Uloga novca u makroekonomiji



„Nedostatak novca je uzrok svih zala” rekao je George Bernard Shaw. Iako je to možda malo preterano, kroz istoriju se više puta pokazalo da je ova definicija pre tačna nego netačna. Ali bilo je i dugih perioda kada je izgledalo da je suprotna definicija tačna: kada je ekonomski poremećaj očigledno nastao ne zbog suviše malo već zbog *previše* novca.

Razmišljajući na ovakav način, prirodno se nameće pitanje šta je „prava” količina novca? Ni premalo ni previše, već tačno koliko je potrebno? I kako to postići?

Ovo su ustvari dosta sofisticirana pitanja o kojima treba pažljivo razmišljati da bi se dobili odgovori koje će vreme potvrditi. Mada ćemo posvetiti dosta pažnje odnosu između novca i ekonomskih aktivnosti, nameću nam se takođe neka mnogo fundamentalnija pitanja. Na primer, šta je zapravo to što se naziva novac, što je vekovima bilo opsesija prinčeva i sirotinje? U dobrim starim vremenima novac je bio zlato, držao se pod ključem i katancem pre nego što se pošalje brodom ili kočijom da bi se platile obaveze. U današnje vreme novac je papir koji nosimo sa sobom dok se ne pohaba i ne ošteti. Da li je to zaista isto?

Istini za volju, naša diskusija moraće da se proširi daleko iznad tradicionalnih okvira novca, ukoliko želimo da shvatimo funkcionisanje našeg finansijskog sistema. Finansijske institucije i tržišta postali su tako složeni u toku druge polovine dvadesetog veka da komercijalne banke nisu više jedine značajne finansijske institucije, a akcije i obveznice nam više ne daju kompletnu sliku o tome kako funkcionišu finansijska tržišta.

Uvod u novac

Šta je uopšte novac? I koliko ga ustvari imamo?

Novac je zapravo ono što mislite da jeste - ono što potrošite kada nešto želite da kupite. Američki Indijanci su nekada koristili perle, Eskimi su koristili udice za ribe a mi koristimo **monetu** (metalni novac i novčanice) a najviše **tekuće račune**.

Novac se koristi kao (1) sredstvo plaćanja, ali on ima i druge funkcije. Koristi se i kao (2) zaliha vrednosti, kada ga ljudi čuvaju i (3) standard vrednosti (obračunska jedinica), kada ljudi upoređuju cene i na taj način procenjuju relativne vrednosti. Ali najistaknutije, novac je ono što možete da potrošite, opšte prihvaćeno sredstvo plaćanja ili sredstvo razmene koje možete koristiti da kupite robu ili izmirite dugove.

Kolikom količinom novčane mase raspolažemo? Ona je iznosila \$1.241 milijardu krajem marta 2003. godine, približno \$640 milijardi u vidu gotovine i oko \$593 milijardi na tekućim računima kod banaka i drugih finansijskih institucija. Ova definicija novca - gotovina van banaka plus tekući računi često se naziva M1 (za razliku od druge dve definicije novca, M2 i M3, o čemu će uskoro biti reči). Ako želite da saznate kolika je danas novčana masa, uzmite New York Times ili Wall Street Journal; oba lista daju o tome obaveštenje svakog petka.

HOD PO ZIC

Uvođenje evra

Prvog januara 1999. jedanaest od petnaest zemalja članica Evropske unije uvelo je evro, kao novu, zajedničku valutu. Ova nova valuta učvrstila je ekonomske i političke veze između ovih zemalja i pojednostavila trgovinu i putovanja u okviru evro bloka. Odustajanje od nacionalne valute, kao što su franci (Francuska) i marke (Nemačka), za Evropljane je predstavljalo veliki napor, ali su ipak shvatili da su prednosti veće od troškova.

Interesantno, mada je uveden 1999. godine, evro novčanice i metalni novac nisu bili u opticaju do 2002. godine. Ovo otvara jedno zanimljivo pitanje: kako gotovina može da postoji bez fizičkog prisustva novčanica i metalnog novca u opticaju? Odgovor na ovo pitanje zahteva da se uzmu u razmatranje tri uloge novca. Evro valuta nije postojala kao sredstvo razmene do 2002. godine jer su domaće valute još uvek korišćene

u svakodnevним transakcijama. Evro valuta je međutim imala ulogu obračunske jedinice zato što su zemlje koje su ga prihvatile počele da objavljuju svoje zvanične finansijske statistike u evrima. Isto tako, novoemitovane hartije od vrednosti su bile denominovane u evrima, što je značilo da je ta valuta mogla da ima neku ulogu zalihe vrednosti, čak iako ljudi nisu mogli da čuvaju evre u slamarici.

Tokom prelaznog perioda od 1999. do 2002. godine, ljudi iz svih sektora ekonomije bili su dobro upućeni u vrednost evra. Ova upućenost doprinela je da evro bude brže prihvaćen kao sredstvo razmene kada su novčanice i metalni novac uvedeni 2002. godine. Prelazni period potvrdio je da je vrlo važno da ljudi steknu poverenje u obračunsku jedinicu pre nego što prihvate novac kao sredstvo razmene.

Pošto se gotovina i tekući računi koriste po nominalnoj vrednosti svuda i u bilo koje vreme, oni predstavljaju „**najlikvidniju**“ **aktivu** koja se može posedovati. Likvidna aktiva je nešto što možete da pretvorite u opšte prihvaćeno sredstvo razmene brzo bez gubitka, u poređenju sa nelikvidnom aktivom koja se obično može prodati ili likvidirati u kratkom roku, samo po znatno nižoj ceni. Gotovina i tekući računi su najlikvidnija aktiva koju možete imati (jer ona *jesu* sredstvo razmene) ali to nije jedina likvidna aktiva. Štedni depoziti i državne obveznice su prilično likvidni, iako ih ne možete direktno potrošiti. Da biste ih potrošili prvo morate da ih zamenite za novac. Nekretnine i „vintage“ automobili rangiraju se prilično nisko na skali likvidnosti; ako morate da ih prodate brzo, možda ćete pretrpeti gubitak.

Znači, likvidnost je kontinuum koji se kreće od gotovine i tekućih računa, na vrhu skale, do raznih vrsta zamrznute aktive, na dnu skale. Prema tome, ono što nazivamo **novac** nije fiksna i nepromenljiva stvar, kao što je ono što nazivamo voda (H₂O), već u velikoj meri pitanje pristupa: postoji nekoliko različitih definicija novca, od kojih svaka pada po jednu crticu niže na skali likvidnosti prilikom povlačenja linije između novca i „sve druge aktive“. Tabela 2.1 sadrži tri različite definicije novčane mase.

M1 odnosi se na najlikvidnije od svih aktiva, a to je gotovina plus sve vrste tekućih računa u finansijskim institucijama. Pored komercijalnih banaka, tako-zvane štedne institucije - štedionice, štedne i kreditne asocijacije i kreditne unije - mogu takođe da otvaraju tekuće račune. Međutim, većina **depozita po viđenju** (beskamatni tekući računi) još uvek su u komercijalnim bankama. Kao što je prikazano u tabeli 2.1 drugi tekući računi, kao što su računi za negocijabilni nalog za povlačenje (NOW), takođe se smatraju kao deo M1. Ovi tekući računi, koji vuku kamatu, dati su na korišćenje pojedincima i domaćinstvima tokom 1970-th kad su banke i štedionice zaobišle zabranu plaćanja kamate na depozite po viđenju koja je u to vreme postojala. Pošto se M1 ograničava na ove visoko likvidne aktive - koje se mogu koristiti neograničeno kao sredstvo plaćanja - ona predstavlja najužu definiciju novca. (kao i najtradicionalniju, uzgred napomenimo).

TABELA 2.1 Tri definicije novčane mase (31. mart 2003.)

M1	Gotovina van banaka (\$640 milijardi), plus depoziti po viđenju kod banaka (\$306 milijardi), plus ostali tekući računi kod banaka i kod svih štednih institucija (\$287 milijardi), plus putnički čekovi (\$8 milijardi)	\$1.241 milijarda
M2	Dodaje na M1-oročene depozite u malim apoenima (\$869 milijardi), plus tekuće račune na tržištu novca i štedne depozite kod svih depozitnih institucija (\$2.861 milijarda), plus jedinice uzajamnih fondova ritejl tržišta novca (\$923 milijarde)	\$5.894 milijarde

M3	Dodaje na M2 - oročene depozite u velikim apoenima (\$100.000 i više) kod svih depozitnih institucija (\$798 milijardi) plus jedinice uzajamnih fondova institucionalnog novčanog tržišta (\$1.163 milijarde), plus aranžmani banaka o reotkupu i evrodolari (\$722 milijarde)	\$8.577 milijardi
----	--	-------------------

Izvor: Federal Reserve Release H6

Napomena: uzajamni fondovi na novčanom tržištu, depozitni računi novčanog tržišta i evrodolari objošnjavaju se i razmatraju u narednim poglavljima.

M2 pada neznatno niže na skali likvidnosti dodavanjem sredstava koja se najlakše i najčešće transferišu na tekuće račune kada je potrebno izvršiti plaćanje. Ova kategorija obuhvata **štedne račune** domaćinstava, **certifikate o depozitu (CD)** u malim apoenima (ispod \$100.000). Za razliku od štednih računa certifikati o depozitu imaju utvrđen datum dospeća. Ako želite da povučete sredstva ranije, plaćate znatne kaznene penale tako što ćete izgubiti deo svoje narasle kamate.

M2 uključuje **tekuće račune novčanog tržišta** kod banaka i štednih institucija kao i **jedinice uzajamnih fondova** (ritejl) **novčanog tržišta**. Ustvari, najveći deo tekućih računa novčanog tržišta i jedinica uzajamnog fonda novčanog tržišta ima ograničenu privilegiju izdavanja čekova, tako da mnogi smatraju da oni treba da se svrstaju pod definiciju M1. Međutim, prema sadašnjim evidencijama, uključeni su u pod M2.

M3 dodaje izvestan broj drugih stavki, od kojih su najveći certifikati o depozitu u velikim apoenima (\$100.000 i više), od kojih se većina drži kao kratkoročne investicije kod poslovnih firmi. O tome ćemo detaljnije pisati u poglavlju 12.

Dakle, šta je novčana masa u SAD? Da li je to iznos od \$1.241 milijarde (M1), \$8.577 milijardi (M3), ili nešto između? Svaka definicija novca ima svoje pristalice, ali mi koristimo užu definiciju novčane mase - M1 zato što je to i samo to opšte prihvaćeno kao sredstvo plaćanja. Čim izađemo izvan gotovine i tekućih računa, teško je naći logično mesto gde da se zaustavimo. Zato ćemo se, kroz ceo tekst ove knjige držati uže definicije novca: gotovina plus tekući računi.¹ Kao što ćemo videti u poglavlju 21, Federalne rezerve poslednjih godina daju prednost kategoriji M2.

1 Što ne znači da je M1 perfektna mera da se utvrdi koliko sredstava plaćanja postoji u praksi. Kao primer njene nepreciznosti navodimo da M1 ne uključuje procenu postojećih „overdraft“ bankarskih kredita (to su aranžmani koji omogućavaju ljudima da potpisuju čekove - legalno - čak i kada nemaju dovoljno sredstava na svojim tekućim računima za njihovo pokriće). Ova kao i druga sredstva koja su odmah na raspolaganju za plaćanje, nisu uključena u M1 uglavnom zato što ne postoje pouzdani podaci o njima.

Ko utvrđuje novčanu masu?

Zašto imamo iznos od \$1.241 milijarde novca M1 u SAD? Ko ili šta odlučuje koliko će ga biti?

Bez obzira na ono što ste možda čuli, zlato *ne* određuje novčanu masu. U stvari ono ima vrlo mali uticaj na nju. Godine 1968. poslednja preostala veza između novčane mase i zlata presečena je kada je povučen zakon po kome je bilo propisano da naš novac bude garantovan sa 25 posto zlata.

Ako za ovo još niste čuli, to je dobar znak koliko je bila nevažna veza između zlata i novca, bar u protekloj polovini veka.

I gotovina i tekući računi mogu se povećati ili smanjiti bez ikakve veze sa zlatom. Da li vas to uznemirava? Da li vam to uliva nepoverenje u vrednost vašeg novca? U tom slučaju, pošaljite nam ga. Mi ćemo vam rado platiti 90 centi po dolaru, što bi bio povoljan posao ako verujete u sve što pročitate u novinama ili čujete na televiziji o tome da dolar vredi samo 60 centi ili 50 centi, ili neki drugi iznos.²

Ako zlato nije pouzdan čuvar, ko (ili šta) zaista određuje koliko ćemo novca imati?

Monetarna vlast u mnogim zemljama zove se **centralna banka**. Centralna banka ne posluje direktno sa građanstvom; to je više banka banaka i odgovorna je za sprovođenje nacionalne monetarne politike. U SAD centralnu bankarsku funkciju obavlja Sistem federalnih rezervi koji je Kongres osnovao 1913. godine. On se sastoji od 12 regionalnih banaka Federalnih rezervi, razbacanih širom zemlje i od **Borda guvernera** u Vašingtonu D. C. Ovo čudovište sa glavom hidre, koje neki smatraju bezopasnim a drugi ga vide kao veliku opasnost, poseduje vrhunsku vlast nad novčanom masom.

Kao što je ranije navedeno, novčana masa (M1) sastoji se od gotovine i tekućih računa. Valuta se proizvodi u fabrikama novca - Bureau of Engraving and Printing i U. S. Mint - odakle se šalje uz jako obezbeđenje u Trezor SAD i u Federalne rezerve radi dalje distribucije. Najvećim delom novac ulazi u opticaj kada pojedinci i poslovne firme unovče čekove kod svojih lokalnih banaka. To znači da građani konačno odlučuju koja će proporcija novčane mase biti u vidu gotovine, pri čemu banke Federalnih rezervi prodaju na veliko potreban metalni novac i novčanice lokalnim bankama. Federalne rezerve se ne bave posebno delom novčane mase koja je u jednom ili drugom obliku, već se više bave totalom tekućih računa plus gotovina.³

2 Ustvari, kada pročitate da dolar vredi samo 50 centi, dobićete objašnjenje zašto zlato ima malo veze sa *vrednošću* novca, pored toga što ima malo veze sa utvrđivanjem iznosa novca u opticaju. Novac ima vrednost samo zato što novcem možete da kupujete robu, kao što je odelo, knjige, CD plejeri. Vrednost dolara se prema tome određuje cenama robe koju kupujemo. Kada se kaže da dolar vredi samo 50 centi, to znači da danas za jedan dolar možete da kupite ono što je pre nekoliko godina moglo da se kupi za 50 centi (zato što su cene udvostručene).

3 Ako ste radoznali daćemo vam razne podatke o kovanom novcu i novčanicama. Kovani novac se proizvodi u Američkoj kovnici, čiji se proizvodni pogoni nalaze u Denveru, Filadelfiji i San Francisku. Sve novčanice se štampaju u U. S. Bureau of Engraving and Printing, u pogonima koji se

Kao što je prikazano u tabeli 2.1, oko 48 procenata novčane mase M1 je u vidu tekućih računa. Ovi depoziti javljaju se, kao što ćemo videti kasnije u ovom poglavlju, kada banke odobravaju kredite: tj. kada odobravaju zajmove ili kupuju hartije od vrednosti. Tekući računi nestaju, tiho kao što su se i pojavili, kada banke ugovore kredit - kada se krediti otplate ili banke prodaju hartije od vrednosti. Tačno u ovom momentu, koristeći svoje pravo da kontroliše poslovanje banke, Federalne rezerve primenjuju svoju primarnu vlast nad novčanom masom i time primenjuju monetarnu politiku.

Ovaj proces kreiranja novca banaka i sprovođenje monetarne politike Federalnih rezervi uskoro će se izložiti i zatim detaljno razraditi od 17. do 21. poglavlja. Ali pre nego što predemo na detalje, treba da zastanemo za trenutak i da se upitamo čemu sva ta buka? Pre svega, zašto je novac toliko važan?

Značaj novca I: novac umesto bartera

U čemu je pre svega korist od novca? Da bismo shvatili važnost novca u ekonomskom sistemu, dobro bi bilo razmisliti o tome kako bi ekonomija izgledala bez njega. Drugim rečima, zašto je novac izmišljen (od Sir John Moneya 3016 pre n.e.)?

Iz jednog razloga, bez novca ljudi bi u ekonomiji morali da posvete više vremena kupovini onog što žele i prodaji onog što ne žele. Drugim rečima, ljudi bi imali manje vremena za rad i zabavu. U barter ekonomiji ne postoji sredstvo razmene ili obračunska jedinica (raboš u funkciji novca). Pogledajmo kako bi bilo kada bismo živeli u barter ekonomiji.

Zamislimo da ste drvoseča i da ste se dogovorili da napravite policu za knjige za vašeg suseda. Taj sused gaji piliće i za nju vam plati četiri tuceta jaja. Odlučite da zadržite jedno tuce za sebe, tako da sada imate tri tuceta jaja da razmenite za artikle iz piljarnice do kraja nedelje. Sve što morate da uradite jeste da nađete piljara koji nema dovoljnu količinu jaja.

Šta više, morate da imate na umu da za veknu hleba dajete 6 jaja (ili 11 kutija šibica ili tri kutije olovaka ili jedan Yankee godišnjak, ali svejedno je, jer nemate ništa od ovoga preko potrebe). I naravno, sve druge stvari na polici prodavca imaju slične etikete sa cenama na kojima su navedene sve moguće razmene. Etikete su veće od artikala.

Zatim se pojavljuje novac i sve se pojednostavljuje. Radnici se isplaćuju u novcu koji mogu da koriste za plaćanje računa i za kupovinu. Novac postaje sredstvo razmene. Više nam nisu potrebne etikete sa cenama na kojima su navedeni odnosi razmene između jednog artikla i svega drugog šta se može dobiti u

nalaze u Fort Worthu, Teksas i u Vašingtonu D.C. Najviša denominacija novčanice koja se sada štampa je \$100; a u opticaju su bile i novčanice od \$500, \$1.000, \$5.000 i \$10.000 ali sa štampanjem ovih novčanica prestalo se 1945. godine. Novčanica od \$1 traje prosečno godinu i po dana, dok se ne iscepa ili pohaba, zbog čega je vlada uvela 2000. godine Sacagawea dolarski kovani novac. Kovani novac traje mnogo duže od novčanica. Banke vraćaju pohabane novčanice u Federalne rezerve gde se uništavaju i odatle se distribuiraju novoštampane novčanice u zamenu za pohabane.

zamenu za njega. Umesto toga, cena robe i usluga izražena je u novcu kao zajedničkom imenitelju.

Najvažnija stvar u vezi sa sredstvom razmene je da svi moraju da budu uvereni da to sredstvo razmene može dalje da se prosleđuje, tj. da je opšte prihvaćeno u trgovini. Paradoksalno, ljudi će prihvatiti sredstvo razmene samo ako su sigurni da sa njim mogu da vrše dalju razmenu. Glavna karakteristika je da *neizvesnost* u pogledu njegove vrednosti u trgovini mora da bude vrlo mala. Ljudi će biti spremniji da prihvate sredstvo raazmene ako su sigurni u njegovu vrednost u odnosu na robu koju žele da kupe. Nesigurnost barter transakcija utiče da ljudi budu oprezni prilikom razmene. Ako želim da prodam svoju kuću i kupim kola, a vi želite obrnuto, možemo da sklopimo posao, samo što se ja plašim da me ne prevarite. Zbog toga ja ne sklapam posao; nisam siguran u vrednost robe koja mi se nudi u razmenu. Sredstvo razmene koje se često koristi u raznim transakcijama postaje nam poznato i može se pažljivo kontrolisati da ne bi došlo do prevare. Nesigurnost u trgovini se na ovaj način svodi na minimum.

U bliskoj vezi sa malom neizvesnošću - potrebom za visokom razmenjivošću je verovatnoća da sredstvo razmene neće gubiti svoju vrednost. To sredstvo mora da bude dobar čuvar vrednosti; inače čim prihvatimo sredstvo plaćanja pokušaćemo da ga se oslobodimo. Na taj način, sutra ili sledećeg dana, za njega bismo dobili sve manje i manje robe i usluga. Ako inflacija izmakne kontroli a ja nisam uveren da će sredstvo razmene zadržati svoju vrednost, ja ću se kolebati da li da ga prihvatim u razmeni; drugim rečima, neće dugo biti sredstvo razmene. Ako se to desi, počaćemo postepeno da se vraćamo u barter ekonomiju.

Sredstvo razmene obično služi i kao obračunska jedinica. Drugim rečima, cene sve druge robe izražene su, recimo, u dolarima. Bez te obračunske jedinice, morali biste da pamтите odnos razmene sapuna za hleb, noževa za košulje i polica za knjige u razmeni za friziranje kose (i friziranje kose za sapun). Obračunska jedinica smanjuje broj informacija koje morate da pamтите i ostavlja vam prostor za kreativno razmišljanje.

Prema tome, novac je dobra stvar. On oslobađa ljude od toga da troše suviše vremena trčeci okolo u potrazi za robom i uslugama i dozvoljava im da se bave drugim preokupacijama - proizvodnjom, relaksacijom, razmišljanjem i drugim aktivnostima.

Treba još jednom naglasiti da ljudi koriste sredstvo razmene - novac - ne zato što on ima neku unutrašnju vrednost već zato što se može zameniti za hranu, piće, odelo i zabavu. *Vrednost* novčane jedinice se prema tome određuje cenama svih stvari - tačnije rečeno, prosečnim nivoom svih cena. Ako cene rastu, novčana jedinica - dolar vredni manje zato što se za njega kupuje manje. Ako cene padaju (maštajte!) dolar vredni više zato što će se za njega kupiti više. Na taj način vrednost novca varira obrnuto u odnosu na nivo cena.

Značaj novca II: finansijske institucije i tržišta

Novac doprinosi ekonomskom razvoju i prosperitetu. Ovo se postiže stimulacijom štednje i investicija kao i jednostavnijim transferom sredstava od horde štediša u ruke zajmoprimalaca, koji žele da se bave investicionim projektima ali nemaju dovoljno sopstvenih sredstava za tu svrhu. Finansijska tržišta omogućavaju štedišama razne načine odobravanja kredita i na taj način povećavaju obim štednje i investicija i podstiču ekonomski razvoj.

Ljudi koji štede obično nisu oni isti ljudi koji vide i koriste profitabilne investicione mogućnosti. U ekonomiji bez novca jedini način na koji ljudi mogu da investiraju (na primer da kupe opremu za proizvodnju) jeste da troše manje nego što zarađuju (štednja). Slično tome, u ekonomiji bez novca jedini način na koji se može štedeti - tj. trošiti manje od zarađenog - jeste direktna nabavka robe.

Uvođenjem novca, međutim, omogućava se odvajanje investicija od štednje: novac pruža mogućnost svima da investiraju bez predhodnog odricanja od potrošnje (štednja) a takođe omogućava svakome da štedi a da ne mora i da investira. Znači da je sada moguće da investiraju i oni koji nemaju dovoljno sreće da raspolazu sopstvenom uštedevinom.

U monetarnoj ekonomiji, čovek jednostavno akumulira štednju u novcu jer je novac zaliha vrednosti. Preko finansijskih tržišta, ovaj višak novca može da se pozajmi nekoj poslovnoj firmi koja uzima ta sredstva na zajam za investiranje u novu opremu, opremu koju ne bi bila u stanju da kupi da nije imala mogućnost da pozajmi sredstva. Štediša i poslovna firma su na taj način u boljoj poziciji: štediša prima kamatu a poslovna firma očekuje prihod koji će premašiti troškove kamate. Ekonomija je takođe u boljem položaju. Jedini način na koji ekonomija može da se razvija jeste da se izdvaja deo njenih resursa za nove i produktivnije proizvodne kapacitete.

U razvijenoj ekonomiji kao što je naša, ovo kanalisanje sredstava od štediša do zajmoprimalaca preko finansijskih tržišta dostiže veoma kompleksne dimenzije. Niz raznih finansijskih instrumenata, kao što su akcije, obveznice i hipoteke, koriste se kao instrumenti pomoću kojih zajmoprimaoci mogu da imaju pristup višku sredstava štediša. Razna tržišta su specijalizovana za trgovinu nekim od ovih finansijskih instrumenata.

Nikle su finansijske institucije - kao što su komercijalne banke, štedionice, štedne i kreditne asocijacije, kreditne unije, osiguravajuća društva, uzajamni fondovi i penzioni fondovi - koje funkcionišu kao posrednici u transferu sredstava od krajnjeg zajmodavca do krajnjeg korisnika. Ovi finansijski posrednici i sami pozajmljuju sredstva od štediša - zajmodavaca a zatim odobravaju sredstva zajmoprimaocima - korisnicima sredstava. Oni mobilizuju štednju mnogobrojnih malih štediša i pakuju ih radi prodaje najpovoljnijim ponuđačima. U ovom procesu opet su u dobitku i štediši - zajmodavci i zajmoprimaoci - korisnici: štediši imaju dodatnu mogućnost pribavljanja štednih depozita ili penzionih prava, koji su manje rizični od pojedinačnih akcija ili obveznica, a poslovne

firme - zajmoprimaoci mogu da obezbede velike sume novca iz jednog izvora. Sve ovo ne bi bilo moguće da ne postoji novac, finansijsko sredstvo koje se nalazi u temeljima celokupne nadgradnje.⁴

Novac bez kontrole može da dovede do hiperinflacije ili katastrofalne depresije i time poništi svoje dobre osobine. Na primer, ako inflacija cena izmakne kontroli, novac prestaje da bude pouzdana zaliha vrednosti a samim tim postaje i manje efikasno sredstvo razmene. Ljudi će početi sa nepoverenjem da prihvataju gotovinu za plaćanje roba i usluga a ako ga ipak prihvate, oni će pokušati da ga se oslobode što je pre moguće. Kao što smo napomenuli, vrednost novca se određuje prema ceni robe koja se kupuje za novac. Što su cene više, više dolara se mora dati za kupovinu robe ili usluga. **Inflacija** (rast cena) smanjuje vrednost novca. **Hiperinflacija** (brz i neobuzdan rast cena) u velikoj meri smanjuje vrednost novca u kratkom vremenskom periodu. Zbog toga ljudi ne žele da čuvaju veliku sumu gotovine i trude se da je zamene za robu ili usluge što je pre moguće. Ako novac prestane da bude zaliha vrednosti on će postati lošiji i kao sredstvo razmene i počecemo da klizimo nazad u barter. Ljudi troše više vremena za razmenu robe a manje za proizvodnju, potrošnju i zabavu. **Deflacija**, pad cena koji je često povezan sa velikom recesijom ili čak depresijom, prouzrokuje drugačije ali ne manje ozbiljne posledice.

Sada kada jednom imamo novac, stalno nam se nameće pitanje: koliko treba da ga ima?

Novac, ekonomija i inflacija

Mnogi uporno tvrde da novac mora, na neki način, da se bazira na zlatu ili možda srebru ili bar na *nečemu* što poseduje materijalnu fizičku suštinu. Kao što smo videli gore, novac je uglavnom računovodstveni fenomen, uz podršku društvene konvencije i zakonodavne moći države. Jednostavno ne postoji nikakva podloga za našu valutu a tekući računi, koji predstavljaju najveći deo našeg novca, nisu ništa drugo nego obaveze u knjigama finansijskih institucija.

Kako nastaju ovi tekući računi? Kako centralna banka - **Federalne rezerve** (Fed) - reguliše njihov iznos? Pre svega, kako Federalne rezerve znaju kolika treba da je novčana masa? Na kraju, kakav je odnos između novčane mase, ekonomske aktivnosti i inflacije?

Preostali deo ovog poglavlja posvećen je preliminarom izučavanju ovih pitanja. Kasnije u knjizi, posebno u delovima V i VI, dublje ćemo začu u ovu materiju; u međuvremenu daćemo osnovne informacije koje će doprineti da materija izložena u sledećim poglavljima bude jasnija.

⁴ Precizno govoreći, teoretski, moguće je vršiti transfer između štediša i zajmoprimalaca u okviru bartera. Ovaj kreditni aranžman je ostvariv i bez novca. Ali jedino postojanje novca dozvoljava kompleksno i efikasno kanalisanje sredstava između štediša i zajmoprimalaca.

Rezerve banaka i novčana masa

Tekući računi otvaraju se kada banke odobravaju kredite; tj. kada odobravaju kredite ili kupuju hartije od vrednosti. Ovi računi se gase kada banke zaključe kredit, kada se krediti otplate ili kada banke prodaju hartije od vrednosti. Evo kako to funkcioniše.

Kada banka odobri kredit potrošaču ili poslovnoj firmi, ona otvara tekući račun koji će koristiti zajmoprimac. Na primer, kada uzmete kredit od \$1.000 od vaše banke iz susedstva, banka će uzeti vašu promesu i otvoriće vam tekući račun. Sa stanovišta banke, ona ima dodatnih \$1.000 (odnosno vašu promesu) na ime svoje aktive; to se poklapa sa dodatnih \$1.000 u pasivi (tj. vaš tekući račun). Kreiranje ovog depozita od \$1.000 na tekućem računu znači povećanje novčane mase za \$1.000.

Slično tome, kada banka kupi korporativnu ili državnu obveznicu, ona je plaća otvaranjem tekućeg računa (čekovnog) na ime prodavca. Pretpostavimo da imate korporativnu ili državnu obveznicu od \$1.000 u vašem investicionom portfelju, a da vam je potrebna gotovina. Možete da prodate obveznicu lokalnoj banci koja će tada dodati iznos od \$1.000 na vaš tekući račun. Još jednom, sa gledišta banke, njena aktiva (obveznice) i pasiva (tekući računi) su povećani za iznos od \$1.000. Novac je ponovo kreiran; novčana masa u ekonomiji je povećana za \$1.000.

Nasuprot gornjem, kada otplatite kredit banci dajući joj ček, banka vam vraća vašu promisoru notu a u isto vreme umanjuje vaš depozitni saldo. Ako banka proda obveznicu fizičkom licu, dolazi do istog smanjenja depozita. Novčana masa se smanjuje. Zaključak: banke kreiraju novac (tekući računi) kada odobre sredstva ili kupe hartije od vrednosti a poništavaju novac kada se njihovi krediti otplate ili kada prodaju hartije od vrednosti.

Banka ne može uvek da povećava svoje obaveze na tekućim računima odobravanjem kredita ili kupovinom hartija od vrednosti. Federalne rezerve zahtevaju da banke drže rezerve za pokriće obaveza na njihovim tekućim računima - tekuća obavezna rezerva je oko 10 procenata rezervi za tekuće račune. Ove rezerve čuvaju se kao gotovina u sefu ili kao depozit u njihovoj regionalnoj banci Federalnih rezervi. Zbog toga, banka samo ako ima „višak rezerve“ - rezerve iznad zakonskih obaveza - može da otvara nove tekuće račune odobravanjem kredita i kupovinom hartija od vrednosti.

Kada se kod banke pokaže „nedostatak kreditnih sredstava“ i kada nema višak rezervi, prestaje njena sposobnost da kreira novac. Ali ako nema dovoljno rezervi za pokriće postojećih depozita, banka mora na neki način da obezbedi dodatne rezerve. Da bi obezbedila rezerve, banka može da otkáže kredite ili da proda hartije od vrednosti da bi ponovo uskladila svoje depozite sa svojim rezervama.

Banke mogu takođe da pozajme rezerve od Fed-a ili na **tržištu federalnih sredstava**, tržištu za sasvim kratkoročne (obično preko noći) kredite između banaka. Promene visine raspoloživih rezervi utiče na ponudu na tržištu „fede-

ralnih sredstava“ i na taj način će uticati na stopu federalnih sredstava, kamatnu stopu koja se zaračunava na međubankarske zajmove za rezerve. Iz razloga o kojima će kasnije biti reči u ovom udžbeniku, Fed ističe ciljeve ove stope federalnih sredstava u sprovođenju monetarne politike.

Oslanjajući se na ove rezerve, Federalne rezerve utiču na stopu federalnih sredstava i na novčanu masu. Kako Federalne rezerve upravljaju rezervama bankarskog sistema detaljno će biti obrazloženo u poglavlju 19. Za sada, uzmimo zdravo za gotovo da Federalne rezerve kontrolišu rezerve banaka a samim tim i novčanu masu i predimo na sledeće pitanje.

Kolika treba da bude novčana masa?

Teoretski, odgovor je sasvim jednostavan. Pod pretpostavkom da novčana masa utiče na stopu trošenja, treba da imamo dovoljno novca da kupimo po važećim cenama robu i usluge koje privreda može da proizvede. Ukoliko potrošimo manje, imaćemo prazan hod i to može da dovede do deflacije; ako potrošimo više suočićemo se sa višim cenama ali ne više i sa realnim autputom. Drugim rečima, potrebna nam je novčana masa koja je dovoljna da se generiše nivo trošenja za novu domaću robu i usluge - **bruto domaći proizvod** (BDP) u ekonomiji - koji omogućava visoku zaposlenost po stabilnim cenama. Više novca bi značilo previše trošenja i pojavu inflacije, a manje novca bi značilo suviše malo trošenje i recesiju ili depresiju.

Nažalost, u praksi odgovor nije tako jednostavan. Pre svega, odluke o odgo-varajućem iznosu novca često su povezane sa pojmom anti-ciklične monetarne politike tj. monetarne politike koja namerno menja iznos novca u ekonomiji - povećavajući ga (ili, realnije, povećavajući stopu njegovog rasta) tokom recesije da bi se stimulisalo trošenje i smanjujući ga (ili povećavajući ga po stopi ispod redovne stope) tokom buma, da bi se sprečila potrošnja. Kao što ćemo videti u daljim poglavljima ovi pokušaji ekonomske stabilizacije su prilično kontraverzni.

Za nas je mnogo važnije da se shvati kako promene novčane mase mogu da utiču na *trošenje* na konsistentan način. Promena novčane mase može da utiče na promenu **likvidnosti** aktive građana. Novac je, ipak, najlikvidnija aktiva od svih sredstava. Likvidna aktiva, kao što smo ranije napomenuli, je nešto što se može pretvoriti u gotovinu; tj. može se prodati ili likvidirati brzo bez gubitka dolarske vrednosti. Novac već **jeste** gotovina. Nema veće likvidnosti od ove.

Pošto monetarna politika utiče na promenu likvidnosti portfolija ukupnih sredstava građana - uključujući, u tom bilansu, posedovanje nekretnina kao i finansijske aktive - ona bi na taj način trebalo da doprinese prekomponovanju portfolija koje podrazumeva i odluke o trošenju. Povećanje novčane mase znači da su građani likvidniji nego što je to ranije bio slučaj; smanjenje novčane mase znači da su građani manje likvidni nego ranije. Ako su građani ranije bili zadovoljni sa novcem koji poseduju u odnosu na ostatak svojih sredstava, promena

te novčane mase će verovatno dovesti do nove korekcije u ostatku njihovog portfolija.⁵

Drugim rečima, ove promene likvidnosti bi trebalo da utiču na veće (ili manje) trošenje bilo za realna dobra (kola i televizori) ili finansijsku aktivu (akcije i obveznice). Ako se trošenje sredstava za realna dobra povećava, tražnja za robom i uslugama se povećava, proizvodnja raste a to utiče direktno na BDP. Ako se povećava trošenje za finansijsku aktivu, povećana tražnja za akcijama i obveznicama povećava cene hartija od vrednosti. Više cene hartija od vrednosti uslovljavaju niže kamatne stope. Pad kamatnih stopa može da prouzrokuje veće trošenje novca za stambene zgrade, fabrike i opremu, a to će uticati i na BDP.⁶

Osnovna efektivnost monetarne politike je, prema tome, u njenom uticaju na likvidnost građana. Ali, da li će promena ponude likvidnosti stvarno uticati na trošenje novca zavisi od toga šta se dešava sa potražnjom likvidnosti. Ako je ponuda novca povećana a potražnja još veća, dodatni novac će se čuvati i neće se trošiti. „Jeftin“ ili „Skup“ novac nije samo pitanje povećanja ili smanjenja novčane mase u apsolutnom smislu, već pitanje povećanja ili smanjenja tražnje za novcem. U protekloj polovini 20. veka, jedva da smo imali neke periode u kojima se novčana masa stvarno smanjila u određenom vremenskom periodu, a ipak smo imali brojne periode skupog novca zato što je stopa rasta bila tako mala da je tražnja za novcem rasla brže od ponude.

Ako ljudi uvek reaguju na konsistentan način na povećanje lične likvidnosti (proporcija novca u njihovom portfoliju), Federalne rezerve će biti u mogućnosti da procene uticaj promene novčane mase na BDP. Ali ako reakcija trošenja varira nepredvidivo na promene novčane mase, centralna banka nikada neće znati da li treba u manjoj ili većoj meri da promeni novčanu masu (ili da li uopšte treba to da čini) da bi se došlo do određene promene trošenja novca.

Odnos između promene novčane mase i indukovanih promena u trošenju novca dovodi nas do brzine kojom se novac troši, njegovog *velociteta* ili stope obrta. Kada Federalne rezerve povećaju novčanu masu za \$1 milijardu, koliko će to imati uticaja na trošenje novca građana a time i na BDP? Recimo da smo u recesiji, sa BDP \$100 milijardi ispod nivoa prosperiteta. Da li može Fed da podstakne ekspanziju trošenja novca od \$100 milijardi povećanjem novčane mase za

5 Naravno, ako monetarna politika može da poveća novčanu masu a da sva druga sredstva građana ostanu nepromenjena, građani ne samo da će imati više likvidnih sredstava već će postati i bogatiji. Kao što će se videti u poglavlju 20, monetarna politika može da promeni samo strukturu sredstava građana. Ona ne može direktno da promeni ukupno bogatstvo.

6 Pošto će se ovo pitanje javljati često, vredno je posvetiti pažnju obrnutom odnosu između cene prinisne aktive i njene efektivne kamatne stope (ili prinosa). Na primer, dugoročna obveznica sa plaćanjem fiksne kamate od \$10 godišnje i koja košta \$100 prihoduje godišnju kamatnu stopu od 10 procenata. Međutim, ako cena obveznice treba da poraste na \$200 tekući prinos bi pao na 10/200, ili 5 procenata. A ako cena hartije od vrednosti treba da padne na \$50, tekući prinos bi skočio na 10/50, ili 20 procenata. Zaključak: skok (ili pad) cene obveznice reflektuje se, u aritmetičkom smislu, u automatskoj promeni efektivne kamatne stope u suprotnom pravcu. Kada se kaže da je cena obveznica porasla ili da je kamatna stopa pala to je jedna ista stvar izražena na dva različita načina. Mi ćemo se vratiti na ova pitanja na nešto precizniji način u poglavlju 4.

\$10 milijardi? Ili, da li će biti potrebno \$20 milijardi - ili \$50 milijardi - povećanja novčane mase da bi se obavio taj posao?

Velocitet: nedostajuća karika

Jasno je da je to osnovna zagonetka koju treba da reše kreatori monetarne politike ukoliko žele da se politika primenjuje efektivno. Novac je samo sredstvo koje vodi do cilja, a cilj je ukupan obim trošenja novca, koga treba imati dovoljno da nam da visoku zaposlenost ali ne i toliko mnogo da bi izazvao suviše visoki rast cena.

Kada Federalne rezerve povećavaju novčanu masu, primaoci ove dodatne likvidnosti verovatno potroše jedan deo novca na robu domaće proizvodnje i usluge, povećavajući BDP. Sredstva se na taj način kreću od prvobitnih primaoca do prodavaca roba i usluga. Sada prodavci imaju više novca nego ranije i ukoliko se ponašaju isto kao i ostali, oni će takođe verovatno potrošiti jedan deo tog novca. Na taj način BDP dalje raste i novac cirkuliše dalje do nove grupe vlasnika, koji, sa svoje strane, mogu takođe da potroše deo novca, povećavajući ponovo BDP. Tokom nekog vremenskog perioda, recimo u toku jedne godine, nastalo bi višestruko povećanje trošenja novca i BDP-a iz početnog povećanja zalihe novca.

Ovaj odnos između povećanja BDP tokom jednog vremenskog perioda i početne promene novčane mase dovoljno je važan da bi dobio svoje ime: **velocitet** novca. U tehničkom smislu, velocitet se utvrđuje po završenom procesu tako što se kumulativno povećanje BDP-a podeli sa početnim povećanjem novčane mase.

Slično tome, možemo da izračunamo velocitet ukupnog iznosa novca u zemlji deljenjem ukupnog BDP-a (ne samo povećanja istog) s ukupnom novčanom masom. Ovo nam pokazuje koliko puta se prosečno obrne svaki dolar da bi se kupile stvari i usluge tokom godine. Na primer, 2002. godine, sa BDP od \$10.446 milijardi i prosečnom novčanom masom od \$1.191 milijarde tokom godine, velocitet novca je bio 10.446 podeljeno sa 1.191, ili 8,8 godišnje. Svaki dolar iz M1, prosečno je potrošen 8,8 puta za kupovinu robe i usluga u toku 2002. godine.

Sa ovom nedostajućom karikom - velocitetom - koji je sada uspostavljen, možemo preciznije da preformulišemo problem monetarne politike. Sistem federalnih rezervi kontroliše novčanu masu. Njegov glavni zadatak je da reguliše tok trošenja novca. Tok trošenja, međutim, ne zavisi samo od novčane mase već zavisi takođe od stope prometa novčane mase ili velociteta, a kontrolu ovog nemaju Federalne rezerve.

Centralni problem monetarne teorije je istraživanje šta tačno utvrđuje velocitet novca - ili, gledano na drugi način, onoga što određuje obim potrošnje koja proizilazi iz promene novčane mase. Kao što ćemo videti, neslaganje o determinantama i kretanju velociteta u osnovi je dela diskusije o politici ekonomske stabilizacije.

Ali postoji još nešto. Sistem federalnih rezervi treba da se stara ne samo o odnosu između novca i njegovog trošenja, već i o tome da li cene ili proizvodnja odgovaraju povećanom trošenju novca. Veći BDP je dobar ako je proizvodnja veća ali nije tako dobar ako znači više cene. Oba ishoda su moguća. A ovo nas dovodi do teme o inflaciji. Na sledećih nekoliko stranica dat je kratak pregled, dok je osnovna materija data u poglavljima 26 i 27 o monetarnoj politici.

Novac i inflacija

Potrošačke cene su sada za više od deset puta iznad cena u 1940. godini i tri puta više od cena u 1975. godini. Od 1975. godine cene su rasle po prosečnoj godišnjoj stopi od skoro 5 procenata; po toj stopi, cene su prosečno duplirane svakih 14 godina.⁷

Ko je odgovoran za inflaciju? Da li je novac krivac? Možemo li da zaustavimo inflatornu spiralu ako zategnemo novčanu masu? Klasično tumačenje inflacije je da „prevelika količina novca juri vrlo malu količinu robe“ Za ovu dijagnozu primenjuje se sledeći lek: zaustaviti kreiranje tako velike količine novca i inflacija će nestati.

Ovakva dijagnoza je bila bolno istinita tokom onih perioda u istoriji u koje je teško poverovati kada je hiperinflacija, koja je izmakla kontroli, dovela do neobuzdanog rasta cena i vrednost novca praktično svela na nulu. Primer: cene su učestvorostručene u revolucionarnoj Americi između 1775. i 1780. kada je Kontinentalni kongres odobrio štampanje i preplavio zemlju novcem. Fraza „ne vredi ni kontinental“ pominje se i danas. Situacija u Nemačkoj posle Prvog svetskog rata bila je još ekstremnija; cene su 1923. bile 34 milijardi puta više nego što su bile 1921. godine. U Mađarskoj, posle Drugog svetskog rata, bilo je potrebno 1.4 noniliona penga 1946. godine za kupovinu onoga što je za jedan peng moglo da se kupi nekoliko godina ranije (jedan nonilion iznosi 1,000,000,000,000,000,000,000,000,000,000).

Oštri lomovi ove vrste bili bi nemogući ukoliko se konstantno ne ubrizgavaju nove količine novca u sve većem obimu. U ovakvim slučajevima, novac je nesumnjivo krivac za inflaciju. Jedini način da inflacija ne izmakne kontroli jeste da se nagazi brza kočnica na mašini za štampanje novca.

Međutim, hiperinflacija nije iskustvo koje smo imali u ovoj zemlji tokom poslednjih godina. Od 1950. do 2002. troškovi života povećavani su svake godine sem jedne (1955.). Godišnja stopa inflacije tokom celokupnog perioda je prosečno bila viša od 4 procenta godišnje. Šta više, čak i tokom perioda recesije, kao što su godine 1974., 1981. i 1991. inflacija je još uvek bila prisutna, sa rastom cena 12,9 odnosno 4 procenata tokom ovih godina. Jedino tokom Velike depresije Sjedinjene Države su iskusile upornu deflaciju. S druge strane, Japan je imao defla-

7 Kao poseban bonus, dajemo vam „pravilo 72“ za stope rasta. Ako nešto (bilo šta) raste po složenoj godišnjoj stopi od x posto, da biste utvrdili koliko će godina biti potrebno da se *udvostruči*, podelite 72 (magični broj) sa x . Na primer, ako cene rastu po stopi od 5 procenata godišnje, one će se duplirati za $72:5 = 14$ godina. Ovo nije sasvim precizno, ali je korisna mera odoka.

ciju tokom hroničnih recesija koje su se događale u drugoj polovini 1990-tih godina.

Za razliku od svoje uloge u hiperinflaciji, očigledno je da novac nije jedini krivac kada se govori o svakodnevnim vrstama puzeće inflacije sa kojom smo se suočavali poslednjih godina. Pogledajmo samo neke podatke pre nego što požurimo sa zaključcima. Sledeća lista pokazuje godišnji rast novčane mase i stopu inflacije od 1930. do 1999. gde se koristi M1 kao definicija novca. Ona pokazuje da ova dva faktora imaju tenedenciju istovetnog kretanja ali poslednjih godina ta tendencija nije bila toliko izražena. Ako koristimo M2 kao našu definiciju novca, odnos ostaje relativno približan čak i u skorijem vremenskom periodu.⁸ Možemo, takođe, da pogledamo i svaku pojedinačnu deceniju, ponovo koristeći period 1930. - 1999. i M1 kao našu definiciju novca:

1. Tokom 1930-tih godina, novčana masa (M1) je povećana za 35 procenata, ali su potrošačke cene *pale* za 20 procenata.
2. Tokom 1940-tih godina novčana masa je povećana za 200 procenata, ali su cene porasle „samo“ za 70 procenata.
3. 1950-te godine daju najprikladnije uklapanje: novčana masa i cene pokazale su rast od oko 25 procenata.
4. Tokom 1960-tih godina, odnos se neznatno poremetio: novčana masa povećana je za 45 procenata a potrošačke cene su porasle za nešto manje od 30 procenata.
5. Tokom 1970-tih godina, novčana masa je povećana za 90 procenata a cene su porasle za 105 procenata.
6. 1980-tih godina, novčana masa je udvostručena a cene su porasle za 60 procenata.
7. U poslednjoj deceniji 20. veka, novčana masa je povećana za 40 procenata a cene su porasle za oko 30 procenata

Možete sami da donesete zaključak, ali podaci pokazuju da je novac u velikoj meri povezan sa svim vrstama inflacije. Ljudi ne mogu da nastave da kupuju istu količinu robe i usluga po sve višim i višim cenama ukoliko se ne povećava novčana masa. Da novčana masa danas nije veća nego što je bila 1950 godine, (\$115 milijardi), rast cena bi bio davno zaustavljen - i to bi se desilo i sa ekonomskim aktivnostima.

8 Postoji razlog zašto je poslednjih godina inflacija pratila M2 više od M1. M2 obuhvata tekuće račune i uzajamne fondove na tržištu novca, a i jedni i drugi plaćaju kratkoročne tržišne kamatne stope. Kada kamatne stope rastu mnogo se novca preliva iz beskamatnih depozita po vidjenju i negociabilnih računa (NOW) sa niskom kamatom u profitabilnije račune tržišta novca. Ovo dramatično smanjuje M1 ali nema uticaja na M2. Zašto? Zato što M2 **već obuhvata** ove račune na tržištu novca. Kada stope padaju, dešava se suprotno. Rezultat ovoga je sledeće: M1 povećava kamatne stope na svim računima dok kod M2 to nije slučaj. Zbog toga mnogi ekonomisti sada prebacuju veću težinu na M2 nego na M1 jer on nije tako nestabilan.

Redosled uslova: Povećanje novčane mase je **neophodan** uslov za nastavak inflacije, ali verovatno da to nije *dovoljan* uslov. Povećanje novčane mase neće uticati na rast cena ako opadne veličnost (kao tokom 1930-tih godina). Čak i da veličnost ostane konstantan, povećanje novčane mase neće uticati na rast cena ako je proizvodnja u ekspanziji. Kada se nalazimo u periodu depresije, na primer, potrošnja stimulirana porastom novčane mase će verovatno pre uticati na povećanje proizvodnje i zaposlenosti nego na cene. Takođe, bar u kratkom periodu - a ponekad taj kratak period traje nekoliko godina - povećano trošenje i inflacija mogu nastati zbog povećanja veličnosti bez ikakvog povećanja novčane mase.

HOD PO ŽICI

Da li će papirni novac ikada nestati?

Već mnogo godina „novac“ podrazumeva metalni novac, papirne novčanice i eventualno tekuće račune. Nedavno, tehnologija je omogućila nove načine plaćanja roba i usluga. Debitne kartice, automatizovano plaćanje računa i internet „cyber novac“ ili „e-novac“ su primeri elektronskih sredstava razmene koja zamenjuju tradicionalne načine plaćanja. Neki ljudi tvrde da će tradicionalni načini plaćanja biti vremenom sve manje značajni i da će jednog dana verovatno biti zastareli. Ovakva mogućnost je dovela do razmišljanja da bi centralne banke kao što je Fed mogle da izgube kontrolu nad svojom novčanom masom u zemlji ako Internet stavi veliku količinu „cyber“ novca van državne regulative.

Skorajšnje iskustvo je pokazalo da ljudi verovatno neće nikada odustati od korišćenja metalnog

novca, papirnih novčanica ili čekova. Povoljnost i anonimnost ovih načina plaćanja su očigledni. Rast elektronskog novca nije bio tako brz kako se u početku predviđalo, delimično zbog sumnje u bezbednost ili poverenje u neke provajdere usluga elektronskog plaćanja.

Pretpostavka da bi centralne banke mogle da izgube kontrolu nad novčanom masom mogla bi da bude preterana. Istraživanje pokazuje da će Fed uvek imati mogućnost da utiče na ekonomiju svojim uticajem na kamatne stope. Kao što ćemo videti u daljem tekstu ove knjige, Fed sada ne pokušava da utiče na obim novčane mase, već zato vrši uticaj na kamatne stope. Ovaj uticaj će postojati čak i ako veliki deo novčane mase budu obezbeđivali privatni platni sistemi koji ne moraju da drže rezerve kod Fed-a.

Završićemo ovaj odeljak kratkim izlaganjem o ulozi novca u procesu inflacije. Da li novac *uvek* dovodi do inflacije? Ne, ali u izvesnim okolnostima, i kada je porast novca dovoljno veliki, to je verovatno tačno. Slučaj 1: Ako centralna banka povećava novčanu masu za vreme recesije, povećano trošenje koje se podstiče, verovatno će dovesti do veće zaposlenosti i veće proizvodnje roba i usluga a ne do viših cena. Slučaj 2: Ako se približimo punoj zaposlenosti i kapacitetu proizvodnje, povećanja novčane mase će verovatno sve više i više generisati porast cena. Međutim, ako je ovo povećanje dovoljno samo da se obezbede sredstva za povećani obim transakcija koji prati realni ekonomski rast, ne znači da mora da dođe do inflacije. Slučaj 3: Samo kada se novčana masa povećava u

uslovima visoke zaposlenosti i prevazilazi zahteve ekonomskog razvoja može se smatrati da je ona primarni razlog za rasplamsavanje inflatorne spirale.

Vremenski faktor i obim inflacije su takođe relevantni elementi. U kratkom periodu, samo povećanje monetarnog veličnosti (do čega dolazi zbog rasta državne ili privatne potrošnje), uz konstantan ili čak opadajući nivo novčane mase, može da finansira umerenu stopu inflacije. Što je duži vremenski raspon i viši rast cena, to je manje verovatno da samo veličnost može da dovede do ovakve situacije. Tokom dužeg perioda, inflacija može da opstane samo ako se novčana masa povećava.

REZIME

1. Novac ima mnogobrojne funkcije u ekonomiji. Njegova funkcija kao sredstva razmene je možda najvažnija. Novac takođe služi kao zaliha vrednosti i kao obračunska jedinica. Generalno, novac se smatra za najlikvidniju aktivu jer može da se troši po nominalnoj vrednosti svuda i u svako vreme.
2. Precizna definicija aktive zvane novac varira prema ekonomskom sistemu. U Sjedinjenim Državama imamo tri definicije: M1, M2 i M3. Svaka predstavlja znatno različitu definiciju likvidnosti i trošenja. M1 je najuža i najstarija definicija: Iznos gotovine i svi tekući računi kod banaka i štedionica. Ovo je definicija koju koristimo u celoj knjizi sem ukoliko ne naglasimo drugačije.
3. Bez novca, ekonomija bi morala da se oslanja na neprikladniji barter sistem za razmenu robe i usluga. Postojao bi samo primitivan mehanizam za kanalsanje štednje u produktivne investicije. Nivo ekonomskog napretka bi bio niži u svakom slučaju.
4. Kontrolu novčane mase obavlja centralna banka. U Sjedinjenim Državama, funkciju centralne banke obavlja Sistem federalnih rezervi, koji nastoji da reguliše novčanu masu tako da imamo dovoljnu potrošnju koja stvara visoku zaposlenost bez pojave inflacije. Sistem federalnih rezervi reguliše bankarske kredite kao i novčanu masu kontrolom rezervi banaka. Promenom rezervi banaka, a samim tim i novčane mase, Fed menja likvidnost građana i, očekuje se, njihovo trošenje za robu i usluge, što za uzvrat pomaže da se odredi BND, nivo nezaposlenosti i stopa inflacije.
5. Odnos između novca i trošenja zavisi od brzine kojom ljudi obrću svoja novčana salda. Ova stopa optočaja novca naziva se veličnost novca. Pošto svaka data novčana masa može da se potroši brže ili sporije - tj. veličnost može da raste ili opada - dosta širok opseg potencijalnog trošenja može razumljivo da proističe iz bilo koje date zalihe novca.
6. Inflacija je istorijski oduvek bila jedan od najvećih ekonomskih problema. Povećanja novčane mase su neophodan ali ne dovoljan uslov puzeće inflacije sa kojom smo se suočavali. U slučajevima hiperinflacije, novčana masa je isključivo

glavni krivac. Veća količina novca ne dovodi uvek do inflacije, jer velicet može da padne a autput da se proširi. Na duži rok, inflacija ne može da traje sem ukoliko se ne podstiče ekspanzijom novčane mase.

KLJUČNI TERMINI

Bord guvernera str. 17	Federalne rezerve, str. 21	Novac str. 15
Bruto domaći proizvod (BDP) str. 23	Gotovina, str. 15, 23	Štedni račun, str. 16
Centralna banka str. 17	Hiperinflacija, str. 21	Tekući račun na tržištu novca str. 16
Certifikat o depozitu (CD) str. 16	Inflacija, str. 21	Tekući račun, str. 15
Deflacija, str. 21	Investiciona sredstva na tržištu novca, str. 20	Tržište federalnih sredstava, str. 22
Depozit po viđenju, str. 15	Likvidna aktiva, str. 23	Velocitet, str. 24, 25
	Likvidnost, str. 24	

PITANJA

- 1.1 Koja definicija novčane mase, M1, M2 ili M3, je najprihvatljivija ako je najvažnija njena uloga sredstva razmene? Zašto?
- 1.2 Koje su glavne karakteristike dobrog sredstva razmene?
- 1.3 Objasnite zašto je vrednost novca u suprotnoj vezi sa nivoom cena.
- 1.4 „Bez novca u vidu depozita finansijski sektor bi bio manje razvijen a nivo ekonomskih aktivnosti bi bio niži.” Objasnite.
- 1.5 Pod pretpostavkom da Federalne rezerve mogu uspešno da kontrolišu novčanu masu, da li to znači da Fed može takođe da kontroliše ukupno trošenje i BDP?
- 1.6 Da li do inflacije dolazi isključivo zbog „previše novca“?
- 1.7 Cene su se približno učetvorostručile poslednjih 30 godina. Ako se tako nastavi i sledećih 30 godina, koliko će godišnje koštati vaš koledž kroz 30 godina?
- 1.8 Kada rastu kamatne stope postoji tendencija kod ljudi da prebace svoj novac sa depozita po viđenju i drugih tekućih računa na tekuće račune tržišta novca i u uzajamne fondove tržišta novca. Kako to utiče na novčanu masu prema definiciji M1? Kako je to prema definiciji M2?
- 1.9 Ako bi neka zemlja usvojila američke dolare kao svoju sopstvenu valutu, kako bi to uticalo na američku novčanu masu?
- 1.10 Pitanje za diskusiju: Vladimir Lenjin, komunistički vođa, navodno je izjavio da će inflacija potkopati finansijski sistem zemlje i da će na kraju uništiti zemlju. Međutim, mi smo imali inflaciju više godina, a zemlja još uvek postoji. Da li to znači da je ova izjava netačna?

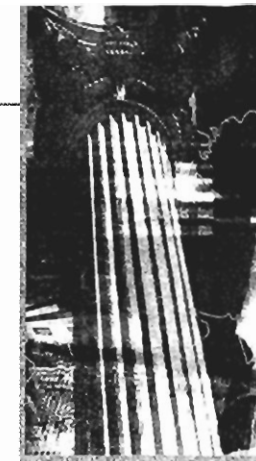


MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i „Best of the Web” link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Finansijski instrumenti, tržišta i institucije

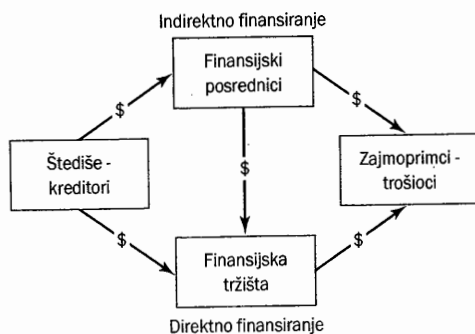


Finansijska tržišta su u osnovi ista kao i druge vrste tržišta. Kupuje se i prodaje, pogađa i cenka, dobija i gubi, baš kao i na buvljacima u Kazablanci i Amsterdamu ili na tržištima zlata u Londonu i Cirihi. Na finansijskim tržištima kupuju se i prodaju hartije od vrednosti, kao što su akcije i obveznice, koje su manje opipljive od vrućih narukvica ili hladnih zlatnih poluga ali zato nisu manje vredne. U ovom poglavlju biće reči o instrumentima i institucijama finansijskog sektora. Ali pre nego što pređemo na detalje, daćemo jednu sveobuhvatnu sliku.

Tok sredstava

Svi finansijski sistemi moraju da imaju mehanizam protoka sredstava od onih koji poseduju novac, a to su štediši - kreditori, do onih kojima je novac potreban, a to su zajmoprimci - trošioci. Iako se finansijski sistemi razlikuju od zemlje do zemlje, u suštini postoje dva fundamentalna mehanizma transmisije preko kojih se obavlja ovaj proces. Sredstva mogu da teku direktno kroz **finansijska tržišta** ili indirektno kroz takozvana **posrednička tržišta** preko finansijskih posrednika. Taj proces se zove „tok sredstava” i šematski je prikazan na slici 3.1. Sredstva teku s leva na desno a finansijska potraživanja teku s desna na levo. Kada sredstva teku kroz finansijska tržišta, zajmoprimci - trošioci prodaju štedišama - zajmodavcima finansijska potraživanja prema sebi - koje se nazivaju hartije od vrednosti, kao što su akcije i obveznice. U ovom slučaju veza između zajmodavaca i zajmoprimaca je „direktna”, jer sredstva teku od kreditora do zajmoprimaca a hartije od vrednosti teku od zajmoprimaca do kreditora.

Kada sredstva teku preko posrednika proces je „indirektan“. To je zbog toga što zajmodavci kupuju finansijska potraživanja prema finansijskim posrednicima koji, s druge strane, kupuju finansijska potraživanja prema zajmoprimcima. Na primer, kreditori bi mogli da kupe bankarski certifikat o depozitu dok banka, s druge strane, odobrava komercijalni kredit što je kao kupovina promisoru note (IOU) neke firme. U ovom slučaju, kreditori ne kupuju komercijalne kredite direktno već se pre pružaju sredstva indirektno investiranjem u bankarske depozite. Međutim, pored toga, finansijski posrednici kupuju hartije od vrednosti na finansijskim tržištima - kao kada društvo za životno osiguranje kupuje korporacijsku obveznicu. Zbog toga, primetićete na slici 3.1 da strelica povezuje finansijske posrednike i finansijska tržišta.



SLIKA 3.1 Tok sredstava od kreditora do zajmoprimaca

Kroz široku lepezu tehnika, instrumenata i institucija, finansijski sistem kanališe štednju miliona u ruke onih zajmoprimaca kojima treba više sredstava nego što poseduju. Finansijska i posrednička tržišta su kanali preko kojih oni koji ne potroše sav prihod mogu višak svojih sredstava da stave na raspolaganje onima koji žele da potroše više nego što su zaradili.

Štediše - kreditori su na dobitku jer prihoduju kamatu ili dividende na svoja sredstva. Zajmoprimci - trošioci profitiraju jer dolaze do novca za svoje investicione planove koje inače ne bi mogli da finansiraju (i verovatno zarade više od iznosa kamate koju plaćaju). Bez finansijskog i posredničkog tržišta, štediše ne bi imale drugi izbor nego da gomilaju svoj višak novčanih sredstava, a zajmoprimci ne bi bili u mogućnosti da realizuju bilo koje investicione planove sem onih koje sami mogu da finansiraju.

Štediše - kreditori su uvek domaćinstva, iako ponekad poslovne firme i vlada - savezni, državni i lokalni - takođe odobravaju značajna sredstva na kredit. Zajmoprimci - trošioci su najvećim delom poslovne firme i država, mada su domaćinstva važna kao korisnici potrošačkih i hipotekarnih kredita.

Postojanje veoma razvijenih, široko dostupnih finansijskih i posredničkih tržišta koja glatko funkcionišu, od ključne je važnosti za prebacivanje štednje u ruke onih koji žele da ostvare investicionu potrošnju. Oni koji mogu da zamisle i iskoriste potencijalno profitabilne investicione mogućnosti često nisu isti ljudi koji generišu tekuću štednju. Ako su mehanizmi finansijskih transmisija nerazvijeni, nepristupačni ili nesavršeni, tok sredstava od štednje domaćinstava do investicija firmi biće ometen, a nivo ekonomske aktivnosti će pasti ispod svog potencijala.

Da bi ovaj proces toka sredstava nesmetano funkcionisao, moraju da postoje adekvatne informacije o tim tržištima i o načinu njihovog rada, kao i adekvatne informacije o finansijskim potraživanjima prema zajmoprimcima - trošiocima. Na primer, ako zajmoprimcima nije poznato da na finansijskim i posredničkim tržištima mogu da emituju svoje finansijske obaveze - ili ako informacije o izvorima sredstava nisu široko rasprostranjene - tada se neke investicije koje su se mogle preduzeti neće ostvariti, iako postoje štediše koje bi rado dale svoja sredstva na zajam po kamatnim stopama jednakim ili manjim od onih koje bi zajmoprimci rado platili. Slična situacija bi mogla nastati kada su u pitanju štediše. Neke štediše možda i ne znaju za mogućnost odobravanja pozajmica. Umesto da se uposle, sredstva se stavljaju pod slamaricu i manje se investira (što opet smanjuje štednju jer se prihod smanjuje). Dalje, ako su štediše loše obavestene o kvalitetu zajmoprimaca, tada oni možda neće biti voljni da kupe potraživanja prema njima po fer ceni - ili po bilo kojoj ceni uopšte. Zbog toga efikasan finansijski sistem mora da dostavlja informacije zajmodavcima o kvalitetu plasiranih finansijskih obaveza.

Mnoga zanimljiva pitanja se nameću u vezi sa tokom sredstava. Kako se finansijske obaveze plasiraju i kako se trguje hartijama od vrednosti na finansijskim tržištima? Šta određuje miks između direktnog finansiranja i indirektnog finansiranja. Da li pristup informacijama igra ulogu u određivanju ovog miksa. Kakve su razlike između miksova u raznim zemljama. Počecemo sa odgovorom na neka od tih pitanja u ovom poglavlju tako što ćemo prvo dati pregled finansijskih instrumenata i tržišta a posle toga ćemo dati profil glavnih finansijskih posrednika. Ova diskusija je uvod u opširniju diskusiju o arhitekturi finansijskog sistema u delu IV.

Finansijski instrumenti i tržišta

Pošto ćemo diskutovati o obveznicama, akcijama i hipotekama u ovoj knjizi, ovu sekciju posvetićemo objašnjenju sličnosti i razlika između takvih finansijskih instrumenata. Pored toga, daćemo pogled iz ptičje perspektive na tržišta novca i kapitala gde se ovi i drugi instrumenti, vredni milijarde dolara, kupuju i prodaju svakog dana.

Kada zajmoprimci - trošioci pribavljaju sredstva na finansijskim tržištima oni to čine emitovanjem hartija od vrednosti na **primarnom tržištu**. Emitovanje hartija od vrednosti na primarnom tržištu zahteva odabiranje odgovarajućih hartija od vrednosti a zatim njihovu distribuciju štedišama - kreditorima. Posebna vrsta finansijske institucije, investiciona banka, specijalizovana je da pruža pomoć zajmoprimcima na primarnom tržištu. Na primer, investicione banke kao što su Smith Barney, Goldman Sachs i Morgan Stanley prikupljaju informacije o tome kolika je tražnja potencijalnih kupaca za određenim vrstama hartija od vrednosti i uz proviziju pomažu zajmoprimcima da strukturiraju i odrede cenu tih hartija od vrednosti pa ih onda prodaju po najpovoljnijoj ceni. U suštini, investicione banke su specijalizovane za informacije i marketing novoemitovanih hartija od vrednosti.

Kada se hartije od vrednosti emituju, druge institucije pomažu da se obezbedi **sekundarno tržište** gde se postojeće hartije od vrednosti mogu kupovati i prodavati. Možda je Njujorška berza akcija najvažnije sekundarno tržište ali takođe postoje i vanberzanska tržišta za mnoge hartije od vrednosti.

Vratimo se na ove teme u poglavlju 6 gde će biti reči o strukturi i funkcionisanju tržišta hartija od vrednosti i u poglavlju 8 gde ćemo razmatrati novčano tržište i tržište kapitala. U ovom trenutku, hajde da razmotrimo same instrumente da bismo bolje razumeli zašto su akcije, obveznice i hipoteke tako vredne iako su samo komadi papira.

Obveznice predstavljaju zaduživanje

Postoje razne vrste obveznica. Na primer, postoje korporacijske obveznice, obveznice vlade SAD i državne obveznice kao i obveznice lokalne uprave (koje se često nazivaju **municipalne obveznice**). Ali u svakom slučaju one predstavljaju istu stvar, a to je uzimanje na zajam novca koje ostvaruju korporacije ili vladina tela, koje su prvobitno prodale obveznicu.

Kada Microsoft, ujka Sam ili država Vajoming, na primer, žele da mobilišu nekoliko miliona dolara, oni obično štampaju lepe papire - koji se zovu **obveznice** - i pokušavaju da ih prodaju. Mnoga fizička lica i finansijske institucije su zainteresovani da kupe ove hartije od vrednosti jer na papiru piše da emitent, recimo Microsoft, obećava da će platiti svakom ko poseduje obveznicu (kreditor) određenu kamatu na određene datume u budućnosti.

Na papiru se takođe navodi kada će obveznica dospeti, tj. datum kada će kredit biti otplaćen onome ko poseduje tu obveznicu u tom momentu. Neke obveznice imaju prvobitno dospeće od samo nekoliko godina, dok druge možda neće dospeti za 20 ili 30 godina. Dešavalo se ranije da su neke vlade čak prodale obveznice bez datuma dospeća, a one se zovu **obveznice bez fiksnog roka dospeća (perpetuities)** ili **konsole (consols)** na koje se zbog toga kamata plaća u nedogled.

Većina obveznica obećava plaćanje izvesnog dolarskog iznosa na ime **kamate** svake godine, tokom navedenog broja godina, a posle toga otplatu glav-

nice o dospeću. U SAD obveznice se tradicionalno emituju sa **kuponima** koje vlasnici obveznica naplaćuju svakih 6 meseci da bi naplatili **dospelu kamatu**. To je razlog što se obveznice često nazivaju **kuponske hartije od vrednosti**.

Međutim, u najnovije vreme neke obveznice se izdaju bez kupona. Naravno da se zbog toga nazivaju **obveznice sa zero kuponom**. Ove hartije od vrednosti se prodaju po ceni koja je ispod njihove navedene nominalne vrednosti a razlika predstavlja kamatu koju će zaraditi vlasnik obveznice tokom roka dospeća ovog instrumenta. Američke štedne obveznice su najpoznatije hartije od vrednosti ove vrste. U Poglavlju 4 ćemo detaljno objasniti kako se kamata obračunava na kuponske hartije od vrednosti i na one sa zero kuponom.

Među obveznicama postoje mnoge druge razlike. Jedna od najvažnijih se odnosi na način na koji se kamata oporezuje. Državne i lokalne obveznice ili municipalne obveznice često se nazivaju obveznice **oslobođene poreza** zato što im je kamata zakonom oslobođena saveznog poreza na prihod. Njihova kamata je takođe često oslobođena državnog poreza na prihod u državi u kojoj su emitovane. Kamata na korporacijske obveznice i na hartije od vrednosti savezne vlade podleže saveznom porezu na prihod. S druge strane, kamata na obveznice savezne vlade ne podleže državnom i lokalnom porezu na prihod.

Akcije predstavljaju vlasništvo

Dok obveznice predstavljaju uzimanje kredita, **akcije** predstavljaju vlasništvo.¹ Posedovanje akcijskog sertifikata znači da vlasnik poseduje deo korporacije. Zbog toga postoje samo *korporacijske* akcije, ne postoje akcije vlade SAD ili države ili lokalnih uprava, jer fizička lica ne mogu da „poseduju“ vlade (bar ne legalno). Korporacije pribavljaju novac na nekoliko načina: pozajmljivanjem od banaka, na primer, ili prodajom obveznica, ili prodajom učešća u vlasništvu - tj. prodajom akcija. Dok vlasnici obveznice dobijaju kamatu, prihod koji akcionari ostvaruju zove se **dividenda**.

Postoje dve glavne vrste akcija - **prioritetne akcije** i **obične akcije**. Vlasnici prioritetnih akcija dobijaju fiksnu dividendu i oni imaju pravo na tu dividendu pre nego što obični akcionari dobiju bilo šta. Obični akcionari, što smo većina nas koji kupuju akcije, dobijaju ono što je preostalo kada prioritetni akcionari dobiju svoja fiksna plaćanja; drugim rečima, običan akcionar dobija *rezidualnu* ili varijabilnu dividendu koja se menja zavisno od profita kompanije. To je lepo ako kompanija dobro posluje ali nije prijatno ako ne posluje dobro. Postoje takođe i **konvertibilne prioritetne akcije**, koje se mogu konvertovati u obične akcije po unapred utvrđenoj ceni.

Kad se akcije emituju, one se mogu kupiti ili prodati; to znači da se njima može trgovati na mnogim tržištima u ovoj zemlji i u inostranstvu, a cena obič-

¹ Akcije kupuju štediše - kreditori. Tehnički posmatrano akcionar nije „kreditor“ jer kupuje akcije a ne dug. Ipak više volimo da koristimo izraz štediša - kreditor zato što je jednostavniji nego štediša - kreditor - vlasnik. Ponekad, kao što ste možda primetili, izostavljamo sve crtice i sve prevodimo u reči kreditor ili štediša.

nih akcija se menja u skladu sa finansijskim stanjem određenih kompanija i ekonomskim uslovima uopšte. Ustvari, mnogi kupci običnih akcija izgleda da su više zainteresovani za kapitalnu dobit (razliku između kupovne i prodajne cene) nego za dividendu, verovatno zato što misle da mogu brže da se obogate sa kapitalnom dobiti nego sa dividendom.

Postoji nekoliko merila za trendove ukupnih cena običnih akcija. Dva šira merila su Standard & Poor indeks 500 akcija (kraći naziv je S&P 500), koji se bazira na cenama 500 akcija, i NASDAQ kompozitni indeks koji se bazira na svim akcijama (preko 4.000) na listingu NASDAQ tržišta akcija. Međutim, najpopularnije merilo koje se najviše koristi, mada je najmanje reprezentativno, jeste Dow Jones Industrial Average, koje se bazira na cenama za samo 30 akcija.

Tržište na kome cene akcija rastu naziva se **tržište bikova**, a ono gde cene akcija padaju je **tržište medveda**. Slično tome, bikovi su trgovci koji očekuju da cene akcija rastu dok medvedi očekuju da će pasti. (Na Wall Street-u se često kaže da bikovi zarađuju novac i da medvedi zarađuju novac, a svinje nikada, zato nemojte da budete vepar!).

Sa obveznicama i prioritetnim akcijama koje imaju fiksna plaćanja kamate i sa običnim akcijama sa varijabilnom kamatom, došli smo do jedne od glavnih sličnosti kao i do jedne od glavnih razlika između hartija od vrednosti. *Sve hartije od vrednosti imaju jednu zajedničku karakteristiku a to je da one predstavljaju potraživanje budućeg toka plaćanja, koji se često naziva novčani tok.* Konkretno, kupac ili vlasnik hartije od vrednosti ima potraživanje prema emitentu ili prvobitnom prodavcu hartije od vrednosti. Razne vrste hartija od vrednosti se međusobno razlikuju baš na osnovu same prirode tog potraživanja. Obveznice i prioritetne akcije generišu buduća fiksna dolarska plaćanja dok obične akcije donose varijabilna dolarska plaćanja. Međutim, osnovna poruka je da *sve* hartije od vrednosti predstavljaju potraživanje novčanih tokova a priroda tih novčanih tokova je ono što određuje vrednost hartija od vrednosti.

Hipoteke na nekretnine

Hipoteke su dugovi koje preuzima neko ko uzima kredit da bi kupio zemlju ili zgrade, s tim što zemlja ili zgrade služe kreditoru kao „obezbeđenje“ ili **kolateral** (sredstvo obezbeđenja kredita). Kao i obveznice, hipoteke su dužnički finansijski instrumenti kojima se obećava da će se plaćati kamata tokom određenog broja godina a posle toga da će se otplaćivati nominalna vrednost ili glavnica o dospeću. Ovi instrumenti se često amortizuju što znači da se glavnica postepeno otplaćuje zajedno sa kamatom tokom roka trajanja hipoteke.

Hipoteke su klasifikovane u tri vrste: hipoteke za izgradnju kuće za jednu do četiri porodice; hipoteke za stambenu izgradnju za više porodica (stambene zgrade) i komercijalne (uključujući farme) hipoteke. One često imaju ročnost od 25 do 30 godina iako su neke znatno kraće. Hipoteke se klasifikuju i prema tome da li ih osigurava državna agencija bilo da je to **Federalna agencija za stambenu izgradnju (Federal Housing Authority - FHA)** ili administracija veterana (VA).

Ove takozvane **FHA - VA hipoteke** razlikuju se od konvencionalnih hipoteka koje nemaju nikakvo državno osiguranje.

Hipoteke su tradicionalno bile standardne hartije od vrednosti sa **fiksnom stopom**, kamatnom stopom koja je bila fiksna tokom trajanja zajma. Ali sada postoje razne vrste uključujući i **hipoteke sa promenljivom stopom (adjustable-rate mortgages - ARM)**, kod kojih se kamatne stope periodično menjaju - na primer svakih 6 meseci - da bi reflektovala promene ukupnog nivoa kamatnih stopa.

Neobična karakteristika hipoteka je nesigurnost priliva novca kreditoru. Čak i kada je kamatna stopa fiksna, vlasnici kuća imaju pravo da otplate svoje hipoteke pre roka, što će oni najverovatnije uraditi ako se sele na novu adresu ili ako kamatne stope padaju tako da oni mogu da refinansiraju svoje dugovanje (da ponovo uzmu novac na kredit) pod boljim uslovima. Ova nesigurnost pre vremena plaćanja utiče da su hipoteke manje poželjne od drugih oblika duga s tačke gledišta kreditora.

Ova nesigurnost se unekoliko smanjuje kada se pojedinačne hipoteke upakuju zajedno u „pul“ i prodaju kao celina. Pulovi hipoteka postali su popularan oblik finansijskih investicija jer kupci (kreditori) računaju na veliki broj hipoteka u pulu koje će pomoći da se ustali novčani tok. Jedan od najpopularnijih hipotekarnih pulova osigurava **Državna nacionalna hipotekarna asocijacija** (Government National Mortgage Association - **GinnieMae**), odsek u Department of Housing and Urban Development.

Neki hipotekarni pulovi nazivaju se **prolazne hartije od vrednosti** (kao što su prolazne hartije od vrednosti Ginnie Mae) zato što inicijatori hipoteka prenose kamatu i glavicu po osnovnim hipotekama na štedište - kreditore u pulu. Na primer, kada neka štedna i kreditna asocijacija (o kojima će biti reči u sledećem poglavlju) odobri seriju hipotekarnih kredita pojedincima, ona se obraća za osiguranje Ginnie Mae posle čega joj se odobrava da formira hipotekarni pul koji se može prodati investitorima. Sva plaćanja kamate i ranija plaćanja glavnice na hipoteke prenose se na štedište - kreditore koji su kupili pul. Svakako tu ima mnogo knjigovodstva tako da inicijator pula (štedna i kreditna asocijacija) dobija proviziju za uloženi trud i vreme.

Hipotekarni pulovi imaju još komplikovanije varijante kao što je kolateralizovana hipotekarna obaveza - dug (CMO), što je obrađeno u poglavlju 8. U ovom momentu je korisno napomenuti da ovi pulovi predstavljaju oblik **sekjuritizacije**. Sekjuritizacija nastaje kada sredstva koja su tekla kroz posrednička tržišta sada teku kroz finansijska tržišta. Dok hipoteke za stambenu izgradnju nisu bile sekjuritizovane, one su bile u isključivom vlasništvu depozitnih institucija kao što su banke, štedne i kreditne asocijacije i institucije za odobravanje potrošačkih i hipotekarnih kredita. Sada pojedinačne štedište - kreditori mogu da poseduju hipoteke za stambenu izgradnju kupovinom prolaznih hartija od vrednosti ili kupovinom CMO, koje se kasnije mogu ponovo prodati na sekundarnom tržištu. Druge vrste finansijskih potraživanja su takođe sekjuritizovane tokom prethodne decenije, uključujući kredite za automobile i studentske kredite. Kada

dode do sekjuritizacije, ona promeni miks između direktnog finansiranja i indirektnog finansiranja. U poglavlju 16 objasnićemo zašto do toga dolazi.

Derivati: opcije i fjučersi

Opcije i fjučers ugovore ne koriste korporacije niti fizička lica za pribavljanje sredstava. Ipak, oni su postali tako važni finansijski instrumenti za upravljanje rizikom da je korisno barem njihovo površno poznavanje. Opcije i fjučersi se često svrstavaju u istu grupu jer i jedni i drugi predstavljaju ugovore između dve strane u vezi sa trećom hartijom od vrednosti. Na primer, postoje opcioni ugovori o zlatu i o obveznicama Trezora, a postoje takođe fjučers ugovori o zlatu i o obveznicama Trezora. Zbog toga se i opcije i fjučersi često nazivaju **derivatni finansijski instrumenti**, jer oni postižu svoju vrednost iz takozvane osnovne aktive. Opcije i fjučersi su slični po tome što se sa njima trguje na organizovanim berzama. Na primer, berza opcija Čikago Bord vodi trgovinu opcija na obične akcije a Čikaška trgovinska berza sponzorise trgovinu fjučersima na obveznice Trezora.

Ali razlike između ova dva instrumenta daleko prevazilaze njihovu sličnost. Pogledajmo prvo **fjučers ugovore** jer su oni manje komplikovani. Fjučers ugovori se bave kako pravima tako i obavezama u vezi sa osnovnom aktivom. Konkretno, kupac fjučers ugovora, koji se takođe zove **dugi** (long), ima pravo i obavezu da dobije osnovnu hartiju od vrednosti, recimo obveznicu Trezora, nekog datuma u budućnosti. Prodavac ugovora, koji se zove **kratki** (short), ima pravo i obavezu da isporuči obveznicu Trezora određenog datuma u budućnosti. Cena po kojoj će se obveznica Trezora transferisati ugovara se kada kratki prodaje ugovor dugom na parketu berze fjučersa.

Ovakvo obe strane znaju tačno koliko će ih koštati obveznice Trezora (ili zlato) za šest meseci ili godinu dana. Ako, u međuvremenu, cene idu gore, dugi (koji ima pravo da plati nižu dogovorenu cenu) ostvaruje zaradu a kratki (koji se saglasio da isporuči po nižoj ceni) gubi novac. Jedan od razloga zbog koga ljudi kupuju i prodaju fjučers ugovore je što imaju različita mišljenja o budućem kretanju cena osnovne aktive i nadaju se dobitku kada se cene kreću u pravcu koji su oni predvideli. Drugi razlog je što prodaja ili kupovina aktive po poznatoj ceni na određeni datum u budućnosti eliminiše rizik od fluktuiranja cena za nekoga ko mora da kupi ili proda aktivu u budućnosti.

Opcioni ugovori se takođe bave pravima i obavezama u vezi sa osnovnom aktivom, ali su ova prava i obaveze odvojeni. **Kupovna (kol) opcija** daje vlasniku pravo da kupi osnovnu aktivu kao što su akcije IBM ili zlato ili obveznice Trezora, po fiksnoj ceni koja se zove **strajk cena** za određeni vremenski period, na primer, 6 meseci. **Prodajna (put) opcija** daje vlasniku pravo da proda osnovnu aktivu po fiksnoj ceni. Prodavci ovih opcija koji se zovu **pisci opcija**, imaju obavezu da prodaju ili kupe osnovnu aktivu zavisno od slučaja, a za uzvrat dobija takozvanu **opcionu premiju**.

Očigledno, opcije su komplikovan posao, o kome nećemo sada detaljno govoriti. Ali treba da bude jasno da su opcije potencijalno važni instrumenti koji se bave rizicima kretanja cena osnovne aktive. O ovoj materiji ćemo govoriti ponovo u poglavlju 9.

Novčano tržište i tržište kapitala: rezime

Pre nego što završimo izlaganje ove materije, pogledajmo još jednom kako su finansijska tržišta organizovana kao celina. Uglavnom se razlika pravi između tržišta dugoročnih hartija od vrednosti i tržišta kratkoročnih emisija. **Tržište kapitala** se odnosi na onaj segment tržišta gde finansijski instrumenti imaju prvobitna dospeća od preko godinu dana (uključujući akcije, koje nemaju rok dospeća) i **novčano tržište** na onaj segment, gde finansijski instrumenti imaju prvobitno dospeće kraće od godinu dana.

Daleko najveći deo tržišta kapitala, u pogledu dolarskog iznosa hartija od vrednosti u opticaju, predstavlja tržište akcija, kao što je prikazano na tabeli 3.1. Skoro polovina svih akcija u opticaju su u posedu fizičkih lica, ostatak je u posedu institucija kao što su penzioni fondovi, uzajamni fondovi i osiguravajuća društva (po tom redosledu), a sve ovo će biti detaljnije obrađeno u sledećem odeljku.

Kućevlasnici, kao fizička lica, najbolje su upoznati sa hipotekama za stambenu izgradnju. Međutim, što se tiče investicija, neke štedne i kreditne asocijacije i komercijalne banke drže u posedu do dospeća neke hipoteke za stambenu izgradnju, dok su druge hipoteke za stambenu izgradnju sekjuritizovane. Komercijalne hipoteke (prikazane na tabeli 3.1) nastaju u vezi sa finansiranjem imovine firmi. Većina komercijalnih hipoteka (i hipoteke na farme) su u posedu komercijalnih banaka i društava za životno osiguranje.

Na tržištu korporacijskih obveznica, društva za životno osiguranje su glavni kreditori (ona poseduju trećinu korporacijskih obveznica), a posle njih dolaze penzioni fondovi. Državne obveznice i obveznice lokalne uprave kupuju uglavnom bogati pojedinci jer se na njih ne plaća porez: njihova kamata je oslobođena federalnog poreza na prihod.

Hartije od vrednosti vlade SAD uglavnom kupuje široki krug kupaca, uključujući Federalne rezerve, komercijalne banke, američke građane i strana lica. Isto se odnosi i na hartije od vrednosti raznih državnih agencija kao što su **Federal Home Loan Banks**, **Federal National Mortgage Association** i **Federal Land Banks**. Za većinu njih garanciju daje Federalna vlada, zvanično ili nezvanično, na osnovu poverenja u te institucije.

TABELA 3.1 Tržište kapitala: hartije od vrednosti u opticaju (2002. godine)

Vrsta instrumenta	Iznos u opticaju*
Korporacijske akcije (po tržišnoj vrednosti)	\$11.735
Hipoteke za stambenu izgradnju	6.463
Korporacijske obveznice	2.699
Hartije od vrednosti agencija vlade SAD	2.374
Hartije od vrednosti američke vlade (utržive, dugoročne)	2.316
Komercijalne i poljoprivredne hipoteke	2.019
Obveznice države i lokalne samouprave	1.433

* U milijardama dolara, 31. decembar 2002.

Izvor: Federal Reserves Flow of Funds Accounts and Federal Reserves Bulletin

U mnogim od ovih sektora tržišta kapitala odvija se svaki dan živa trgovina hartijama od vrednosti u opticaju - naročito akcijama i hartijama od vrednosti američke vlade i u manjoj meri korporacijskim i municipalnim (državnim i lokalnim) obveznicama. Trgovinu potpomažu razne institucije, uključujući dilere i brokere hartija od vrednosti, koji koriste bezbroj komunikacionih sredstava pod budnim okom državnih regulatora kao što je Komisija za hartije od vrednosti (SEC). Detaljnije ćemo proučiti funkcionisanje svih ovih tržišta u poglavljima 6 i 8.

Za razliku od tržišta kapitala sa njegovim dugoročnim hartijama od vrednosti, novčano tržište bavi se kratkoročnim instrumentima koji su skoro po definiciji visoko likvidni tj. odmah utrživi. Ako je potrebno da brzo pribavite novac prinuđeni ste da prodate dugoročne hartije od vrednosti. Tada ćete pretrpeti štetu ali ako imate kratkoročne hartije od vrednosti postoje šanse da ih prodate bez velikog gubitka. Kratkoročne hartije od vrednosti će u svakom slučaju dospeti vrlo brzo, pa ako možete da se uzdržite neko vreme moći ćete da ih naplatite po nominalnoj vrednosti kada dospeju. Pored toga, iskustvo je jednostavno utkano u matematiku prinosa i cena obveznica, o čemu govorimo u poglavlju 4. Ono pokazuje da kod dugoročnih hartija od vrednosti mala promena kamatnih stopa dovodi do velike promene cene, dok kod kratkoročnih hartija od vrednosti, čak i velika promena prinosa povlači malu promenu cene.

Iz tog razloga, poslovne i druge firme, privremenim viškom sredstava više kupuju instrumente na novčanom tržištu nego dugoročne hartije od vrednosti. Komercijalne banke su posebno važni učesnici na novčanom tržištu kao kreditori ili zajmoprimci, jer podešavaju svoje zakonske pozicije rezervi, investiraju privremeno neiskorišćene iznose ili prodaju neke od svojih hartija od vrednosti da bi mobilisale sredstva očekujući u narednom periodu tražnju firmi za kreditima.

Komercijalni papir uglavnom drže uzajamni fondovi novčanog tržišta. On predstavlja kratkoročne obaveze kreditno najposposobnijih poslovnih firmi i finansijskih kompanija zabeleživši je brz rast tokom proteklih godina.

Negocijabilni (prenosivi) certifikati o depozitu (CD) su bankarski depoziti sa fiksnim datumom dospeća i zato predstavljaju obaveze banaka - emitenta. Ali oni su instrumenti koji donose kamatu svakome ko ih kupi. Atraktivni su zato što su negocijabilni, a to je pravni termin koji znači da se mogu preneti na treću stranu. Negocijabilni certifikati o depozitu su odmah utrživi preko dilera hartijama od vrednosti čija je specijalnost kupovina i prodaja ovih instrumenata. Tako će finansijski direktor neke korporacije kome je hitno potreban novac prodati ove certifikate o depozitu pre njihovog dospeća. Negocijabilni CD su alternativa za zapise Trezora ili druge instrumente novčanog tržišta. Podizanjem stope koja se plaća na CD, banke mogu da privuku sredstva koja bi inače mogla da odu na zapise Trezora.

Zapisi Trezora SAD su najlikvidniji instrumenti novčanog tržišta sa oko 889 milijardi dolara u opticaju. Zapisi su kratkoročni dugovi vlade SAD. Uglavnom se emituju na tri i šest meseci ili godinu dana. Visoko su utrživi i to je razlog što finansijske institucije i nefinansijske korporacije njima aktivno trguju.

Ovaj prikaz novčanog tržišta i tržišta kapitala više puta pominje finansijske institucije koje investiraju na ovim tržištima. Predimo sada na detaljnije upoznavanje sa finansijskim posrednicima da bismo kompletirali naš pregled finansijskog sistema kao celine.

TABELA 3.2 Novčano tržište: hartije od vrednosti u opticaju 2002. godine

Vrsta instrumenta	Iznos u opticaju*
Komercijalni papir	\$1.343
Negocijabilni bankarski CD (u velikim apoenima)	921
Zapisi Trezora SAD	889

* U milijardama dolara, 31. decembar 2002.

Izvor: Federal Reserves Flow of Funds Accounts and Federal Reserves Bulletin

Finansijski posrednici: svrha i profil

Finansijske institucije kao što su banke, osiguravajuća društva i penzioni fondovi imaju specijalni naziv: **finansijski posrednici**. Oni dominiraju finansijskom scenom u zemlji i u inostranstvu. Praktično je nemoguće danas investirati novac a da se ne povežete sa nekom vrstom finansijskog posrednika na bilo koji

način. U ovom odeljku konkretno ćemo predstaviti razne vrste finansijskih posrednika koji su značajni u ovoj zemlji i pokazaćemo kako oni obavljaju svoje poslove. Da bismo postavili scenu, pokušajmo da shvatimo zašto se prenos sredstava između kreditora i zajmoprimaca, kako je opisano ranije u ovom poglavlju, često obavlja preko poznatih finansijskih posrednika.

Uloga finansijskih posrednika

Finansijski posrednici nisu ništa drugo nego finansijske institucije - komercijalne banke, štedionice, štedne i kreditne asocijacije, kreditne zadruge, penzioni fondovi, osiguravajuća društva itd. koji transferišu sredstva od štediša - kreditora do zajmoprimalaca - trošilaca. Oni pozajmljuju od Petra da bi dali kredit Pauli. Zajednička crta svih finansijskih posrednika je to što oni pribavljaju sredstva izdavanjem svojih sopstvenih obligacija građanstvu (štedni depoziti - štedna i kreditna učešća) a zatim koriste taj novac za kupovinu utrživih hartija od vrednosti, kao što su akcije i obveznice ili neutrživih finansijskih instrumenata, kao što su potrošački krediti i komercijalni krediti.

Uloga finansijskih posrednika kao agenata koji posreduju odražava se u njihovim bilansima. Za razliku od većine kompanija finansijski posrednici imaju finansijske instrumente na *obe* strane svog bilansa. Prema tome, kao i svaka druga kompanija finansijski posrednici imaju finansijske obligacije (obaveze i/ili akcijski kapital) na strani pasive bilansa. Međutim, za razliku od većine kompanija, finansijski posrednici imaju takođe finansijske obligacije kao aktivu - finansijske obligacije u koje ulažu. Proizvodna kompanija, na primer, ima uglavnom **realnu aktivu** (teške stvari koje možete da šutnete ili dodirnete). Na suprot tome, komercijalna banka ima uglavnom kredite i državne obveznice kao aktivu. Ovaj bilans koji je karakterističan za finansijske posrednike predstavlja poseban izazov za menadžere o čemu ćemo govoriti u Delu III.

U ovom trenutku nam se nameću dva pitanja: zašto finansijski posrednici postoje i zašto imaju tako velike zgrade kao što je Citicorp Center u Njujorku i John Hancock Center u Čikagu? Nažalost, nemamo baš pravo objašnjenje za arhitektonski kompleks finansijskih posrednika i zato ćemo se koncentrisati na prvo pitanje: zašto finansijski posrednici postoje? Ovo pitanje je još zagonetnije kada ponovo pogledamo tabelu 3.1 gde vidimo da štediše - kreditori mogu da ostvare svoje investicione ciljeve plasirajući svoju štednju direktno na finansijskim tržištima bez ikakve pomoći finansijskih posrednika. Pa zašto da uopšte i govorimo o ovim institucijama?

Možemo da navedemo tri razloga koji objašnjavaju zašto finansijski posrednici igraju važnu ulogu u finansijskom sektoru a to su transakcijski troškovi, diversifikacija i informacije. O svemu ćemo po redu diskutovati.

Počnimo sa transakcionim troškovima. Pretpostavimo da odlučite da ovog leta kupite lepa kola, recimo Jaguara XJ8, prvenstveno zbog toga što je Jaguar sada u vlasništvu Ford Motor Company. Dobro se cenjate i uspevate da vam diler spusti cenu na \$63.000. Da biste platili dilera, možete da mu date samo har-

tije od vrednosti iz vašeg portfolija u vrednosti od \$63.000. Međutim, ovakav pristup stvara nekoliko problema. Prvo, ispostavlja se da su sve vaše obveznice u apoenima od \$5.000 i \$10.000. Drugo, diler ne želi obveznice jer se plaši da ih neko ne ukrade a on duguje Fordu novac. Treće, čim dobije obveznice on mora da ih proda i da plati brokersku proviziju. Zbog toga, diler kaže da mora da doda \$500 na cenu vašeg XJ8 zbog svih nevolja koje će mu vaše obveznice prouzrokovati. Gde je rešenje? Ispišite ček vučen na banku i uštedite \$500 na ime troškova transakcije. Evo i drugog primera. Pretpostavimo da imate \$10.000 koje želite da investirate i hoćete da kupite po malo od 100 raznih vrsta akcija. Brokerska provizija koja se plaća za kupovinu jedne ili dve od ovih akcija bila bi neumereno skupa. Gde je rešenje? Kupite akcije u vrednosti od \$10.000 u **uzajamnom fondu** koji investira u onih 100 akcija koje vi želite i platite proviziju samo za jednu kupovinu.

Diversifikacija je drugi veliki razlog zbog koga štediše - kreditori često biraju da investiraju kod finansijskih posrednika. Videćemo u poglavlju 7 da investiranje u portfolio raznih hartija od vrednosti (za razliku od toga da stavite sva jaja u jednu korpu), diversifikuje znatan deo rizika bez obaveznog žrtvovanja očekivanog prihoda. Investiranje u bankarski sertifikat o depozitu, na primer, efektivno daje deponentu potraživanje prema velikom portfoliju aktive (aktiva u vlasništvu banke, koja se sastoji od obveznica i kredita). Uzajamni fondovi su drugi primer. Široko diversifikovani uzajamni fond može da rasprostre investitorov rizik na stotine hartija od vrednosti (kao i da smanji transakcione troškove) u vezi sa kupovinom svih tih hartija od vrednosti pojedinačno.

Treći razlog zbog čega finansijski posrednici postoje je obezbeđenje informacija. Mnogi zajmoprimci - trošioci imaju finansijske potrebe koje je teško proceniti. Potrošači i mala preduzeća su pravi primeri. Za razliku od velikih korporacija, malo se u javnosti zna o njihovom finansijskom stanju. Procena njihove kreditne sposobnosti zahteva vreme i ekspertizu, što pojedinačne štediše - kreditori obično nemaju. Prema tome, logično je da pojedinačni kreditori povere finansijskim posrednicima odgovornost za pribavljanje informacija o zajmoprimcima čije će finansijske obligacije oni kupiti.

Neki finansijski posrednici postoje samo zbog toga da bi se smanjili transakcioni troškovi i obezbedila diversifikacija, dok drugi dodaju obezbeđenje informacija u svoj paket usluga. Primer ovog prethodnog je **indeksni fond**. Indeksni fond je uzajamni fond koji jednostavno kupuje akcije ili obveznice koje sačinjavaju dobro poznati indeks, kao što je S&P 500 koji je ranije pomenut. Indeksni fond ne daje informacije o hartijama od vrednosti u koje investira. On jednostavno kupuje hartije od vrednosti u indeksu, tako da investitori mogu da imitiraju ponašanje indeksa uz minimalne transakcione troškove.

Neki finansijski posrednici specijalizuju se za obezbeđenje informacija koje su potrebne da bi se kupile promisorne note (IOU) fizičkih lica i malih preduzeća. Na primer, finansijske kompanije za potrošačke kredite koncentrišu se na potrošačke kredite koji verovatno ne bi postojali bez ekspertize finansijskih kompanija.

Postojanje finansijskih posrednika ima vrlo koristan efekat na ekonomski rast. Njihova sposobnost da smanje transakcione troškove, obezbede diversifikaciju i da obezbede informacije smanjuje troškove sredstava koja se kanališu od štediša - kreditora do zajmoprimalaca - trošilaca. Kao što ćemo objasniti u Delu IV bez finansijskih posrednika neka preduzeća ne bi mogla uopšte da nabave sredstva - uključujući nove startap kompanije koje obezbeđuju seme za rast ekonomije.

Profil finansijskih posrednika

Pogledajmo sada različite vrste posrednika. Namera nam je da vas upoznamo sa ovim institucijama. Posebno ćemo obratiti pažnju na sastav njihove pasive i aktive. Podsetite se da pasiva odražava kako oni pribavljaju sredstva od krajnjih kreditora a aktiva odražava kako plasiraju ta sredstva. Pošto su i njihova pasiva i aktiva finansijska potraživanja, finansijski posrednici ostvaruju profit prihodujući na svoju aktivu višu kamatnu stopu od one koju plaćaju na svoju pasivu. U stvari, iz ove perspektive, finansijski posrednici su isti kao i sve druge firme - motivisane su profitom. U tom procesu ostvarivanja profita oni postižu jedan važan ekonomski cilj, kanalisanje sredstava od kreditora do zajmoprimaca.

Mada svi finansijski posrednici imaju dosta zajedničkog, među njima postoje i znatne razlike. Rangirani prema vrednosti aktive, na primer kao u tabeli 3.3, komercijalne banke su najveće. Međutim, pored vrednosti aktive, finansijski posrednici se znatno razlikuju u pogledu sastava njihove aktive i pasive.

TABELA 3.3. Finansijske institucije rangirane prema vrednosti aktive (2002.)

Institucija	Aktiva*
Komercijalne banke	7.357
Privatni penzioni fondovi	3.686
Uzajamni fondovi (akcije i obveznice)	3.635
Društva za životno osiguranje	3.366
Uzajamni fondovi novčanog tržišta	2.224
Penzioni fondovi državne i lokalne uprave	1.968
Štedne i kreditne asocijacije i štedne institucije za potrošačke i hipotekarne zajmove	1.358
Komercijalne i finansijske kompanije za potrošačke kredite	1.189
Društva za osiguranje imovine i osiguranje od nesrećnih slučajeva	912
Kreditne zadruge	563

* Ukupna finansijska aktiva u milijardama dolara. 31. decembar 2002 godine.

Izvor: Federal Reserves Flow of Funds Accounts.

1. **Komercijalne banke** su najznačajnije od svih finansijskih institucija. Ima ih oko 8.000 počev od BankAmerica, sa aktivom od nekoliko stotina milijardi do hiljade malih banaka razbacanih širom zemlje, od kojih mnoge imaju aktivu manju od sto miliona dolara. Komercijalne banke su najviše diversifikovane u pogledu pasive i aktive. Glavni izvor njihovih sredstava ranije su bili depoziti po viđenju (tekući računi) ali tokom proteklih nekoliko decenija štednja i oročeni depoziti, uključujući sertifikate o depozitu i druge obaveze postali su još važniji od depozita po viđenju. Kao što smo videli u poglavlju 2 glavna razlika između štednih depozita i oročenih depozita je u tome što oročeni depoziti imaju određeni datum dospeća. Sa ovim sredstvima komercijalne banke kupuju razne vrste hartija od vrednosti počev od kratkoročnih državnih hartija od vrednosti do dugoročnih komercijalnih kredita i hipoteka za izgradnju kuća. Zbog njihove važnosti, veliki deo poglavlja 12 biće posvećen komercijalnim bankama.

2. **Privatni penzioni fondovi** su slični društvima za životno osiguranje po tome što se uglavnom bave više dugim rokovima nego kratkim rokovima. Priliv njihovih sredstava dolazi od zaposlenih koji stvaraju svoju sigurnost za godine posle penzionisanja. Pošto ponekad nailaze na neizvesnost u vezi sa kratkoročnim hartijama, oni investiraju uglavnom u dugoročne korporacijske obveznice i prvoklasne akcije.

3. **Uzajamni fondovi** su često institucije vezane za tržište akcija, ali postoje i uzajamni fondovi koji su specijalizovani za obveznice svih vrsta kao i za hipoteku. Uzajamni fond udružuje štednju mnogih ljudi srednjih materijalnih mogućnosti i investira novac u široku lepezu hartija od vrednosti i time dolazi do diversifikacije koju pojedinci, koji samostalno nastupaju, ne bi mogli da postignu. Akcionari mogu uvek da naplate ili ponovo prodaju svoje akcije ako to žele, ali cena koju dobiju od fonda zavisi od toga šta se desilo sa hartijama od vrednosti koje on poseduje. Kupovina jedinica u uzajamnom fondu je zato rizičnija od kupovine štednih depozita ili instrumenata novčanog tržišta, kao što su zapisi Trezora, ali zbog diversifikacije, manje je rizična nego kada neko sam kupi pojedinačne akcije ili obveznice.

4. **Društva za osiguranje života** bave se osiguranjem ljudi od finansijskih posledica u slučaju smrti. Oni dobijaju svoja sredstva u vidu periodičnih plaćanja (koja se zovu *premije*) koje se baziraju na statistici mortaliteta. Osiguravajuća društva mogu da predvide, sa visokim stepenom tačnosti na osnovu iskustva, koliko će novca morati da isplate na ime nadoknada ove godine, sledeće godine ili čak za deset ili dvadeset godina od danas. Oni investiraju u tom smislu, težeći najvišem prinosu, računajući na sigurnost u dužem periodu. Na taj način veliki procenat njihove aktive je u vidu dugoročnih korporacijskih obveznica i dugoročnih hipoteka, iako se hipoteke obično stavljaju više na komercijalnu imovinu nego na stambene zgrade. Detaljnije ćemo proučiti društva za životno osiguranje i druge nedepozitne finansijske institucije u poglavlju 13.

5. **Uzajamni fondovi novčanog tržišta** su nešto drugo. Uvedeni su početkom 1970-ih i porasli su na zadivljujućih \$200 milijardi za oko deset godina. Oni

su kao staromodna vrsta uzajamnog fonda koji je malopre opisan, po tome što ljudi kupuju jedinice fonda. Međutim, menadžment fonda ne investira novac na tržištu akcija ili tržištu korporacijskih ili municipalnih obveznica. Umesto toga, on kupuje visoko likvidne kratkoročne instrumente novčanog tržišta o čemu smo ranije govorili, kao što su veliki bankarski negocijabilni certifikati o depozitu i prvoklasni komercijalni papiri.

6. **Državni penzioni fondovi i penzioni fondovi lokalne uprave** imaju istu funkciju kao i privatni penzioni fondovi, sem što njih sponzorišu državne agencije.

7. **Štedne i kreditne asocijacije (S&L)** su tradicionalno stekle skoro sva svoja sredstva preko štednih depozita, koji se obično nazivaju udeli i koristile su ih za odobravanje hipotekarnih kredita za izgradnju kuća. To je bila njihova prvobitna svrha - da podstaknu porodičnu štednju i kupovinu kuća. Sada otvaraju tekuće račune i odobravaju ograničeni iznos potrošačkih kredita i komercijalnih zajmova. One su bile suočene sa ozbiljnim problemima 1980-tih godina o čemu će biti reči u poglavlju 11. **Štedionice** su praktično identične sa štednim i kreditnim asocijacijama, jedino što su one uglavnom koncentrisane na Istočnoj obali i imaju nešto duže iskustvo u odobravanju nehipotekarnih potrošačkih kredita.

8. **Kompanije za komercijalne i potrošačke kredite** su specijalizovane za odobravanje novčanih sredstava pojedincima za kupovinu kola, za odlazak na godišnji odmor a poslovnim firmama za finansiranje njihovog obrtnog kapitala i opreme. Mnoge ovakve kompanije kao što je General Motor Acceptance Corporation, u vlasništvu su neke proizvodne firme i pozajmljuju sredstva uglavnom da bi pomogle trgovcima na malo i klijentima da kupe proizvode te firme. Druge, kao što je Household Finance, odobravaju uglavnom male potrošačke kredite. One nabavljaju sredstva pre svega putem prodaje svojih kratkoročnih promisorij nota (komercijalni papir) poslovnim firmama koje imaju sredstva za kratkoročne investicije.

9. **Društva za osiguranje imovine i osiguranje od nesrećnih slučajeva** osiguravaju vlasnike kuća od provala i požara, vlasnike kola od krađe i sudara, lekare u slučaju parnice zbog profesionalnog nehata a poslovne firme u slučaju parnice zbog nesavesnog poslovanja. Sa premijama koje dobijaju - a koje su visoke od vlasnika kola mlađih 25 godina - ona kupuju prvoklasne municipalne i korporacijske obveznice, prvoklasne akcije i kratkoročne instrumente tržišta novca, kao što su zapisi Trezora.

10. **Kreditne unije** su uglavnom svrstane u kategoriju S&L „štednih institucija” zajedno sa uzajamnim štedionicama u kategoriju „thrift institutions”. Ima ih oko deset hiljada u svakoj državi, većina je prilično mala ali ih ima nekoliko čija aktiva prelazi \$1 milijardu. Organizovane su kao kooperative za ljude koji imaju neku vrstu zajedničkog interesa kao što su zaposleni u nekoj kompaniji ili su članovi nekog radničkog sindikata, bratstva ili crkve. Članovi kreditne unije kupuju udele koji su isti kao depoziti i na taj način stiču pravo da uzimaju pozajmice od kreditne unije. Sve do ranih 1980-tih godina, kreditne unije su nudile samo štedne depozite i odobravale samo potrošačke kredite. One sada nude

tekuće račune (koji se zovu „share drafts” - menice kreditne unije) i takođe odobravaju dugoročne hipotekarne zajmove.

REZIME



1. Finansijska tržišta su prenosni mehanizam između štediša - kreditora i zajmoprimaca - trošilaca. Štediša - kreditori obezbeđuju sredstva zajmoprimcima - trošiocima bilo direktno, kupovinom hartija od vrednosti ili indirektno kupovinom obaveza specijalizovanih finansijskih posrednika. Ovi posrednici, za uzvrat, ili kupuju hartije od vrednosti od zajmoprimalaca - trošilaca ili im odobravaju kredite. Finansijska tržišta koja dobro funkcionišu doprinose rastu BNP pružajući štedišama - kreditorima i zajmoprimcima - trošiocima opcije koje inače ne bi imali.
2. Državne, korporacijske i municipalne obveznice imaju isto značenje - da je emitent uzeo na zajam sredstva po određenoj kamatnoj stopi za određeni vremenski period. Kada štediša - kreditori kupe ova dužnička potraživanja oni postaju kreditori. Obveznice su tradicionalno kuponske hartije od vrednosti. Međutim, u poslednje vreme obveznice sa zero kuponom su postale popularne.
3. Akcije predstavljaju vlasništvo a ne zaduženje. Vlasnici prioritarnih akcija dobijaju fiksnu dividendu, slično kamati na obveznice, ali vlasnici običnih akcija dobijaju varijabilne dividende koje zavise od profitabilnosti kompanije. Kada štediša - kreditori kupe akcije, oni postaju vlasnici.
4. Hipoteke su dug zajmoprimalaca koji kupuju zemlju ili zgrade. Imovina služi kreditoru kao kolateral u slučaju da zajmoprimalac bankrotira. Hipotekarni pulovi su grupe hipoteka koje sastavlja i kupuje investitor kao celinu.
5. Opcioni ugovori i fjučers ugovori, koji se zovu *derivati*, su ugovori između dve strane u vezi sa trećom osnovnom aktivom, mada ih korporacije ili pojedinci ne koriste za kreditiranje, oni su važni alati za upravljanje rizikom.
6. Tržište kapitala se odnosi na tržište dugoročnih hartija od vrednosti kao što su korporacijske akcije i obveznice. Novčano tržište se odnosi na tržište kratkoročnih hartija od vrednosti (sa prvobitnim dospećem od jedne godine ili manje), kao što su zapisi Trezora i negocijabilni CD banaka. Instrumenti tržišta novca su likvidniji od hartija od vrednosti tržišta kapitala.
7. Finansijsko posredništvo se odnosi na finansijske institucije koje pribavljaju sredstva od građana, emitovanjem svojih sopstvenih finansijskih obligacija a posle toga korišćenjem tih sredstava za kupovinu obligacija zajmoprimaca - trošilaca. Finansijsko posredništvo dovodi do nižih kamatnih stopa, zato što: (i) posrednici smanjuju transakcione troškove u vezi sa kupovinom finansijskih potraživanja;

(ii) posrednici pomažu diversifikaciju i (iii) posrednici efikasno obezbeđuju informacije o zajmoprimcima - trošiocima čije bi obligacije bez toga bilo teško ili nemoguće prodati.

8. Finansijskih posrednika ima raznih vrsta i veličina uključujući komercijalne banke, osiguravajuća društva, uzajamne fondove i finansijske kompanije. Neki se specijalizuju za diversifikaciju (uzajamni fondovi) a drugi se specijalizuju za obezbeđenje informacija (finansijske kompanije)

KLJUČNI TERMINI

Akcije, str. 37	Komercijalna banka, str. 47	Opciona premija, str. 40
Derivatni finansijski instrumenti, str. 40	Komercijalni papir, str. 43	Opcioni ugovor, str. 40
Dividenda, str. 37	Kompanija za osiguranje imovine i osiguranje od nesrećnih slučajeva, str. 48	Perpetuity, str. 36
Državna nacionalna hipotekarna asocijacija (Ginnie Mae), str. 39	Kompanija za osiguranje života, str. 47	Posredničko tržište, str. 33
Dugi (long), str. 40	Konvertibilne prioritetne akcije, str. 37	Primarno tržište, str. 36
Federalna banka za finansiranje izgradnje porodičnih kuća, str. 18	Konzole, str. 36	Prioritetne akcije, str. 37
Federalna nacionalna hipotekarna asocijacija, str. 41	Kratki (Short), str. 40	Privatni penzioni fond, str. 47
Federalna poljoprivredna banka, str. 41	Kreditne unije, str. 48	Prodajna (put) opcija, str. 40
FHA-VA hipoteke, str. 38	Kuponske hartije od vrednosti, str. 37	Prodavac opcije, str. 40
Finansijski posrednik, str. 43	Kupovna kol-opcija, str. 40	Prolazne hartije od vrednosti, str. 39
Finansijsko tržište, str. 33	Municipalna obveznica, str. 36	Realna aktiva, str. 44
Hartije od vrednosti sa fiksnom stopom, str. 39	Negocijabilni certifikati o depozitu, str. 43	Sekjuritizacija, str. 39
Hipoteka, str. 45	Novčano tržište, str. 41	Sekundarno tržište, str. 36
Hipoteko sa promenljivom stopom ARM, str. 39	Obične akcije, str. 37	Strajk cena, str. 40
Indeksni fond, str. 45	Obveznice oslobođene poreza, str. 37	Štedionice, str. 48
Kamata, str. 36	Obveznice sa zero kuponom, str. 37	Štedne i kreditne asocijacije (S&L), str. 48
Kolateral, str. 38	Obveznice, str. 36	Tržište bikova, str. 48
		Tržište kapitala, str. 41
		Tržište medveda, str. 38
		Ugovori o fjučersu, str. 40
		Uzajamni fond, str. 45, 47
		Zapisi Trezora SAD, str. 43

PITANJA

- Definišite *direktno finansiranje*, *indirektno finansiranje*, *štediše - kreditore* i *zajmoprimce - trošioce*.
- Šta je funkcija finansijskih tržišta?
- Obveznice se kupuju da bi se dobila kamata. Zašto bi onda neko kupio obveznicu bez kamatnih kupona (tj. obveznicu sa zero kuponom)?
- Zašto štediše-kreditore ponekad odluče da investiraju indirektno preko finansijskih posrednika?
- Pitanje za diskusiju*: Objasnite kako bi finansijski posrednici mogli da unaprede celokupan ekonomski razvoj. Da li vlada treba da subvencionise posrednike da bi se unapredio razvoj?



MEDIA

RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i „Best of the Web” link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

DEO II

Finansijski instrumenti i tržišta



Poglavlje 4	Merenje i ponašanje kamatnih stopa	55
Poglavlje 5	Rizik i ročna struktura kamatnih stopa	81
Poglavlje 6	Struktura i funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti	101
Poglavlje 7	Utvrđivanje cene rizične finansijske aktive	117
Poglavlje 8	Tržišta novca i kapitala	131
Poglavlje 9	Demistifikovanje derivata	163
Poglavlje 10	Razumevanje stranih valuta	185

Merenje i ponašanje kamatnih stopa



Kamatne stope su elementi koji najviše prožimaju finansijski svet. One utiču na sve poslove koje obavljaju finansijske institucije i njihove implikacije dosežu do svakog ugla i pukotine finansijskih tržišta. Menažeri banaka ne mogu ni da pomisle da donesu odluku o investicijama a da prvo ne razmotre perspektivu kretanja kamatnih stopa. Potrošači donose odluku gde će uložiti svoju štednju zavisno od toga gde će dobiti najbolje kamatne stope za svoja sredstva. Menadžeri firme uzimaju u obzir kamatne stope prilikom odlučivanja kada će se zadužiti, koliko, od koga i na koji rok. Najvažnije je istaći da kamatne stope služe kao merilo za poređenje različitih vrsta hartija od vrednosti.

S obzirom na važnost kamatnih stopa, neophodno je proučiti kako se one obračunavaju i u kakvoj su vezi sa cenama hartija od vrednosti. Zatim možemo da pogledamo šta određuje da li su kamate visoke ili niske i kako su se one ponašale u prethodnim periodima.

Obračunavanje kamatnih stopa

Pretpostavimo da pozajmite nekome \$100 na godinu dana po godišnjoj stopi od 8 procenata. Koliki iznos će vam se vratiti na kraju godine? Odgovor zavisi od toga kako se kamata plaća. Najjednostavniji način je svakako **obična kamata**.

Obična kamata

Postoji formula, koje se verovatno sećate iz srednje škole, za obračunavanje dolarskog iznosa kamate zarađene na bazi obične kamate:

$$\begin{array}{rclcl} \text{glavnica} & \times & \text{stopa} & \times & \text{vreme (u godinama)} & = & \text{kamata} \\ \$100 & \times & 0,08 & \times & 1 & = & \$8 \end{array}$$

Iznos koji će vam se vratiti na kraju godine bi bio glavnica (\$100) plus kamata (\$8) ili ukupan budući iznos od \$108:

$$\begin{aligned} \text{ukupan budući iznos} &= \text{glavnica} + \text{kamata} \\ &= \text{glavnica} + (\text{glavnica} \times \text{stopa}) \\ &= \text{glavnica} (1 + \text{stopa}) \\ &= \$100 (1 + 0,08) \\ &= \$108 \end{aligned}$$

Ovaj primer ilustruje da ako vam se ponudi izbor između jednog dolara danas i jednog dolara kroz godinu dana od danas, treba da uzmete dolar danas, jer možete da ga pozajmite nekome i da ga pretvorite u veći iznos nego što je dolar kroz godinu dana od danas. Drugim rečima, vreme je novac. Dolar u ruci vredi *više* nego dolar koji je plativ kroz godinu dana od danas. Drugi način da se izrazi ista tvrdnja je ako kažemo da dolar plativ kroz godinu dana od danas vredi *manje* od dolara danas (zato što kamata doprinosi da današnji dolar poraste tokom godine).

Šta se dešava ako date na zajam novac na period duži od godinu dana, recimo na tri godine? Sa običnom kamatom po stopi od 8 procenata godišnje, iznos od \$100 koji ste danas dali na zajam daće prinos od \$8 na ime kamate na kraju godine, drugih \$8 kamate na kraju druge godine i \$8 kamate na kraju treće godine:

$$\begin{array}{rclcl} \text{glavnica} & \times & \text{stopa} & \times & \text{vreme (u godinama)} & = & \text{kamata} \\ \$100 & \times & 0,08 & \times & 3 & = & \$24 \end{array}$$

Prema tome, ukupan iznos koji ćete imati na kraju treće godine biće glavnica (\$100) plus kamata (\$24) tj. \$124.

Zaista je teško obogatiti se, ali je još teže ako dajete na zajam svoj novac po običnoj kamati. Zato insistirajte bar na **složenoj kamati**, koja se isto tako lako može ugovoriti - često i lakše - i koja vremenom ostvaruje mnogo veći rast.

Složena kamata

Složena kamata proizvodi mnogo brži rast jer uključuje kamatu na kamatu. Pri likom godišnjeg obračunavanja, kamata koja se kumulira tokom godine pripisuje se glavnici na kraju godine, tako da sledeće godine vaš novac prihoduje kamatu na kamatu.

Na primer, banke obično plaćaju složenu kamatu deponentima koji svoj novac stavljaju na štedne račune kod tih banaka. Kamatni prihod deponenta periodično se pripisuje glavnici tako da i on počinje da prihoduje kamatu. Neke

banke konvertuju kamatu u glavnicu jednom godišnje, dok druge to čine polugodišnje, kvartalno, mesečno ili čak dnevno. One oglašavaju da se kamata pripisuje godišnje, polugodišnje ili u nekim drugim vremenskim periodima. Mi ćemo se držati godišnjeg obračuna da bismo ilustrovali kako složena kamata funkcioniše.

Iznos od \$100 koji je danas dat na zajam, obračunavanjem godišnje kamate po stopi od 8 procenata, doneće kamatu od \$8 na kraju godine, dodatnu kamatu od \$8,64 na kraju druge godine i još \$9,33 na kraju treće godine, itd. Uporedimo ovaj iznos ukupne kamate od \$25,97 posle tri godine sa iznosom od \$24 koji se kumulira po običnoj kamati. Čini se da je razlika mala, ali tokom dužih vremenskih perioda razlika će postati ogromna. Na primer \$100 dato na zajam po običnoj kamati od 8 procenata povećaće se na \$900 kroz sto godina, dok će po složenoj kamati od 8 procenata godišnje tokom istog vremenskog perioda iznos od \$100 biti povećan na \$219.976!

Ispitajmo malo detaljnije složenu kamatu da bismo shvatili zašto je tako moćna. Ako deponujete \$100 u banci po godišnjoj stopi od 8 procenata, koliko će vaš depozit vredeti posle jedne godine? Odgovor je naravno \$108. Tačnije: \$100 $(1 + 0,08) = \$108$. Koliko će to vredeti posle dve godine? Zbog obračunavanja (dobija se kamata na kamatu), to postaje \$108 $(1 + 0,08) = \$116,64$. Ovaj depozit u drugoj godini realno će iznositi \$100 $(1 + 0,08) (1 + 0,08)$, ili \$100 $(1 + 0,08)^2 = \$116,64$. Depozit će na ovaj način, posle tri godine vredeti \$100 $(1 + 0,08)^3$, posle četiri godine \$100 $(1 + 0,08)^4$ itd. Posle 100 godina, depozit bi vredeo \$100 $(1 + 0,08)^{100}$, što iznosi \$219.976 - i to sve zbog kamate na kamatu.

Ako današnjih \$100 po stopi od 8 procenata kroz godinu dana, počev od danas, vredi \$108, a \$116,64 kroz dve godine od danas, možemo da postupimo *obrnuto* i da kažemo da \$108 kroz godinu dana od danas mora danas da vredi samo \$100 a da će \$116,64 kroz dve godine od danas morati takođe danas da vredi samo \$100. U prethodnom paragrafu smo primenili kamatnu stopu da bismo današnju sumu povećali u narednom periodu; možemo takođe da postupimo suprotno i da smanjimo budući iznos i da diskontujemo buduću sumu natrag na njenu **sadašnju vrednost** (vreme je novac). Postupajući na malo zvaničniji način, jednostavno smo preuredili prethodni paragraf

$$\$100 (1 + 0,08) = \$108 \text{ u } \frac{\$108}{(1 + 0,08)} = \$100$$

$$\$100 (1 + 0,08)^2 = \$116,64 \text{ u } \frac{\$116,64}{(1 + 0,08)^2} = \$100$$

Uskoro ćemo se vratiti na koncept sadašnje vrednosti. Prvo, ipak, upoznajmo se bolje sa nekim kamatnim stopama na utržive **kuponske hartije od vrednosti**, kao što su korporativne, municipalne i državne obveznice. Kamatna stopa koja se najčešće javlja na tržištima obveznica naziva se **prinos do dospeća**, ali kupci i

prodavci često spominju dve druge kamatne stope na obveznice i one se kotiraju na finansijskim stranama mnogih dnevnih listova - naime, kuponska stopa i tekući prinos. Razmotrimo prvo kuponsku stopu i tekući prinos a zatim ćemo se vratiti na prinos do dospeća.

Kuponska kamatna stopa na obveznice

Pretpostavimo da platite \$900 za kuponsku dugoročnu obveznicu nominalne vrednosti \$1.000 po kamatnoj stopi od 8 procenata, sa dospećem od 10 godina i da očekujete da ćete je držati do dospeća. *Koju ćete godišnju kamatnu stopu dobiti na tu hartiju od vrednosti?* Konkretno, koliki ćete prihod zaraditi ako investirate u tu hartiju od vrednosti?

Morate biti obazrivi da biste tačno razjasnili o kojoj se kamatnoj stopi radi. U ovom primeru, **kuponska kamatna stopa**, koja je jednaka godišnjem kuponu podeljeno sa nominalnom vrednošću, iznosi 8 procenata ($\$80 / \$1.000 = 8$ procenata). Ovo takođe znači da se na prednjoj strani obveznice nalazi odštampana izjava da će svake godine emitent platiti vlasniku obveznice kamatu od 8 procenata na nominalnu vrednost od \$1.000, odnosno \$80. (Za većinu obveznica kamata se plaća polugodišnje, što u ovom slučaju znači plaćanja u iznosu od \$40 dva puta godišnje, ali da bi bilo jednostavnije mi ćemo pretpostaviti da je samo jedno plaćanje godišnje od \$80).

Da ste platili ceo nominalni iznos obveznice od \$1.000, vi biste zaista dobili kamatu od 8 procenata. Ali cene obveznica mogu da rastu i padaju iz mnogo razloga, a to ćemo videti u daljem tekstu poglavlja. U našem slučaju, plaćate samo \$900, i mada kuponska kamatna stopa odštampana na obveznici iznosi 8 procenata, zaradite više od 8 procenata zato što ste platili manje od \$1.000. Ali *koliko više* od 8 procenata?

Tekući prinos

Krenuli smo ispravno pošto smo se opredelili da ispitamo **tekući prinos**. Tekući prinos se obračunava kao godišnje dolarsko plaćanje kamate podeljeno sa cenom koju ste platili za obveznicu, ili $\$80 / \$900 = 8.89$ posto. Na prvi pogled, izgleda da je to razuman način da se prikaže kamatna stopa, sve dok ne shvatite da on zanemaruje činjenicu da ćete po dospeću obveznice kroz deset godina imati **kapitalni dobitak** od \$100 (jer ste platili samo \$900, ali po dospeću obveznica će biti otkupljena po svojoj nominalnoj vrednosti od \$1.000).

Prinos do dospeća

Prinos do dospeća je najpreciznije i najšire korišćeno merilo kamatnih stopa na finansijskim tržištima. U obzir se uzimaju faktori koji se zanemaruju kod tekućeg prinosa. U našoj diskusiji o složenoj kamati, napomenuli smo da po godišnjoj kamatnoj stopi od 8 procenata, \$100 danas, kroz godinu dana od sada

vredeće \$108, dve godine od sada \$116,64, a kroz tri godine \$125,97 itd. Ovo ćemo izraziti i na sledeći način: $\$100 (1 + 0,08) = \108 ; $\$100 (1 + 0,08)^2 = \$116,64$ i $\$100 (1 + 0,08)^3 = \$125,97$.

Naveli smo, takođe, da možemo da postupimo obrnuto i da *diskontujemo buduću sumu na njenu sadašnju vrednost*: Po stopi od 8 procenata, iznos od \$108 sa dospećem kroz godinu dana od sada, danas bi iznosio \$100 (njegova sadašnja vrednost), iznos od \$116,64 sa dospećem kroz dve godine od sada, danas bi vredeo \$100 i iznos od \$125,97 sa dospećem kroz tri godine od sada takođe bi danas vredeo \$100. To znači:

$$\frac{\$108}{(1 + 0,08)} = \$100; \quad \frac{\$116,64}{(1 + 0,08)^2} = \$100; \quad \frac{\$125,97}{(1 + 0,08)^3} = \$100$$

Ovaj koncept sadašnje vrednosti omogućava nam da uporedimo hartije od vrednosti sa različitim vremenskim dimenzijama. Prethodna ilustracija, na primer, pokazuje da kada je godišnja kamatna stopa 8 procenata, tri hartije od vrednosti - jedna koja obećava \$108 kroz godinu dana, jedna koja obećava \$116,64 kroz dve godine, i jedna koja obećava \$125,97 kroz tri godine - imaju istu vrednost. Svaka od njih vredi tačno isto (\$100).

Imajući u vidu ovo objašnjenje, vratimo se sada na koncept prinosa do dospeća. *Prinos do dospeća po hartiji od vrednosti je ona posebna kamatna stopa (ili eskontna stopa, kako se ponekad naziva), uz koju je iznos sadašnjih vrednosti svih budućih plaćanja po hartiji od vrednosti jednak njenoj kupovnoj ceni.*

Najjednostavniji način da se shvati gornja rečenica ispisana u kurzivu je da se navede konkretan primer. Diskutovali smo o plaćanju iznosa od \$900 za kuponsku dugoročnu obveznicu čija je nominalna vrednost \$1.000 po stopi od 8 procenata sa dospećem od deset godina. Koliku će godišnju kamatnu stopu ona pružiti? Ukoliko ne možemo da odgovorimo na ovo pitanje, nemamo načina da izvršimo upoređenje sa drugim obveznicama koje su raspoložive na tržištu, tako da nećemo biti u mogućnosti da kažemo da je ta kupovina dobra ili loša.

Pretpostavimo da se kamata plaća godišnje a ne polugodišnje, ova hartija od vrednosti obećava deset budućih plaćanja - plaćanja kamate od po \$80 i jedno konačno plaćanje koje se sastoji od \$80 na ime kamate i \$1.000 na ime nominalne vrednosti (ili glavnice). Cena obveznice je \$900, što znači da svako ko želi da dobije ova buduća plaćanja treba danas da plati \$900. Prinos do dospeća ove obveznice se definiše kao ona posebna *eskontna stopa* (nazovimo je *r*) koja će učiniti da zbir sadašnjih vrednosti svih deset očekivanih budućih plaćanja bude jednak iznosu od \$900.

Ako možemo da nađemo *r* u sledećoj jednačini, dobićemo obračunat godišnji prinos do dospeća ove hartije od vrednosti:

$$\$900 = \frac{\$80}{(1 + r)} + \frac{\$80}{(1 + r)^2} + \frac{\$80}{(1 + r)^3} + \dots + \frac{\$10,080}{(1 + r)^{10}}$$

Mogli bismo da izračunamo r kroz pokušaje i greške; pokušati jednu eskontnu stopu (recimo 9 procenata) a zatim drugu (10 procenata) sve dok ne izdvojimo onu kojom će se postići da svi članovi na desnoj strani jednačine zbirno dovedu do iznosa od \$900. Ali takav postupak troši mnogo vremena. Bilo bi mnogo brže i jednostavnije pogledati priručnik sa tabelama prinosa obveznica, gde nam je sve to izračunato. Ove tabele pokazuju prinos do dospeća koji je u ovom specifičnom slučaju 9,58 procenata godišnje. (Napominjemo da je ovo dosta iznad tekućeg prinosa od 8,89 procenata, zato što se ovde bezuslovno uzima u obzir kapitalni dobitak - razlika između nominalne vrednosti od \$1.000 i iznosa od \$900 plaćenog za obveznicu)

Šta ako nemate pri ruci priručnik sa tabelama prinosa po obveznicama? Ništa zato, jer su ručni kalkulatori koje koriste firme uglavnom programirani za takav posao. Ako imate takav ručni kalkulator, sa tasterima obeleženim na uobičajen način, unesite \$80 za godišnja kuponska plaćanja, (koristite taster PMT); \$10,080 za konačno plaćanje (sa tasterom FV); 10 za broj perioda do dospeća (taster N); i \$900 za kupovnu cenu obveznice ili sadašnju vrednost (taster PV) Pritisnite odgovarajući taster (obično r / "rate" / ili %) i odmah će displej pokazati godišnji prinos do dospeća: 9,60 procenata.

Prinos do dospeća od 9,60 procenata dobijen ručnim kalkulatorom neznatno se razlikuje od 9,58 procenata na tabeli obveznica. Razlog je taj što smo pretpostavili jedno plaćanje kamate godišnje kada su uneti podaci u kalkulator, dok su tabele obveznica izrađene na pretpostavci polugodišnjih plaćanja kamate. Pošto smo u ovom primeru sve pojednostavili smatrajući da se kamata plaća godišnje, mogli bismo da ostanemo pri toj pretpostavci i da bismo bili dosledni, koristećemo 9,60 procenata kao odgovarajući prinos do dospeća.

Prema tome, što se tiče prinosa do dospeća, ako ste investirali \$900 u ovu određenu hartiju od vrednosti, vi ćete dobijati godišnji prinos od 9,60 procenata na svoj novac od sada do dospeća obveznice kroz deset godina od danas. Prinos do dospeća je precizno merilo prihoda na vašu investiciju u hartiju od vrednosti, jer se s njim upoređuju sva buduća dolarska plaćanja (uključujući svaku kapitalnu dobit) sa iznosom novca koji je potreban da se dobiju ova buduća plaćanja (odnosno, cena hartije od vrednosti).

Do sada smo obrazlagali prinos do dospeća u vrlo određenim uslovima, koristeći primer jedne određene hartije od vrednosti. Koncept je previše značajan, međutim, da bismo ostali na ovome. Mi ćemo ovaj koncept generalizovati da bi bio primenjiv u raznim slučajevima. Dole je navedena opšta formula koju koristimo kada obračunavamo prinos do dospeća (r) hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom po kojoj se plaća dolarski kupon (C) u svakoj n godini i nominalna vrednost (F), koja će se isplaćivati o dospeću n godina od sada i čija je tekuća cena (P):

$$P = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{(C_n + F)}{(1+r)^n}$$



NEZVANIČNO

Milion dolara na lutriji: slučaj obmanjujuće reklame?

Ilustracija vremenske vrednosti novca javlja se u vezi sa državnim lutrijom, kada srećni dobitnik dobija isplate tokom dužeg vremenskog perioda a ne celokupnu sumu odjednom. „Kupi tiket i osvoji milion dolara“! piše u reklamama. Ali to često ispadne tako da dobitnik realno dobije \$50.000 odmah a zatim po \$50.000 godišnje tokom sledećih 19 godina.

Naravno, \$50.000 odmah sa \$50.000 godišnje tokom 19 godina vredi mnogo manje od milion dolara. Primenjujući formulu sadašnje vrednosti iz teksta i pretpostavljajući kamatnu stopu od 8 procenata:

$$\begin{aligned} \text{Sadašnja vrednost} &= \$50.000 + \$50.000 / (1 + 0,08) \\ &+ \$50.000 / (1 + 0,08)^2 + \dots \\ &+ \$50.000 / (1 + 0,08)^{19} \end{aligned}$$

Konvertovanjem svakog plaćanja u sadašnju vrednost i sabiranjem dobija se ukupna suma od \$530.180. Nije loše, ali daleko je to od jednog miliona!

Opšta formula nam kaže da ukoliko znamo cenu hartije od vrednosti, njena dugoročna kuponska plaćanja i njeno dospeće, možemo da utvrdimo njen godišnji prinos do dospeća (r). Prinos do dospeća je svaka eskontna stopa koja će učiniti da suma sadašnjih vrednosti svih budućih plaćanja bude jednaka kupovnoj ceni.

Ovu istu opštu formulu možemo da koristimo za određivanje cene hartije od vrednosti, pod uslovom da nam je poznato sa kojim prinosom do dospeća da počnemo. Drugim rečima, ako znamo r , kuponska plaćanja (C), nominalnu vrednost (F) i godine do dospeća (n), moćićemo da rešimo tekuću vrednost obveznice ili cenu (P) koju smo spremni da platimo. Vratimo se u daljem tekstu ovog poglavlja na ovaj način gledanja jednačine.¹

Obveznice sa zero kuponom

Radi ilustracije najviše smo koristili kuponsku dugoročnu hartiju od vrednosti nominalne vrednosti od \$1.000 sa stopom od 8 procenata; većina korporativnih, državnih i municipalnih obveznica zaista imaju kupone pripojene uz njih koji daju pravo vlasniku na periodična plaćanja kamate. U slučaju naše obveznice, kuponska stopa od 8 procenata znači da će svake godine vlasnik obveznice

¹ Formula „sadašnje vrednosti“ u tekstu može se koristiti za procenu bilo čega sa budućim novčanim tokovima, a ne samo za hartije od vrednosti. Investitor bi mogao da projektuje buduće novčane tokove za investiciju u firmu ili zgradu kao C_1 do C_n . Ako je data kupovna cena firme ili zgrade, tada će formula pokazati ono što je poznato kao *interna stopa godišnjeg prihoda* od investicije. U stvari, prinos do dospeća na obveznici nije ništa drugo već interna godišnja stopa prihoda na novčane tokove obveznice.

dobiti kamatu od emitenta obveznice u iznosu od 8 procenata od nominalne vrednosti obveznice koja iznosi \$1.000, tj. dobiće \$80.

Poslednjih godina svedoci smo sve veće popularnosti nove vrste obveznica - **obveznica sa zero kuponom**, koje ne daju pravo vlasniku na bilo koju vrstu plaćanja kuponske kamate. Jedino što vlasnik takve obveznice dobija jeste nominalna vrednost, po dospeću obveznice.

Zašto bi neko uopšte razmišljao o kupovini obveznice na koju se ne plaća kamata? Kao i za mnoge druge stvari, da li nešto jeste ili nije vredno kupovine, zavisi od toga koliko to košta. Već smo videli da ako platite \$900 za jednu kupon-sku dugoročnu obveznicu nominalne vrednosti od \$1.000 sa kamatnom stopom od 8 procenata, imaćete godišnji prinos do dospeća od 9,60 procenata na svoj novac tokom sledećih 10 godina. Šta ako vam neko ponudi istu obveznicu bez ijednog kupona - tj. papir kojim se obećava iznos od \$1.000 kroz deset godina i ništa više? U stvari, ako možete da dobijete ovaj papir po ceni od samo \$400, *takođe* ćete dobiti 9,60 procenata na svoj novac tokom sledećih deset godina!

Godišnji prinos do dospeća za obveznice sa zero kuponom prati isti princip kao i za kuponske dugoročne hartije od vrednosti, ali je lakše obračunavanje, jer postoji samo jedno plaćanje - nominalne vrednosti, na datum dospeća. Osnovna formula je:

$$cena = \frac{\text{nominalna vrednost}}{(1 + r)^n}$$

U slučaju obveznice sa zero kuponom, prinos do dospeća je ona eskontna stopa (r) koja čini da sadašnja vrednost samo jednog plaćanja (nominalne vrednosti), koje dospeva za n godina, bude jednaka sa tekućom cenom. Ako već znamo šta je r , možemo da koristimo istu formulu da odredimo sadašnju vrednost ili cenu obveznice.



FINANSIJSKE NOVOSTI

Kotacije na tržištu državnih obveznica

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Stopa	Dospeće mes/god	Kupovna cena	Prodajna cena	Promena	Prinos
5,000	avg. 11	110:26	110:27	27	3,48
14,000	nov. 11	140:08	140:09	13	2,07
3,375	jan. 12i	111:13	111:14	17	1,94
4,875	feb. 12n	109:25	109:26	28	3,56
3,000	juli 12i	108:23	108:24	27	1,95
4,375	avg. 12n	105:25	105:26	29	3,63

4,000	nov. 12n	102:19	102:20	29	3,67
10,375	nov. 12	133:13	133:14	16	2,50
3,875	feb. 13n	101:15	101:16	29	3,69
12,000	avg. 13	145:10	145:11	24	2,71
13,250	maj 14	156:09	156:10	31	2,97
12,500	avg. 14	153:15	153:16	35	3,06
11,750	nov. 14	150:15	150:16	30	3,13
11,250	febr. 15	168:21	168:22	49	3,91
10,625	avg. 15	163:29	163:30	47	3,98
9,875	nov. 15	156:30	156:31	47	4,03
9,250	febr. 16	151:02	151:03	46	4,08
7,250	maj 16	130:29	130:30	43	4,15
7,500	nov. 16	133:22	133:23	44	4,20
8,750	maj 17	147:17	147:18	48	4,22
8,875	avg. 17	149:05	149:06	50	4,24
9,125	maj 18	152:25	152:26	48	4,31
9,000	nov. 18	152:00	152:01	47	4,35

Kolona (1) identifikuje svaku državnu obveznicu u pogledu njene kuponske stope i datuma dospeća. Na primer, prva obveznica u koloni (1) vuče kuponsku stopu od 5 procenata sa dospećem u avgustu 2011. godine. (Jednostavno rečeno, to su „petice u 2011. godini“) Sledeća obveznica ima kupon od 14 procenata sa dospećem u novembru 2011. (četnaestice sa rokom 2011. god.).

Trezor je emitovao obveznice i note, dve vrste hartija od vrednosti sa fiksnim prihodom i kupon-skim plaćanjima, jednom svakih šest meseci. Obveznice imaju originalno dospeće preko deset godina, dok note - u koloni (1) u tabeli označene sa „n“ posle godine dospeća - imaju originalno dospeće preko jedne godine ali ne duže od deset godina. Dospeće je jedina razlika između nota i obveznica. Trezor takođe emituje inflatorno indeksirane obveznice, označene slovom „i“ u koloni (1) tabele. Podatak koji se odnosi na najnoviju emitovanu obveznicu sa datim dospećem štampan je boldovanim slovima (vidite

note sa kuponskom stopom od 3.875 procenata koje dospevaju u februaru 2013.).

Kolone (2) i (3) označavaju šta su dileri za državne hartije od vrednosti „nudili“ i „tražili“ na kraju trgovine prethodnog dana - tj. njihovu „kupovnu cenu“ i „prodajnu cenu“. Nije čudo što je njihov kupovni kurs nešto ispod prodajnog kursa, jer to omogućava dilerima da očekuju profit kada obavljaju transakcije sa publikom. Državne obveznice obično imaju nominalnu vrednost od \$1.000 i njihova cena je standardno izražena kao procenat nominalne vrednosti. Napominjemo da brojevi posle dve tačke nisu decimali već 32-ine. Tako, što se tiče poslednje obveznice na listi, 9 v. iz 2018. dileri državnih hartija od vrednosti bili su spremni da ih kupe po 152 (= \$1.520,00) i da ih prodaju po neznatno višoj ceni od 152 1/32 (= \$1.520,3125).

Kolona (4) je promena dilerke kupovne cene na kraju trgovačkog dana u poređenju sa krajem prethodnog radnog dana. To je takođe u

32-inama. Na primer, 9 za 2018. zaključeno po kupovnom kursu 152, što je za 47/32 iznad 150 17/32 na kraju prethodnog dana.

Kolona (5) je prinos po obveznici do dospeća. Prodajni kurs se koristi za obračun prinosa do

dospeća, pošto je to cena koju morate da platite kada kupujete obveznicu. U koloni (5) zapeta je pravi decimalni znak tako da se podrazumeva da postoji procentni znak (%) posle svakog prinosa.

U našem primeru, sa nominalnom vrednošću od \$1.000 i dospećem od deset godina, ako znamo godišnju kamatnu stopu - recimo da je 9,60 procenata - moći ćemo da utvrdimo cenu. Sa ručnim kalkulatorom dobijamo cenu od \$399,85.

Obrnut odnos između prinosa i cena obveznica

Već smo govorili o tome da više kamatne stope znače niže cene obveznica i što su niže kamatne stope to su više cene obveznica. Možemo koristiti opštu formulu sadašnje vrednosti koju smo upravo razvili da pokažemo zašto je to tako: Ako su kuponsko plaćanje obveznice (C) i nominalna vrednost (F) fiksni, viši prinos do dospeća (r) mora da podrazumeva nižu cenu obveznice (P). Slično tome, niži prinos mora da podrazumeva višu cenu obveznice. Ako se bilo r ili P promeni, onaj drugi će se automatski promeniti u suprotnom pravcu.

Na primer, šta ako ste platili ne \$900 već \$925 za našu ilustrativnu kuponsku obveznicu na deset godina sa stopom od 8 procenata i nominalnom vrednošću od \$1.000? Koji ćete tada godišnji prinos do dospeća dobiti? Ubacite iznos od \$925 umesto \$900 u vaš verni kalkulator i prinos do dospeća će da padne sa 9,60 na 9,18 procenata. Šta ako ste platili samo \$875? Tada bi se prinos do dospeća povećao na 10,04 procenta.

Pretpostavimo da znamo P i da želimo da utvrdimo kamatnu stopu. Ovo se može uraditi i na drugačiji način: Možemo da pitamo koja je cena za jedan određeni prinos. Na primer, ako pretpostavimo da je kamatna stopa 12 procenata možemo da izračunamo cenu kojom bi se ostvario godišnji prinos do dospeća (pretpostavljajući, naravno, da su C i F fiksni). Odgovor mora da bude cena *ispod* \$875, pošto nam \$875 daje prinos samo od 10,04 procenta. Dolazimo do zaključka da bi cena od \$774 ostvarila prinos do dospeća od 12 procenata.

Primer konsole ili večne obveznice najbolje ilustruje obrnuti odnos između prinosa i cena obveznica. *Konsola* je obveznica koja uopšte nema datum dospeća. Ona obećava da će vlasnik dobijati fiksni dolarski iznos zauvek, bez datuma dospeća. U ovom slučaju gde se n približava beskonačnosti opšta formula sadašnje vrednosti (imate nam verovati na reč) pada jednostavno u

$$Cena = \frac{C}{r}$$

Ovde je očigledno da sa datim C , kamatna stopa (r) i cena moraju da se kreću u obrnutom smeru. Na primer, ako je $C = \$1$ a $r = 0,05$, tada je $P = \$20$; ali ako r raste do 0,10, tada P pada na \$10. Obrnut odnos između P i r direktno proizilazi iz matematičke formule za formiranje cena obveznica.

Zašto su dugoročne obveznice rizičnije od kratkoročnih obveznica

Možemo koristiti opštu formulu za sadašnju vrednost ili cenu obveznice da objasnimo zašto promena kamatnih stopa utiče na cene dugoročnih obveznica mnogo više nego na cene kratkoročnih hartija od vrednosti. Kod dugoročnih hartija od vrednosti, mala promena kamatnih stopa uzrokuje veliku promenu cena, dok kod kratkoročnih hartija od vrednosti, čak i velika promena prinosa povlači samo malu promenu cene.

Evo ilustracije. Uzmimo dve obveznice, od kojih svaka ima nominalnu vrednost od \$1.000 i kupon sa kamatom od 8 procenata; jedna obveznica je sa dospećem od 20 godina a druga sa dospećem od samo dve godine. Za obe obveznice cene su formirane po paritetu (tj. na \$1.000), tako da je prinos do dospeća u oba slučaja 8 procenata, isto koliko iznosi i kuponska stopa.

Pretpostavimo da se iznenada, iz razloga koje niko u potpunosti još ne razume, sve kamatne stope povise za dva procentna poena. Prinos do dospeća u oba slučaja ide na 10 procenata. Ovaj rast prinosa povlači pad cene sa \$1.000 na \$830 kod obveznica sa rokom od 20 godina i pad cene sa \$1.000 na samo \$965 kod hartija od vrednosti sa rokom od dve godine.

Ukratko, što je duži rok dospeća obveznice, njena cena će biti više pogođena promenom opšteg nivoa kamatnih stopa. Ovo ima enormne implikacije na kapitalnu dobit i gubitak. Kada sve kamatne stope padnu, dramatično raste cena dugoročnih hartija od vrednosti, ali ne i kratkoročnih. Slično, kada sve kamatne stope porastu, drastično pada cena dugoročnih ali ne i kratkoročnih obveznica.²

Opšta formula o sadašnjoj vrednosti objašnjava zašto je to tako. Formula pokazuje da se cena ili sadašnja vrednost obveznice sastoji od zbira eskontovanih sadašnjih vrednosti svih njenih budućih plaćanja. Što je duži rok dospeća hartije od vrednosti, to će biti veći efekat promene r na cenu, zato što ima više budućih plaćanja koja će biti eskontovana tokom dužeg vremenskog perioda. Duži vremenski period je odlučujući: Zapamtite da eskontovanje plaćanja sa dospećem kroz 20 godina nije samo deljenje sa $(1 + r)$ nego sa $(1 + r)^{20}$.

2 Dužina roka dospeća je najvažniji faktor koji utiče na cene obveznica kada se menjaju kamatne stope, ali to nije i jedini faktor. Važna je i vrednost kupona: Što je kupon manji, cena obveznice će biti više pogođena promenom kamatnih stopa. Cena dugoročne kuponske obveznice sa kamatom od 8 procenata je volatilnija od cene kuponskih obveznica sa kamatom od 10 procenata. (Najvolatilnije od svih bile bi dugoročne obveznice sa zero kuponom.) Menadžeri portfolija obično matematički kombinuju dospeće i vrednost kupona da bi procenili rizičnost obveznice preciznije nego što bi to bilo moguće koristeći samo rok dospeća. Kombinacija ova dva faktora naziva se *duracija* obveznice. O ovoj temi će još biti reči u prilogu uz poglavlje 5.

Drugim rečima, možete brzo da se obogatite sa dugoročnim obveznicama, ali takođe i da potpuno propadnete. Dugoročne obveznice su rizičnije od kratkoročnih obveznica zato što je veća opasnost od potencijalnog gubitka. Zašto ih onda građani kupuju? Zbog toga što često one daju veći prinos od kratkoročnih obveznica a takođe i zato što večno postoji nada: možda će kamatne stope pasti a cene dugoročnih obveznica otići u nebo!

Nominalne prema realnim kamatnim stopama

Do sada smo govorili samo o nominalnim kamatnim stopama. *Nominalno* znači mereno novcem za razliku od kupovne moći. Nominalne kamatne stope - tj. tržišne kamatne stope koje se navode u novinama - predstavljaju precizno merilo kupovne moći kada su cene stabilne, zato što tada kupovna moć novca ostaje konstantna tokom dužeg vremenskog perioda. Ali kada cene rastu, kao što je to u vreme inflacije, nominalne kamatne stope daju pogrešnu predstavu o kupovnoj moći.

Inflacija znači da će se kreditorima vratiti dolari koji imaju manju kupovnu moć od dolara koje su oni dali na kredit. Pretpostavimo da je nominalna kamatna stopa 10 procenata a stopa inflacije 6 procenata godišnje. Ako pozajmite nekome \$100 na godinu dana, po stopi od 10 procenata, kroz godinu dana vratiće vam se iznos od \$110. Ali sa cenama višim za 6 procenata, biće vam potrebno svih \$106 da kupite ono što ste mogli da dobijete pre godinu dana za \$100. U pogledu kupovne moći, sa iznosom od \$110 koji imate sada, možete da kupite robu i usluge samo za \$4 više nego sa iznosom od \$100 koji ste pozajmili pre godinu dana. Mada je nominalna kamatna stopa 10 procenata, inflacija od 6 procenata je smanjila inflatorno usklađenu ili realnu kamatnu stopu na samo \$4 / \$100, odnosno na 4 procenta.

Nominalna kamatna stopa je mera povećanja u dolarima kao procentu od dolara datih na zajam (\$10 / \$100). **Realna kamatna stopa** je mera porasta kupovne moći kao procenta od kupovne moći date na zajam (\$4 / \$100). *Najkraće rečeno, realna kamatna stopa je nominalna kamatna stopa minus stopa inflacije.*³

Ustvari, postoje dve koncepcije realne kamatne stope: *ex ante* ili očekivana realna stopa i *ex post* ili realizovana realna stopa. *Ex ante* ili očekivana realna kamatna stopa je nominalna kamatna stopa minus očekivana stopa inflacije. *Ex post* realna stopa je nominalna kamatna stopa minus stvarna ili realizovana inflatorna stopa. (Više o ovome u daljem tekstu poglavlja)

3 Realna kamatna stopa od 4 procenta u ovom primeru je aproksimativna. Potrebno je \$106 da se kupi ono što je pre godinu dana moglo da se kupi za \$100, što očigledno pokazuje porast kupovne moći za \$4. Ali za ovih 4 dolara ne može više da se kupi ono što je za \$4 moglo da se kupi pre godinu dana. Zbog inflacije od 6 procenata, sada za \$4 može da se kupi samo ono što je prošle godine moglo da se kupi za \$3,77 (\$4 / 1,06 = \$3,77). Prema tome, tačna realna kamatna stopa u ovom primeru nije 4 procenta već samo 3,77 procenta. Međutim, postalo je uobičajeno da se ovo detalisanje zanemaruje, tako da se realna kamatna stopa uglavnom obračunava kao nominalna kamatna stopa minus stopa inflacije.

Prihod prema prinosu do dospeća

Kao što inflacija stvara raskorak između nominalnog i realnog prinosa, činjenica da ljudi često prodaju obveznice pre konačnog datuma dospeća, dovodi do raskoraka između koncepta prinosa do dospeća razvijenog gore i koncepta prihoda, odnosno iznosa koji po obveznici prihoduje investitor tokom perioda posedovanja te obveznice. Da bismo ovo ilustrovali, prvo ćemo definisati „prihod“ a zatim ćemo prezentirati niz brojčanih primera

Koncept **prihoda** ili stope prihoda je merilo novčanih tokova primljenih tokom perioda koji se odnosi na iznos investiran na početku. Za naše potrebe, logično je da se prihod meri godišnje kako bismo imali jednoobrazne standarde za poređenje. Tako, godišnja stopa prihoda na obveznicu koja se poseduje godinu dana meri se kao prodajna cena minus kupovna cena plus kuponsko plaćanje, sve podeljeno sa početnom cenom. Odnosno:

$$\text{Prihod} = \frac{\text{prodajna cena} - \text{kupovna cena} + \text{kupon}}{\text{kupovna cena}}$$

Na primer, obveznica kupljena za \$1.000 na početku godine, plaća kupon od \$80 na kraju svake godine i prodana za \$1.000 na kraju godine, ima godišnji prihod od 8 procenata.⁴

$$\text{Prihod} = \frac{1.000 - 1.000 + 80}{1.000} = 0,08$$

Da je obveznica prodana za \$1.100, prihod bi bio 18 procenata:

$$\text{Prihod} = \frac{1.100 - 1.000 + 80}{1.000} = 0,18$$

Vratimo se sada na našu omiljenu kuponsku obveznicu sa rokom od deset godina i stopom od 8 procenata, koju smo kupili za \$900. Setite se da je prinos do dospeća na tu obveznicu bio 9,60 procenata. Pretpostavimo da posle kupovine obveznice za \$900 investitor odluči da je proda posle godinu dana. Koliki će biti godišnji prihod po ovoj investiciji? Odgovor najviše zavisi od prodajne cene. Preciznije, pretpostavimo da investitor prodaje obveznicu po nižoj ceni, recimo za \$880, zato što je nivo kamatnih stopa povećan na kraju godine (setite se da se cene obveznica kreću obrnuto u odnosu na kamatne stope). Godišnji prihod je tada 6,6 procenata:

$$\text{Prihod} = \frac{880 - 900 + 80}{900} = 0,066$$

4 Napominjemo da naš primer podrazumeva da se kupon plaća na kraju godine, jer ako bi se platio ranije tokom godine, merilo prihoda bi moralo da obuhvata kamatu dohodovanu po kuponu od momenta plaćanja do kraja godine. Sva merila prihoda pretpostavljaju da se novčane distribucije vrše na kraju perioda.

S obzirom, da je prinos opao na kraju godine a cene obveznice porasle, godišnji prihod bi bio mnogo viši. Na primer, da je investitor prodao obveznicu za \$950, godišnji prihod bi bio 14,4 procenta:

$$\text{Prihod} + \frac{950 - 900 - 80}{900} = 0,144$$

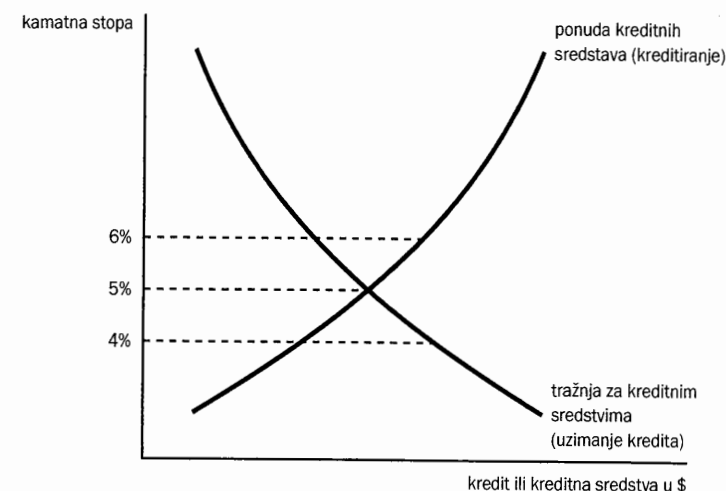
Prinos do dospeća je uglavnom slab pokazatelj godišnjeg prihoda ostvarenog po obveznici kada se ona prodaje pre dospeća. Da li će investitor biti prijatno iznenađen ili gorko razočaran, zavisi od toga šta se sa cenama obveznice dešava između dve uzastopne godine; a da li će se cene obveznice kretati na dole ili na gore zavisi od toga da li kamatne stope rastu ili padaju. Ovo nas dovodi do naše sledeće važne teme: Šta određuje kretanja celokupnog nivoa kamatnih stopa?

Šta određuje nivo kamatnih stopa?

Sada kada smo stručnjaci za obračunavanje kamatnih stopa, da vidimo šta to određuje da li su one niske ili visoke i kako su se ponašale istorijski. Postoje kamatne stope za razne vrste kredita - stope za kredite za automobile, hipoteke za kuće, državne hartije od vrednosti, korporativne obveznice itd. Međutim, većina kamatnih stopa zajedno se kreću na gore ili na dole, tako da možemo da govorimo o kamatnoj stopi koja će predstavljati sve kamatne stope posmatrane grupno. U sledećem poglavlju, posebno ćemo posmatrati kamatne stope na alternativne hartije od vrednosti i proučimo razlike koje postoje između njih. Međutim, u svim slučajevima kada koristimo izraz *kamatna stopa*, mislimo na prinos do dospeća.

Ponuda i tražnja određuju kamatnu stopu

Kamatna stopa je cena, kao što je cena za Lamborghini ili Maserati ili za primke vaše omiljene video igrice. Međutim, kada je reč o kamatnim stopama, cena o kojoj govorimo je cena kredita ili novca koji se uzima na zajam - cena koju kreditori dobijaju i koju zajmoprimci moraju da plate. Pošto je kamatna stopa cena, kao i sve cene, nju određuju **ponuda i tražnja**. Ponuda čega i tražnja za čim? Kreditna ili **zajmovna sredstva** - sredstva koja su kreditori voljni da daju na zajam zajmoprimcima.



SLIKA 4.1 Kamatnu stopu određuje ponuda i tražnja.

Na svakom konkurentnom tržištu, bilo na tržištu automobila ili personalnih kompjutera, interakcija između ponude i tražnje određuje cenu i količinu razmene. Finansijska tržišta nisu izuzetak. U stvari, ovo možemo najbolje da ilustrujemo crtanjem poznatih kriva ponude i tražnje. Na slici 4.1, kamatna stopa je prikazana na vertikalnoj osi a iznos kredita ili kreditnih sredstava na horizontalnoj osi. Uzlazna kosa kriva ponude sredstava je logična pretpostavka zdravog razuma da će kreditori biti spremni da odobravaju veće kredite ukoliko dobijaju više kamate (sve ostalo ostaje konstantno, uključujući kreditnu sposobnost zajmoprimalaca). Kosa silazna kriva tražnje za sredstvima predstavlja ponašanje zajmoprimaca: Što je manja kamatna stopa, više sredstava će zajmoprimci biti spremni da uzmu na zajam (opet zadržavajući konstantno sve ostalo, kao što su izgledi budućih poslovnih aktivnosti).

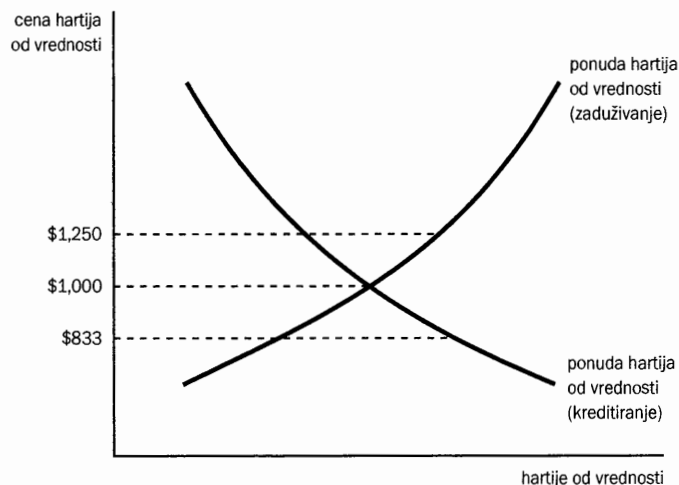
Ne bi bilo previše iznenađujuće da **ravnotežna kamatna stopa** bude na tački preseka kriva ponude i tražnje - dajući prinos od 5 procenata na slici 4.1. Ravnoteža, setićete se osnova ekonomije (ili fizike iz srednje škole, ako se toga bolje sećate), znači da ne postoji tendencija promene. Tako, na slici 4.1, kamatna stopa će ostati na 5 procenata, zato što je to mesto gde je količina sredstava koje kreditori žele da odobre upravo jednaka količini sredstava koje zajmoprimci žele da uzmu na zajam. Po bilo kojoj drugoj kamatnoj stopi, postoji višak kreditora ili zajmoprimalaca, a pritisak konkurencije će nagnati stopu ka njenom ravnotežnom nivou. Na primer, po stopi od 6 procenata, kreditori žele da odobre više sredstava nego što zajmoprimci žele da uzmu; konkurencija između kreditora nameće smanjenje kamatne stope. Slično, po stopi od 4 procenata, zajmoprimci žele da se zaduže više nego što kreditori žele da kreditiraju; konkurencija

između zajmoprimaca nameće rast kamatne stope. Kada kamatna stopa dostigne 5 procenata, neće postojati tendencija promene sve dok krive ponude i ostanu gde su.⁵

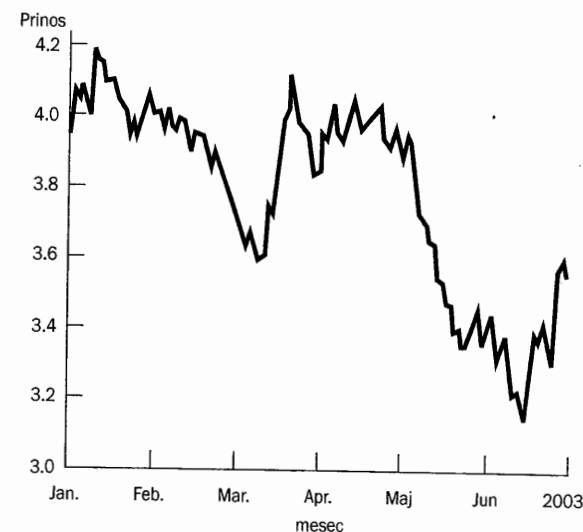
Analiza kamatnih stopa prema ponudi i tražnji podrazumeva da su finansijska tržišta konkurentna, tako da će se pritisak ponude i potražnje odražavati na promene cene (kamatne stope). Ovo isključuje teoriju zavere kamatnih stopa - mišljenje da cene formira nekoliko insajdera koji su vrlo uticajni na tržištu.

Teško je poverovati da jedna osoba, institucija ili grupa institucija ima bilo gde toliku moć da upravlja kamatnim stopama u ovoj zemlji. Jednostavno, postoji suviše veliki broj kreditora koji se bave kreditiranjem pa prema tome i mnogo alternativa koje se nude budućim zajmoprimcima, da bi bilo moguće da postoji tesno povezana klika kreditora koja bi kontrolisala cenu kredita. Kreditari koji zaračunavaju stope više od važećih stopa izmestili bi se van tržišta i gubili poslove u korist konkurenata. Slično tome, zajmoprimci koji pokušavaju

5 Umesto diskusije o tome kako ponuda i tražnja za kreditima ili kreditnim sredstvima određuju kamatnu stopu, možemo da diskutujemo o istom predmetu obrazlažući kako tražnja za hartijama od vrednosti i ponuda hartija od vrednosti određuju cenu hartija od vrednosti (vidite sledeći dijagram). Odobravanje kredita je ekvivalent *tražnje* za dugovnim hartijama od vrednosti - finansijske institucije odobravaju kredite, na primer, kupovinom dugovnih finansijskih instrumenata. Tražiti kredit je isto što i *ponuda* hartija od vrednosti - poslovne firme uzimaju kredit prodajom svojih obveznica ili drugih promesa (često nazvanih IOU). Pogledajmo dijagram i uporedimo ga sa slikom 4.1 u tekstu. Po ceni od \$833 (koja odgovara, recimo, prinosu od 6 procenata na slici 4.1) želja da se kupe hartije od vrednosti - ili odobri kredit - povisiće cenu hartija od vrednosti, baš kako pokazuje slika 4.1 tako da će to povući kamatnu stopu *na dole*. A po ceni od \$1.250 koja odgovara prinosu od 4 procenata želja da se prodaju hartije od vrednosti - da se pozajme sredstva - povukla bi naniže cenu hartija od vrednosti, kako slika 4.1 to i pokazuje da se u ovakvim uslovima *povećava* kamatna stopa.



da uzmu sredstva po stopi jeftinijoj od važećih stopa biće nadmašeni za sredstva od drugih koji su spremni da plate tržišnu cenu.



SLIKA 4.2 Obveznice Tezora SAD fluktuiraju dnevno (2003.)

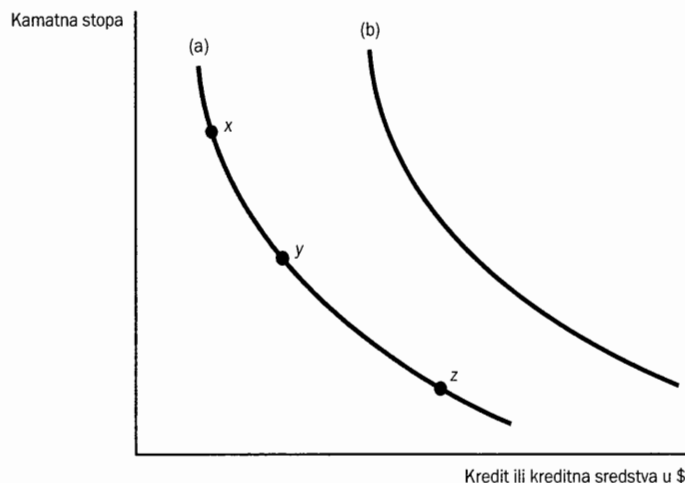
Zašto kamatne stope fluktuiraju?

Kada kamatna stopa dostigne ravnotežu - kao 5 procenata na slici 4.1 - da li se zadržava na tom nivou? Slika 4.2, na kojoj se registruju dnevna kretanja prinosa na obveznicama Tezora sa rokom od deset godina tokom prve polovine 2003. godine, pokazuje da prinosi mogu znatno da fluktuiraju od danas do sutra. Zašto se stope tako često menjaju?

Kamatna stopa fluktuira, kao i druge konkurentne cene, zbog pomeranja kriva tražnje i/ili ponude. Možda se sećate uvodnog dela predavanja iz ekonomije, gde se navodi da moramo da pravimo razliku između kretanja *duž* krive ponude ili tražnje i pomeranja krive. Kada se menja iznos ponude ili tražnje zbog promene kamatne stope, tada imamo kretanje *duž* krive tražnje ili ponude. *Pomeranje* krive se dešava kada se menja tražen ili ponuđen iznos, kod svake kamatne stope, kao reakcija na nešto drugo - kao što je na primer, promena očekivanja u vezi sa inflacijom.

Slika 4.3 ilustruje (a) kretanje duž krive tražnje i (b) promenu krive. Kada se kriva tražnje kreće na dole (a) od x do y do z to je kretanje duž krive tražnje. Pošto kamatna stopa pada, iznos traženog kredita se povećava. Promena tražnje

se događa kada se povećava traženi iznos kod svake kamatne stope, i to od krive tražnje (a) do krive tražnje (b). Naravno, traženi iznos bi mogao takođe da se *smanji* kod svake kamatne stope, u kom slučaju bi se kriva pomerila na levo.



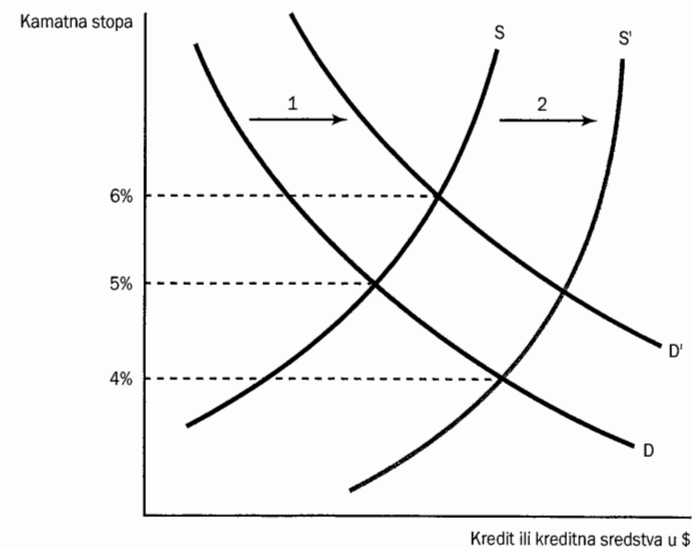
SLIKA 4.3 Kretanje duž krive tražnje u odnosu na promenu tražnje.

Kada govorimo o kretanju duž jedne krive tražnje ili ponude, uvek ćemo se pozivati na promenu „traženog iznosa“ ili „ponuđenog iznosa“. Suprotno, kada kažemo da je ponuda ili tražnja povećana (ili smanjena), smatraćemo da je cela kriva pomerena na desno (ili na levo).

Kada napravimo ovu razliku to će nam pomoći da se izbegne zabuna. Kada na primer hipotekarne kamatne stope padnu, mnogi potencijalni kupci kuća odlučuju da pozajme sredstva i kupe kuću, zato što su u tom slučaju u mogućnosti da obezbede mesečno plaćanje hipotekarne kamate. To je povećanje iznosa traženih kreditnih sredstava kao reakcija na promene kamatnih stopa - kretanje na dole duž jedne krive tražnje. U ovom slučaju, pad kamatne stope prouzrokuje povećanje traženog iznosa. S druge strane, recimo da se iznenada pojave mnogi zakupci sa više novca i shvate da mogu sebi da priušte kupovinu sopstvene kuće čak i po višim hipotekarnim stopama. To je *pomeranje* krive tražnje na desno.

Bilo bi sasvim očigledno da će sve što utiče da krive tražnje ili ponude promene poziciju prouzrokovati i promenu ravnotežne kamatne stope. Na primer, na slici 4.4, polazeći od krive ponude *S* i krive tražnje *D* postiže se ravnotežna kamatna stopa od 5 procenata. Ako se kriva tražnje pomeri od *D* na *D'* a kriva

ponude ostaje na mestu, ravnotežna kamatna stopa će se povećati na 6 procenata. Ako se, s druge strane, kriva ponude pomera od *S* do *S'* a kriva tražnje ostane na mestu gde je bila (na *D*), tada će nova ravnotežna kamatna stopa biti 4 procenata.



SLIKA 4.4 Pomeranja krive tražnje (1) i ponude (2) mogu da izmene ravnotežnu kamatnu stopu.

Iza ponude i tražnje

Sada pošto znamo da pomeranje krive ponude i tražnje kreditnih sredstava dovodi do promena kamatnih stopa, da vidimo da li možemo da idemo korak dalje. Nivo kamatnih stopa će ići na gore kada se tražnja za kreditnim sredstvima povećava ili kada se ponuda kreditnih sredstava smanjuje. Šta bi moglo da stoji iza takvih pomeranja krivih ponude i tražnje? Prvo, pogledajmo tražnju.

Najviše kredita uzimaju:

1. Firme, koje pozajmljuju za nabavku zaliha ili kupovinu kapitalne opreme;
2. Domaćinstva koja pozajmljuju za kupovinu automobila, potrošačke robe ili kuća;

3. Država ili lokalna samouprava, koje pozajmljuju za gradnju kanalizacionih sistema, puteva, škola, itd.
4. Federalna vlada, koja pozajmljuje za finansiranje deficita federalnog budžeta.

Sve što povećava potrebu ovih sektora za kreditima pomeriće tražnju za kreditnim sredstvima u desno i povućiće kamatne stope na gore. Neki od faktora mogu biti anticipirano povećanje profita kod poslovnih firmi, očekivanje višeg prihoda kod potrošača, veliko povećanje populacije koje dovodi do potrebe više državnih i lokalnih usluga ili značajno povećanje vojnih izdataka koje prouzrokuje veće deficite federalnog budžeta

Da pređemo sada na ponudu. Zašto bi mogla da se smanji ponuda kreditnih sredstava - kredita? Kredite najvećim delom odobravaju finansijske institucije ili direktno pojedinci. Banke i druge finansijske institucije ponekad moraju da ograniče svoje kredite zato što im državne vlasti, kao što su Federalne rezerve, stvaraju poteškoće da kreditiraju. Sposobnost pojedinaca da kreditiraju zavisi delom i od toga koliko štede, ako manje štede, manje će biti u mogućnosti da kreditiraju stvarajući pritisak na rast kamatnih stopa.

Nećemo zalaziti iza ponude i tražnje u takvim detaljima u pogledu pada kamatnih stopa. Verujemo u vašu ličnu dosetljivost. Generalno, naravno, ono što čini da kamatne stope padaju je smanjenje tražnje za kreditnim sredstvima (na primer, zbog slabije ekonomske aktivnosti) i/ili povećanje ponude (na primer pojedinci štede više). Možete odatle da počnete.

Značaj inflatornih očekivanja

Jedan element u osnovi ponude i tražnje zaslužuje posebnu pažnju zato što je tako značajan. Taj element su *očekivanja*.

U našoj prethodnoj diskusiji o odnosu između nominalnih i realnih kamatnih stopa, pokazali smo kako se izračunava realna kamatna stopa uz datu određenu nominalnu kamatnu stopu i utvrđenu stopu inflacije. Sada imamo nešto drukčiji problem: Da li će promena *očekivanja* inflacije promeniti i samu ravnotežnu nominalnu kamatnu stopu?

NOVOSTI

Zabrinutost Greenspana da će deficit budžeta povećati kamatne stope

U maju 2003. godine, na CNN/Money Web sajtu je objavljeno da je Alan Greenspan, predsednik Federalnih rezervi, sve više uveren da rast budžetskog deficita obično dovodi do viših kamatnih stopa. Svedočeći pred Kongresom, Greenspan

je citirao studiju jednog ekonomiste iz Fed-a koji je kvantitativno odredio uticaj budžetskog deficita na kamatne stope. U ovoj studiji Fed-a, koju je Greenspan ocenio kao „izuzetno dobro urađenu“, tvrdi se da dugoročne kamatne stope

imaju tendenciju rasta za 1/4 procentnog poena kod svakog povećanja od jednog procentnog poena koeficijenta deficita prema BDP. Ekonomska teorija na kojoj se bazira ova studija je tržište kreditnih sredstava o kome je bilo reči u ovom poglavlju. Kada budžetski deficitu rastu, tražnja federalne vlade za kreditnim sredstvima se menja i ovaj proces pokazuje tendenciju rasta kamatnih stopa, kao što pokazuje promena krive tražnje od D na D' na slici 4.4.

Početkom maja, Kongres je raspravljao o predlogu predsednika Buša o smanjenju poreza za više od \$700 milijardi. Opozicija u Kongresu je argumentovala da bi smanjenje poreza ugrozilo

ekonomiju povećanjem deficita i rastom kamatnih stopa iz istih razloga koje je naveo i predsednik Fed-a. Ekonomisti koji su podržali smanjenje poreza pokušali su da diskredituju model kreditnih sredstava ističući da su kamatne stope stvarno bile niske tokom 2003. godine uprkos povećanju budžetskih deficita. Protivnici smanjenja poreza suprotstavili su se naglašavajući da su pozajmice privatnog sektora pokazivale tendenciju pada tokom recesija što je razlog niskih kamatnih stopa u slučajevima visokih deficita. Ova važna rasprava o ekonomskoj politici pokazuje važnost modela kreditnih sredstava.

Promene inflatornih očekivanja utiču na ravnotežne kamatne stope pomeranjem krivih tražnje i ponude kreditnih sredstava. Zajmoprimci koji očekuju da će se ubrzati inflacija povećaće svoju tražnju za kreditnim sredstvima, na taj način pomerajući krivu tražnje u desno, zato što očekuju da svoje kredite otplate dolarima snižene vrednosti. Kreditori koji očekuju ubrzanje inflacije smanjiće svoju ponudu kreditnih sredstava pomerajući time krivu ponude u levo, zato što očekuju da će dobijene novčane otplate imati smanjenu kupovnu moć. U oba slučaja, krajnji rezultat povećanih inflatornih očekivanja biće više *nominalne* kamatne stope. Slično tome, očekivanja usporavanja inflacije smanjiće tražnju, povećati ponudu i dovesti do nižih kamatnih stopa.

Obično, međutim, stvari nisu tako jednostavne i čiste. Naš primer podrazumeva da se svi slažu u svojim očekivanjima u vezi sa inflacijom. Ali u stvarnom svetu, ovakva saglasnost o budućnosti - ili o bilo čemu po bilo kom pitanju - teško da ikad postoji. U ovakvim okolnostima, posledice za kamatne stope su mnogo komplikovanije.

Ciklični i dugoročni trendovi kamatnih stopa

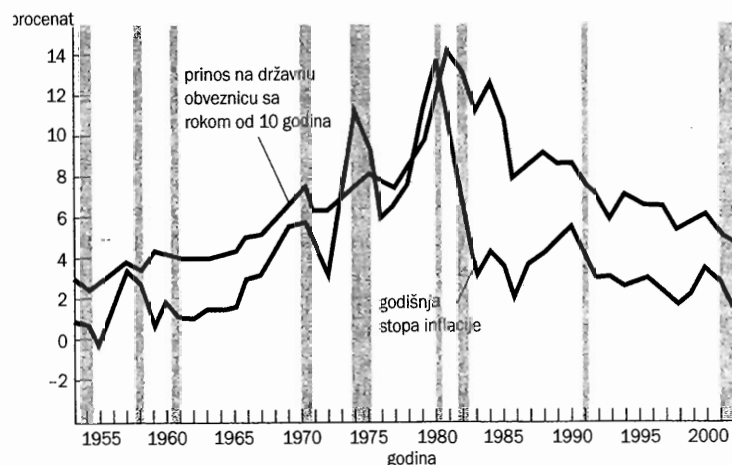
Razmotrimo sada da li naš okvir ponude i potražnje može da malo osvetli kretanje kamatnih stopa tokom protekle četiri decenije. Slika 4.5 grafički prikazuje prinose na desetogodišnje državne obveznice počev od 1950. godine da bi se prikazalo ukupno kretanje kamatnih stopa. Slika pokazuje godišnju stopu inflacije prikazanu stopom rasta indeksa potrošačkih cena. Osenčena površina slike pokazuje periode recesije poslovnog ciklusa - tj. periode kada ekonomija raste relativno sporo a nezaposlenost se povećava. Svaka osenčena površina počinje na vrhu ekspanzije poslovnog ciklusa i završava se pri dnu nastale recesije.

Na osnovu slike 4.5 možemo da izvedemo tri uopštavanja:

1. Nivo kamatnih stopa ima tendenciju rasta tokom perioda ekspanzije poslovnih ciklusa i pada tokom perioda ciklične recesije. *Prinos ide na gore kada su dobri uslovi poslovanja zato što tada poslovne firme i domaćinstva uglavnom povećavaju svoju tražnju za kreditnim sredstvima. Firme se zadužuju više da bi kumulirale zalihe očekujući veću prodaju, a domaćinstva kupuju više robe i usluga na kredit, jer takođe očekuju svetliju budućnost. U slučaju recesije dešava se suprotno, jer firme i potrošači zauzdavaju korišćenje kredita tako da se tražnja za kreditnim sredstvima pomera ulevo a kamatne stope padaju.*

Pomeranja krive ponude pojačavaju uticaj na kamatne stope. Federalne rezerve obično ograničavaju kredite u slučaju ekspanzije poslovnog ciklusa, pomerajući ponudu kreditnih sredstava ulevo, uz rast kamatnih stopa. Federalne rezerve takođe olakšavaju kreditiranje tokom recesija, čime se povećava ponuda kredita a smanjuju kamatne stope

2. Nivo kamatnih stopa imao je uzlazni dugoročni trend od 1950. do 1980. godine. Najvećim delom, svaki ciklični trend kamatnih stopa bio je viši od prethodnog a svaki ciklični vrh je bio slično viši u odnosu na prethodni.



SLIKA 4.5 Trendovi kamatnih stopa od 1950. godine.

Ovaj uzlazni trend bio je verovatno uzrokovan brojnim razlozima, od kojih su dva najvažnija bili veliki deficiti federalnog budžeta, što je prisililo Trezor SAD da uzima ogromne iznose kredita svake godine, kao i zabrinutost investitora zbog buduće inflacije. Inflatorna očekivanja, kao što smo videli, mogu da generišu sile koje podižu kamatne stope. Na slici 4.5 vidi se da je inflacija bila ubrzana između 1950-tih i ranih 1980-tih godina, tako da nije iznenađujuće da

su nominalne kamatne stope išle istim putem pošto su se inflatorna očekivanja investitora izjednačila sa trendom postojeće inflacije

3. Od ranih 1980-tih godina stope su pokazivale silazni trend. Ovaj pad ne može biti zbog manjih deficita federalnog budžeta zato što su deficiti bili veći nego ikad tokom 1980-tih godina, tako da mora biti zbog očekivanja inflacije. Kao što se može videti na slici 4.5, stvarna inflacija pala je sa dvocifrene ranih 1980-tih godina na ispod 3 procenta početkom 1990-tih godina, tako da nije iznenađujuće da su nominalne kamatne stope pratile sličan trend. Veliko je pitanje, pošto počinjemo novi milenijum, da li će kamatne stope nastaviti svoj pad ili će uzlazni trend koji je završen početkom 1980-tih godina da se nastavi.

Nepotrebno je napominjati da postoji mnogo više u priči o tome kako se utvrđuju kamatne stope. Mnoge diskusije o monetarnoj teoriji u Delu IV usmerene su na detalje kako na kamatne stope utiču ekonomske aktivnosti, inflacija i ponašanje centralne banke. U sledećem poglavlju prećićemo sa diskusije o ukupnom nivou kamatnih stopa na pitanje šta određuje strukturu stopa različitih kategorija hartija od vrednosti.

REZIME

Ovo poglavlje se usmerava na dva opšta pitanja u vezi sa kamatnim stopama: kako obračunavati kamatne stope i kako analizirati šta utiče na nivo kamatnih stopa. Prvo ćemo rezimirati obračunavanje a zatim analizu.

- Čak i obična kamata pokazuje da je vreme novac, da dolar danas vredi više od dolara koji je plativ za godinu dana od danas (zato što današnji dolar može da poraste na više od dolara prihodovanjem kamate tokom godine). Složena kamata proizvodi više novca od obične kamate, zato što obračunavanje uključuje plaćanje kamate na kamatu.
- Prinos do dospeća hartije od vrednosti je ona eskontna stopa koja će učiniti da zbir sadašnjih vrednosti svih budućih plaćanja po hartiji od vrednosti bude jednak njenoj kupovnoj ceni. Obrnuto, sadašnja vrednost ili cena hartije od vrednosti sastoji se od iznosa eskontovanih sadašnjih vrednosti svih njenih očekivanih budućih plaćanja. Prinos do dospeća je korisno merilo za poređenje prihoda po raznim hartijama od vrednosti.
- Pošto mnogi kupci ne drže hartije od vrednosti do dospeća, godišnji prihod se često koristi kao alternativno merilo. Prihod na obveznicu definiše se kao promena cene plus kupon izražen kao deo cene.
- Formula sadašnje vrednosti pokazuje zašto postoji obrnut odnos između prinosa i cena obveznica. Ona takođe pokazuje zašto promena kamatnih stopa utiče više na cene dugoročnih hartija od vrednosti nego na cene kratkoročnih hartija od

vrednosti, što znači da su dugoročne hartije od vrednosti rizičnije od kratkoročnih hartija od vrednosti.

5. Važno je razlikovati „realne“ od „nominalne“ kamatne stope. Realna kamatna stopa je nominalna stopa minus stopa inflacije.
6. Kamatna stopa je cena kredita i kao takva određuje se ponudom i tražnjom za kreditima i kreditnim sredstvima. Ona fluktuiira zbog pomeranja tražnje i/ili ponude.
7. Kamatne stope rastu kada se kriva tražnje za kreditnim sredstvima pomera udesno i/ili kada se kriva ponude pomera ulevo. Stope padaju kada se kriva tražnje pomera ulevo i/ili kriva ponude pomera udesno. Iza ponude i tražnje stoje zahtevi firmi, domaćinstava i lokalne uprave za kreditima kao i monetarna politika Federalnih rezervi. Očekivanja takođe određuju tražnju i ponudu kreditnih sredstava, posebno očekivanja u pogledu inflacije.
8. Kamatne stope imaju tendenciju rasta tokom perioda ekspanzije poslovnog ciklusa i pada tokom recesija. Ova šema odražava povećanu tražnju za kreditnim sredstvima tokom ekspanzija a smanjenu tražnju tokom recesija.
9. Dugoročni trend svih kamatnih stopa bio je uzlazan od 1950. do 1980. godine. Velikim delom ovaj uzlazni trend bio je odraz povećanja inflacije između 1950. i ranih 1980-tih godina. Kamatne stope su pale od ranih 1980-tih, prvenstveno zbog pada inflacije.

KLJUČNI TERMINI

Duracija, str. 65n	Obična kamata, str. 55	Ravnotežna kamatna stopa, str. 69
Kapitalna dobit, str. 58	Obveznice sa zero kuponom, str. 62	Realna kamatna stopa, str. 66
Kreditna sredstva, str. 68	Ponuda i tražnja, str. 68	Sadašnja vrednost, str. 57
Kuponska stopa, str. 58	Prihod, str. 67	Složena kamata, str. 56
Kuponske hartije od vrednosti, str. 57	Prinos do dospeća, str. 57, 58	Tekući prinos, str. 58
Nominalna kamatna stopa, str. 66		

PITANJA

- 4.1 Objasnite zašto je prinos do dospeća viši od tekućeg prinosa kada kupujete kuponsku obveznicu za manje od njene nominalne vrednosti od \$1.000.
- 4.2 Objasnite zašto se obveznice sa zero kuponom prodaju za manje od kuponskih obveznica sa istim dospećem.

- 4.3 Da li je ispravno reći da cene obveznica variraju obrnuto u odnosu na kamatnu stopu zbog proste računice? Zašto?
- 4.4 Zašto oduzimate stopu inflacije od nominalne stope da biste dobili realnu stopu?
- 4.5 Ako kamatne stope iznenada padnu, da li ćete radije držati porfolio koji se sastoji najvećim delom od kratkoročnih hartija od vrednosti ili od dugoročnih hartija od vrednosti?
- 4.6 Pokažite da je ponuda i tražnja za hartijama od vrednosti ogledalo krive ponude i tražnje za kreditnim sredstvima kao okvira da se odredi ravnotežni nivo kamatnih stopa.
- 4.7 Koje su glavne sile koje određuju tražnju za sredstvima koja uzrokuje rast kamatnih stopa? Koje su sile koje određuju ponudu koja uzrokuje rast kamatnih stopa?
- 4.8 Objasnite na koji način povećanje inflatornih očekivanja može da uzrokuje rast nominalnih kamatnih stopa zbog uticaja na ponudu i tražnju za sredstvima.
- 4.9 Šta očekujete da će istorijski podaci pokazati o ponašanju nivoa kamatnih stopa za vreme cikličnih ekspanzija? Da li su se stope u suštini ponašale prema vašem očekivanju?
- 4.10 *Pitanje za diskusiju:* Za obične akcije se često kaže da su „rizične“ investicije dok se obveznice smatraju „bezbednom“ investicijom. Da li se slažete sa ovom konstantacijom? Zašto?

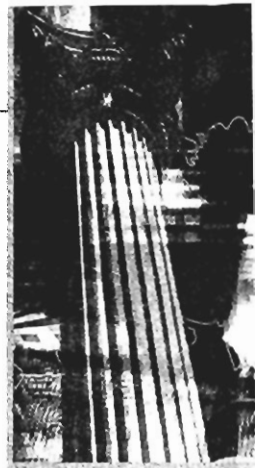


MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Rizik i ročna struktura kamatnih stopa



Da li će kamatne stope ići na gore ili na dole često zavisi od toga na koje ste se kamate fokusirali. Kratkoročne kamatne stope mogu da idu na gore dok dugoročne kamatne stope mogu da ostanu nepromenjene, ili obrnuto. Sada je momenat da razmotrimo detalje. U suštini, tu je novac u pitanju. Proučićemo prvo strukturu prinosa na razne ročnosti za istu klasu hartija od vrednosti, a zatim ćemo se osvrnuti na odnos između prinosa na razne kategorije hartija od vrednosti (kao što su državne obveznice u odnosu na korporacijske obveznice).

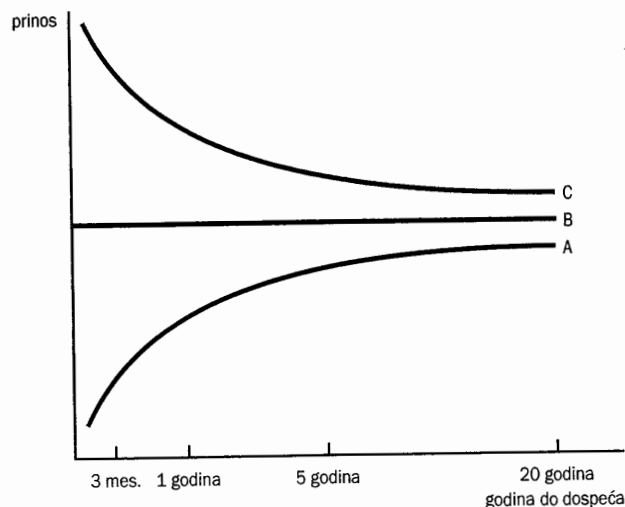
Ročna struktura stopa i kriva prinosa

Odnos između prinosa na razne ročnosti za iste vrste hartija od vrednosti naziva se **ročna struktura** kamatnih stopa („rok do dospelosti“). Kod državnih obveznica možemo da poredimo prinose na tromesečne zapise Trezora, dvogodišnje note i obveznice na 20 godina.

Odnos između prinosa i dospeća prikazuje se ponekad grafički **krivom prinosa** kao na slici 5.1, gde se prinos meri na vertikalnoj osi a rok dospeća na horizontalnoj osi. Kriva prinosa često ide na gore - tj. prinos od kratkoročnih hartija od vrednosti je niži od prinosa dugoročnih hartija od vrednosti (kriva A). Ponekad je ona prilično ravna - kratkoročni prinos je jednak dugoročnom prinosu (kriva B). A ponekad se kriva prinosa čak spušta nadole - kratkoročne kamatne stope su *iznad* dugoročnih stopa (kriva C).

Šta određuje oblik krive prinosa? Ponuđena su razna analitička objašnjenja, od primene osnovne teorije ponude i potražnje do komplikovanijih teorija zasnovanih na očekivanjima i preferiranim rasponima dospeća raznih investi-

tora. Svaki pristup ima za cilj da razjasni zapažanja iz realnog sveta, kao što je pitanje zašto prinosi na sve datume dospeća imaju tendenciju zajedničkog kretanja, dok u isto vreme postoje različite, divergentne šeme između kretanja dugoročnih i kratkoročnih prinosa. Prvo ćemo izložiti alternativne teorije ročne strukture, a zatim ćemo opisati kako one najbolje objašnjavaju stvarna dešavanja.



SLIKA 5.1 Tri alternativne krive prinosa.

Ponuda i tražnja. U ekonomiji upravo se sve određuje prema ponudi i tražnji, tako da ročna struktura kamatnih stopa nije izuzetak. U prethodnom poglavlju pokazali smo kako se ukupan nivo kamatnih stopa određuje prema ponudi i tražnji za kreditnim sredstima ili alternativno prema ponudi i tražnji za hartijama od vrednosti. Jednostavno proširenje ovog pristupa sugerise da se kamatne stope na različite kategorije ročnosti hartija od vrednosti određuju prema odnosnoj ponudi i tražnji za svakom pojedinačnom klasom dospeća. Na primer, kamatnu stopu na tromesečne zapise Trezora određuju ponuda i tražnja tromesečnih zapisa Trezora, dok kamatnu stopu na obveznice sa dospećem od 20 godina određuje ponuda i tražnja obveznica na 20 godina. Prema tome, kada se povećava ponuda zapisa sa tromesečnim dospećem, prinos od zapisa raste i podstiče investitore da kupuju dodatnu količinu, a kada se smanjuje ponuda zapisa, prinos od zapisa pada da bi se ta manja ponuda raspodelila na zainteresovane in-

vestitore.¹ Ukoliko se ništa ne dešava sa ponudom i tražnjom obveznica na 20 godina, ove promene menjaju odnos između prinosa od hartija od vrednosti raznih rokova dospeća; tj. menja se ročna struktura kamatnih stopa.

Mada se može još mnogo govoriti u korist ponude i tražnje generalno, postoje neka stroga ograničenja za korišćenje ovog pristupa da bi se samo njime objasnila ročna struktura kamatnih stopa. Problem je u tome što analiza ponude i tražnje fokusira pažnju na jedno određeno tržište, kao što su, na primer, tromesečni zapisi Trezora, dok se o poslovima sa drugim tržištima, kao što su hartije od vrednosti sa dospećem od dvadeset godina, razmišlja kao o nečemu što dolazi kasnije. Kada postoji tesna veza između dva tržišta, kao u slučaju različitih dospeća iste hartije od vrednosti, možda je korisnije fokusirati se direktnije na njihovu međusobnu povezanost. Zbog toga, umesto da posmatramo ročnu strukturu kamatnih stopa sa tačke gledišta prednosti ponude i potražnje na različitim tržištima, analiziraćemo odnos između hartija od vrednosti u okviru samo jednog tržišta.

Pristup čistih očekivanja. Mnogi teoretičari - a ovde finansijski analitičari i ekonomisti često imaju zajednički stav - tvrde da se kratkoročne hartije od vrednosti i dugoročne hartije od vrednosti mogu vrlo dobro međusobno zamenjivati u portfolijima investitora, ali ne svih investitora, već dovoljnog broja investitora, tako da njihova *zajednička* odluka značajno utiče na tržište. Za ove investitore važna karakteristika hartije od vrednosti koju kupuju nije datum dospeća konačnog plaćanja, već *povraćaj* tokom perioda njihovog investiranja (vidite prethodno poglavlje za definiciju prihoda). Ovo pitanje povraćaja implicira da očekivanja budućih kratkoročnih stopa određuju u kojoj meri su dugoročne stope povezane sa kratkoročnim stopama. Ovo ćemo ilustrovati jednim posebnim primerom.

Recimo da ste vi portfolio menadžer banke i želite da investirate sredstva na dve godine i pretpostavimo da ste u mogućnosti da kupite jednogodišnju hartiju od vrednosti Trezora koja danas donosi prinos od 8 procenata, ali očekujete da će iduće godine stopa na jednogodišnje hartije od vrednosti biti 10 procenata. Ako danas kupite jednogodišnju hartiju od vrednosti i reinvestirate u jednogodišnju hartiju od vrednosti sledeće godine, očekivaćete prosečan povraćaj od oko 9 procenata tokom te dve godine. Ako imate opciju da danas kupite dvogodišnju državnu hartiju od vrednosti koja daje prihod od 9½ procenata, vi ćete uleteti u taj posao (svi bi to učinili). Međutim, ako dvogodišnje državne hartije od vrednosti daju prihod od samo 8½ procenta, nećete ih ni dodirnuti (niti bi to drugi učinili). To znači da ukoliko dvogodišnja hartija od vrednosti ne ostvaruje prinos tačno od 9 procenata (prosek tekuće i očekivane kratkoročne stope), portfolio menadžeri će pokušati da je kupe (ako je prinos veći) ili da je prodaju (ako je prinos manji). Ovaj pritisak portfolio menadžera portfelja na kupovinu ili pro-

1 Nemojte da vas zbunjuje činjenica što smanjenje ponude uzrokuje pad prinosa; prinosi padaju zato što smanjenje ponude povećava cene hartija od vrednosti a cene i prinosi su povezani u obrnutom smeru.

daju održava dugoročnu (dvogodišnju) stopu kao prosek tekuće kratkoročne (jednogodišnje) stope i očekivane buduće kratkoročne (jednogodišnje) stope

Daćemo vam nešto detaljnije objašnjenje: Odnos između prinosa od dvogodišnje (dugoročne) hartije od vrednosti i jednogodišnje (kratkoročne) hartije od vrednosti zavisi od buduće očekivane kratkoročne stope. Ako je za iduću godinu *očekivana* kratkoročna stopa iznad tekuće kratkoročne stope, u tom slučaju će tekuća dugoročna stopa biti iznad tekuće kratkoročne stope, a kriva prinosa će se kretati na gore. Ako očekivana kratkoročna stopa za iduću godinu bude ispod zvanične kratkoročne stope, kriva prinosa će ići na dole.²

Ključ ove **teorije očekivanja** o ročnoj strukturi je da su kratkoročne hartije od vrednosti i dugoročne hartije od vrednosti vrlo dobra zamena jedna za drugu u portfolijima investitora. Zaista, one se odlično zamenjuju: Ako su očekivani prinosi isti, portfolio menadžeru je svejedno da li se radi o „kratkoročnim“ ili „dugoročnim“ hartijama. Umesto posebnih tržišta za kratkoročne i dugoročne hartije od vrednosti, postojaće samo jedno tržište. Napominjemo u ovom slučaju da ako se ponuda dugoročnih hartija od vrednosti poveća a ponuda kratkoročnih hartija od vrednosti smanji, apsolutno ne postoji razlika u pogledu prinosa. Pošto je investitorima svejedno koje su kategorije dospeća za iste hartije od vrednosti, oni će rado zameniti dugoročne hartije za kratkoročne hartije od vrednosti, uz isti prinos, sve dok očekivane buduće kratkoročne stope ostanu nepromenjene.

Modifikacija premije likvidnosti. Ne može se tvrditi da su investitori nezainteresovani za razlike između kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti. To je jednostavno činjenično stanje - ugrađeno u matematiku cena obveznica - da su *cene* dugoročnih hartija od vrednosti volatilnije od cena kratkoročnih hartija od vrednosti. (vidite poglavlje 4 ili, za rigorozniju diskusiju, prilog uz ovo poglavlje). Ako morate da prodate hartiju od vrednosti pre njenog dospeća a kamatne stope se povećale, mnogo više će pasti cena dugoročne hartije od vrednosti nego cena kratkoročne hartije od vrednosti. Ako morate da prodate hartiju od vrednosti da biste mobilisali novac, izabraćete kratkoročne hartije od vrednosti. One su bezbednije. Komercijalne banke, na primer, daju prednost kratkoročnim hartijama od vrednosti upravo zbog toga što su njihove potrebe za novcem često nepredvidive.

2 Objašnjenje za silaznu krivu prinosa je sledeće. Ako je tekuća jednogodišnja stopa 8 procenata a investitori očekuju da će sledeće godine jednogodišnja stopa biti 6 procenata, portfolio menadžeri bi mogli da ostvare prosečan prihod od 7 procenata investiranjem u dve sukcesivne jednogodišnje hartije od vrednosti. Ako je tekuća stopa na dvogodišnju hartiju od vrednosti iznad 7 procenata, svi investitori bi je kupili i na taj način bi povećavali cenu a smanjili prihod. Ako bi dvogodišnja dnevna stopa bila ispod 7 procenata, niko je neće kupiti, tako da bi oborili cenu a povećali prinos. Prema tome, dvogodišnja hartija od vrednosti mora da ima prinos 7 procenata kada tekuća jednogodišnja hartija od vrednosti ima prinos 8 procenata a očekivana jednogodišnja stopa je 6 procenata. Pošto je kratkoročna (jednogodišnja stopa) 8 procenata a dugoročna (dvogodišnja) stopa 7 procenata, dobijamo takozvanu silaznu krivu prinosa.

Uvažavanje veće kapitalne neizvesnosti dugoročnih hartija od vrednosti vodi do modifikacije „premije likvidnosti“ u teoriji o očekivanjima ročne strukture. Ako se većina investitora ponaša slično komercijalnim bankama i daje prednost kapitalnoj sigurnosti u kratkoročnim hartijama od vrednosti, a većina emitenata obveznica daje prednost emitovanju dugoročnih hartija od vrednosti, tada će investitori u većini tražiti premiju za držanje dugoročnih hartija od vrednosti. Ovo se često naziva **premija likvidnosti**, ali realno to je **premija rizika** - nagrada za izloženost kapitalnoj neizvesnosti po dugoročnim hartijama od vrednosti. Tako u našem prethodno navedenom primeru dvogodišnja hartija od vrednosti morala je da ostvari prinos iznad proseka tekuće jednogodišnje stope i očekivane jednogodišnje stope u sledećoj godini. U suprotnom, investitori ne bi bili voljni da drže rizičnije dvogodišnje hartije od vrednosti.

Pristup preferiranom habitatu. Logično je pretpostaviti da mnogi investitori daju prednost kratkoročnim hartijama od vrednosti. Međutim, bilo bi pogrešno zadržati se na toj pretpostavci zato što neki investitori imaju *preferenciju* za dugoročne hartije od vrednosti. Kompanije za životno osiguranje i penzioni fondovi, na primer, ne brinu o iznenadnim potrebama za novcem. Njihova pasiva je u suštini predvidiva. U stvari, oni žele da budu sigurni da će zaraditi bar 8 procenata (ili 10 ili 12) procenata na svoju aktivu tokom sledećih deset (ili 20 ili 30) godina. Na taj način oni su sigurni da će ostvariti profit, pošto su korisnicima penzija obećali iznos koji je nešto niži od toga. Ove institucije zbog toga preferiraju dugoročne hartije od vrednosti.

Pošto neke institucije preferiraju dugoročne hartije od vrednosti dok druge preferiraju kratkoročne emisije (kao i članovi životinjskog carstva i oni imaju preferirane **habitate**), čini se da naglasak na ponudi - tražnji u objašnjenju ročne strukture može uspešno da se vrati. Na primer, kada se poveća ponuda petogodišnjih hartija od vrednosti u odnosu na druga dospeća, prinos od tih emisija mora da bude iznad „proseka po teoriji očekivanja“ kako bi se podstakli investitori da odustanu od svojih preferiranih raspona dospeća i da investiraju u nepoznatu „petogodišnju teritoriju“. Ovo bi takođe moglo da se odnosi i na bilo koju povećanu ponudu određenih kategorija dospeća. Shodno tome, prinosi na razne datume dospeća bi izgledali da imaju relativno malo veze sa očekivanjima već više sa odnosnom ponudom i tražnjom.

Ne tako brzo, kažu predlagači teorije očekivanja. Mada mnoge institucije imaju preferirane raspone dospeća za svoje investicije, ipak one mogu prilično lako da menjaju svoj izbor između kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti ukoliko prinos odstupa od očekivanja. Komercijalne banke, na primer, traže samo „premiju likvidnosti“ za investicije u dugoročne hartije od vrednosti. Veliko povećanje ponude petogodišnjih obveznica može u početku zbog toga da poveća njihov prinos na nivo viši od nivoa koji se garantuje samom teorijom očekivanja. Ali komercijalne banke će onda biti iz svojih preferiranih jednogodišnjih hartija od vrednosti namamljene na petogodišnje obveznice zbog atraktivnih prinosa. A to bi takođe bilo privlačno i za penzione fondove. Ova dve

akcije ublažavaju pritisak rasta na prinos od petogodišnjih obveznica do koga dolazi zbog veće ponude hartija od vrednosti koje spadaju u tu kategoriju dospeća. Tokom samog procesa, uloga očekivanja se obnavlja.

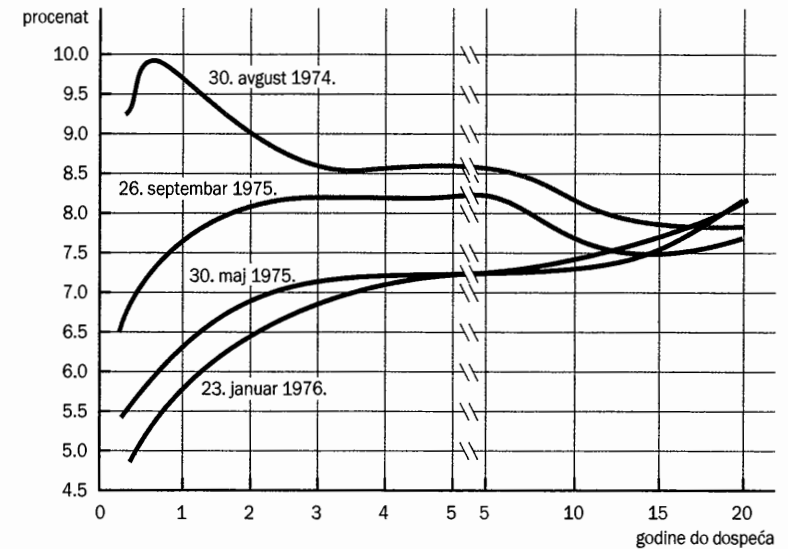
Realne opservacije. Svaka od prethodno navedenih teorija ima za cilj da objasni realni svet. Počeli smo sa pristupom čistih očekivanja a zatim smo ga modifikovali da bi teorija bila bliža realnosti. Sledeći korak je da shvatimo da investitori obično nemaju precizna predviđanja u ciframa o kratkoročnim stopama za sledeću godinu ili za jednu godinu kasnije. Verovatnije, investitori formiraju očekivanja o tome kada je „nivo“ stopa generalno relativno visok i kada je „nivo“ stopa generalno relativno nizak. Mada je ovo prilično neprecizna verzija teorije očekivanja, ona daje uverljivo objašnjenje o tome kada se pretpostavlja da će kriva prinosa biti uzlazna (kriva A na slici 5.1) a kada silazna (kriva C).

Kada su kamatne stope visoke u odnosu na prethodni period, investitori uglavnom očekuju njihov pad u budućnosti. Pad kamatnih stopa znači rast cena obveznica tako da će investitori koji imaju dugoročne obveznice u svom portfoliju dobiti svoju zasluženu nagradu - veliku kapitalnu dobit. Zbog toga, kada su sve stope relativno visoke, investitori će preferirati da drže dugoročne hartije od vrednosti a ne kratkoročne (zato što je potencijalna kapitalna dobit od kratkoročnih hartija od vrednosti relativno niska). Ova dodatna tražnja za dugoročnim hartijama od vrednosti utiče na rast njihovih cena i na pad prinosa u odnosu na kratkoročne hartije od vrednosti. Na taj način dugoročni prinosi su ispod kratkoročnih prinosa (tj. kriva prinosa je silazna) kada je ukupan nivo stopa visok.

Slično tome, kada je opšti nivo stopa nizak, a očekuje se rast prinosa u budućnosti, investitori neće želiti da drže dugoročne hartije od vrednosti, jer postoji mogućnost da će one doneti velike kapitalne gubitke. Shodno tome, cena dugoročnih hartija pada (a prinos se povećava), što dovodi do toga da dugoročne stope budu iznad kratkoročnih stopa (uzlazna kriva prinosa).

Slika 5.2 pokazuje tačnost ovih pretpostavki na krivama prinosa tokom vrlo ilustrativnog perioda sredinom 1970-tih godina. Stvarna kriva prinosa 30. avgusta 1974. godine spuštala se na dole a to se dešavalo u vreme kada je celokupan „nivo“ stopa bio prilično visok prema tadašnjim važećim istorijskim standardima. Najoštrija uzlazna kriva je bila 23. januara, 1976, kada je „nivo“ stopa bio relativno nizak

Slika 5.2 ističe drugu empirijsku pravilnost: Kratkoročne stope fluktuiraju više od dugoročnih stopa u toku poslovnog ciklusa. Zaista, tokom perioda od 16 meseci obuhvaćenog krivama prinosa, kratkoročne stope su fluktuirale za oko 5 procentnih poena, dok se prinos od 20-godišnje obveznice jedva uopšte i pomerio.



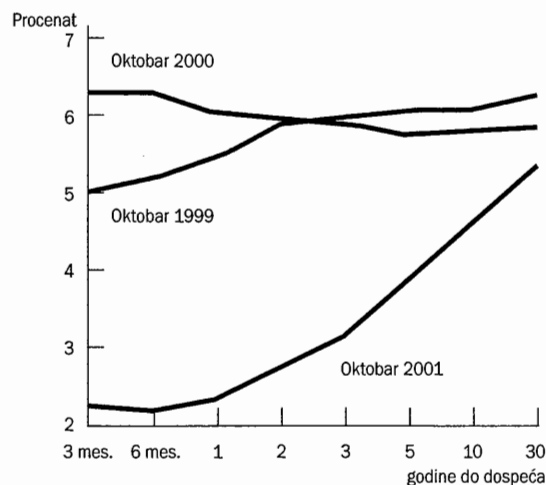
SLIKA 5.2 Prinosi od američkih državnih hartija od vrednosti

Napomena: Kada je „nivo“ stopa visok, kriva prinosa je verovatno silazna.

Slika 5.3 potvrđuje ovaj odnos. Tokom perioda od oktobra 1999. do oktobra 2000. kamatne stope su porasle za oko 1¼ procentnih poena, a dugoročne stope su stvarno pale za oko ½ poena. Fed je, do oktobra 2001. smanjivao stope da bi parirao recesiji. Kratkoročne stope su pale za oko četiri poena, a dugoročne stope su pale samo za ½ procentnog poena. Teorija čistih očekivanja daje najbolje objašnjenje ovog fenomena: Pošto dugoročne stope predstavljaju prosek tekućih kamatnih stopa i očekivanih budućih kratkoročnih stopa, sve dok su očekivanja manje volatilna od stvarnih kretanja kratkoročnih stopa, dugoročne kamatne stope će se menjati manje od kratkoročnih stopa.³

Postoje neki empirijski dokazi koji daju kredibilitet modifikaciji premije likvidnosti u odnosu na teoriju očekivanja ročne strukture.

3 Buduće kratkoročne stope se menjaju manje od tekućih kratkoročnih stopa sve dok ljudi smatraju da su neki uticaji na kamatne stope prolaznog karaktera - na primer, privremeni pad ekonomskih aktivnosti. Aritmetika kretanja kamatnih stopa je sledeća: ranije smo videli u ovom poglavlju da ako je jednogodišnja stopa bila 8 procenta a očekivana jednogodišnja stopa sledeće godine 10 procenta, dvogodišnje stope bi bile 9 procenta. Ako jednogodišnja stopa skoči na 12 procenta a očekivana jednogodišnja stopa poraste na 11 procenta, ravnotežna dugoročna stopa bi bila 11½ procenta (prosek od 12 i 11). Prema tome, kada kratkoročna stopa skoči za 4 procentna poena, dugoročna stopa poraste samo za 2½ procentna poena. A to smo u tekstu i naveli: kratkoročne stope fluktuiraju više od dugoročnih stopa.



SLIKA 5.3 Tokom poslovnog ciklusa kratkoročne stope fluktuiraju više od dugoročnih stopa.

Posebno tokom dužih vremenskih perioda kriva prinosa pokazuje tendenciju kretanja na gore mnogo češće nego kretanja na dole. Mada, prema teoriji čistih očekivanja, ovo ne bi trebalo da se dogodi. Na kraju ipak ne postoji razlog da se misli da su očekivane buduće kratkoročne stope obično iznad tekućih kratkoročnih stopa - a jedino time može da se objasni ovaj fenomen prema pristupu čistih očekivanja. Ali kada se premija likvidnosti doda ovom obrazloženju, dugoročne stope prevazilaze prosek tekućih kratkoročnih stopa i očekivanih budućih kratkoročnih stopa. Ovo podrazumeva uzlaznu krivu prinosa tokom dužeg vremenskog perioda.

Konačna opservacija dolazi od učesnika na tržištu. Većina praktičara ističe da, na vrlo kratak rok, velike ponude sa specifičnim rasponom dospeća mogu da utiču na rast kamatnih stopa na ove određene kategorije hartija od vrednosti. Ovakav anegdotski dokaz predstavlja podršku pristupu ponuda/traznja ili preferiranog habitata kombinovano sa ročnom strukturom kamatnih stopa. Zapravo, na vrlo kratak rok (kao što je nedelju ili dve), postoji malo sumnje da odnosne ponude hartija od vrednosti moraju ući u sliku. Uostalom, potrebno je vreme da bi se dogodila supstitucija između kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti na osnovu očekivanja. Posle svega što je rečeno i učinjeno i pošto su sva prilagođavanja portfolija završena, uticaj predmetnih ponuda se umanjuje zbog očekivanja budućih kratkoročnih stopa.

Da rezimiramo, najbolji pristup ročnoj strukturi je ekumenski. Teorija očekivanja predstavlja temelj; premije likvidnosti se tada uključuju kao permanentna

modifikacija krive prinosa; i na kraju, tokom kratkih vremenskih perioda čak i relativne ponude hartija od vrednosti imaju određeni uticaj.

HOD PO ŽICI

Da li je oblik krive prinosa kristalna kugla?

Predviđanje razvoja ekonomske aktivnosti je vrlo ozbiljan posao. Mnoge korporacije plaćaju velike sume za prognoze koje izrađuju skupo plaćeni konsultanti. Možda bi te korporacije bile bogatije i uštedele dosta novca kad bi se orijentisale samo na posmatranje oblika krive prinosa. Slika 5.3 pokazuje da kratkoročne stope fluktuiraju više nego dugoročne stope u toku poslovnog ciklusa. Slika takođe pokazuje da se u oktobru 2000. (nekoliko meseci pre zvaničnog vrha poslovnog ciklusa NBER-a) kriva prinosa spuštala na dole, u velikoj meri i zbog anti-inflatorne politike koju su sprovodile Federalne rezerve. Ovu invertnu krivu prinosa pratila je recesija a zatim oštra uzlazna kriva prinosa kada je Fed naglo snizio kratkoročne kamatne stope da bi pomogao oživljavanje slabe ekonomije

Koincidencija? Federal Reserve Bank of Cleveland izveštava da od 1910. godine negativno silaznim segmentima krive prinosa nisu prethodile samo četiri od 17 silaznih linija poslovnih ciklusa (izuzeci su bili 1926., 1945., 1948. i 1953.). Zaista, prognozeri akcijskog tržišta (koji čine da prognozeri ekonomije izgledaju kao geniji) odbacili su mnoge od svojih poverljivih šema u korist krive prinosa kao ključnog pretskazivača kretanja cena akcija.

Poruka je jasna: negativno iskošena kriva prinosa je znak opasnosti za ekonomiju i akcijsko tržište. Ako vidite takvu liniju, postupite obazrivo (prvo prodajte).

Osvrt na utrživost

Možemo da nastavimo izlaganje sa više detalja o ročnoj strukturi. Ali izlagali smo ovu materiju koliko je bilo potrebno a da ne priznamo da dobro oblikovane krive kao one nacrtane na slikama 5.2 i 5.3 teško da se ikada javljaju u stvarnosti. To ne znači da je kriva prinosa za bilo koji od prikazanih datuma na slikama bila pogrešna. Samo se radi o tome da kriva prinosa prikazuje odnos između prinosa i dospeća. A postoje i drugi faktori koji utiču na prinos - čak i na relativno homogeni grupu hartija od vrednosti kao što su državne obveznice.

Jedno od najvažnijih objašnjenja koje se odnosi na razlike u prinosu do dospeća po državnim obveznicama sa istim datumom dospeća jesu razlike u pogledu utrživosti konkretnih emisija hartija od vrednosti. Najnovije emitovane državne obveznice u okviru svakog raspona dospeća, često nazvane **tekući kupon** ili *on the run* - **tek izdato**, obično predstavljaju one hartije od vrednosti sa kojima se najviše trguje na sekundarnom tržištu. Mada ćemo u sledećem poglavlju diskutovati o detaljima utrživosti i odnosnom konceptu likvidnosti, dovoljno je da shvatimo da su dileri državnim hartijama od vrednosti najviše zaintereso-

vani za kupovinu i prodaju najnovije emitovanih hartija od vrednosti, tako da investitori mogu da računaju na spremno tržište za ove emisije u slučaju da žele da promene svoje postojeće portfolije. S obzirom na to da su ove emisije „tekućih kupona“ visoko utržive, one ostvaruju nešto niži prinos do dospeća u odnosu na starije, takozvane „off the run“ (ranije izdate) emisije.

Rizik i poreska struktura stopa

Čim se odmaknemo od bezbednosti koju pruža država, izloženost riziku igra značajnu ulogu kada se diskutuje o odnosima prinosa. U nedostatku boljeg naziva, u ovom slučaju često se koristi termin *struktura rizika kamatnih stopa*, mada i drugi faktori, kao što je diferencijalni poreski tretman, ulaze u igru pored izloženosti riziku od neizvršenja. Osvrnućemo se na odnos između prinosa od državne, korporacijske i municipalne hartije od vrednosti ne uzimajući u obzir uticaj ročne strukture tako što ćemo razmatrati samo dugoročne obveznice.

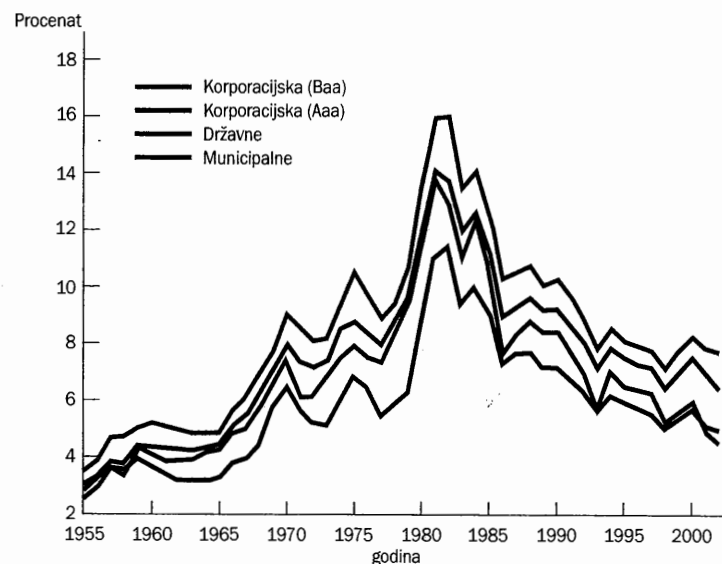
Kao i kod teorije ročne strukture, direktna analiza ponude i tražnje može se koristiti za tumačenje odnosa prinosa. Na primer, kako ponuda korporacijskih obveznica raste, recimo, u odnosu na državne, prinos od korporacijskih obveznica treba da se povećava. Ali što se tiče ročne strukture, pojednostavljen pristup ponude i tražnje zanemaruje važne odnose između ovih tržišta koji dominiraju strukturom prinosa. Konkretno pošto se sve obveznice u portfoliju investitora mogu međusobno zamenjivati, čim prinos jednih počne da raste u odnosu na prinos drugih, investitori se opredeljuju za te hartije od vrednosti. Ovaj proces supstitucije zaustavlja širenje diferencijala prinosa među hartijama od vrednosti.

U suštini, kada o tome razmišljate, svaka hartija od vrednosti omogućava svakom vlasniku da dobije isto - priliv dolarskih plaćanja u budućnosti. Jedan od razloga što investitori plaćaju različitu cenu za svaki od ovih ugovora je taj što ljudi ponekad prekrše svoja obećanja. Oni ne izvršavaju svoje obaveze kako su to obećali. U nekim religijama imate pokajanje za takve prekršaje, u finansijskom svetu idete u stečaj. Prema tome, obveznice su rizične - mogu da ne plate ni glavnicu ni kamatu. S obzirom na to da federalna vlada ima značajnu poresku moć, mali je rizik **neizvršenja** obaveza po državnim hartijama od vrednosti.⁴ Ali kada se radi o korporacijama, fizičkim licima pa čak i o municipalnim upravama, postoji znatan rizik neizvršenja obaveza. Pošto ljudi obično moraju da budu plaćeni da bi snosili veći rizik (videti poglavlje 7), prinosi od korpora-

⁴ Mada država ima uvek mogućnost da otplati svoj dug, ona često može jednostavno da odbije da to čini. To se naziva **suvereni rizik** (kao u suverenoj monarhiji). S obzirom na to da repudijacija duga ima dalekosežne posledice za buduća zaduživanja, međutim, ova se opcija ipak retko smatra za održivu strategiju.

cijske obveznice su iznad prinosa od državne obveznice, kao što se to vidi na slici 5.4.

Na sličan način, u okviru korporacijskog sektora firme imaju različite stepene **rizika neizvršenja**. Kao što je to sažeto prikazano na tabeli 5.1, privatne agencije za kreditni rejting, kao što su agencije Standrad & Poor's i Moody's Investors Service, svrstavaju obveznice pomenutih firmi u različite kategorije rizika, zavisno od snage bilansa kompanije, novčanih tokova i menadžmenta. Najviše rangiranje, Aaa u sistemu rejtinga agencije Moody, pripada kompanijama kao što je AT&T. Kreditni rejting koje koriste neki investitori (na primer penzioni fondovi) kao granicu za takozvane „emisije investicione klase“ jeste Baa. Na drugom kraju skale, one obveznice po kojima nisu izvršene obaveze rangiraju se pod C. Slika 5.4 ilustruje šta možemo da očekujemo: Niže rangirane korporacijske obveznice (Baa) imaju više prinose od više rangirane kategorije obveznica (Aaa).



SLIKA 5.4 Rizičnije hartije od vrednosti donose veći prinos.

TABELA 5.1 Uputstvo za rejting obveznica.

Moody's	S&P	Opis
Investiciona klasa		
Aaa	AAA	Najbolji kvalitet sa najmanjim rizikom; velika sposobnost plaćanja kamate i glavnice
Aa	AA	Visok kvalitet, nešto veći dugoročni rizik od vrhunskog rejtinga
A	A	Veliki kapacitet plaćanja kamate i glavnice, ali nešto ranjiv na promene ekonomskih uslova
Baa	BBB	Aдекватna postojeća finansijska moć, koja može da bude ugrožena promenama u ekonomiji
Špekulativne klase		
Ba	BB	Redovno plaćanje kamate, ali budućnost neizvesna
B	B	Mala sigurnost da će se nastaviti plaćanje glavnice i kamate
Caa do C	CCC do C	Visoko špekulativne obveznice po kojima se ne izvršavaju ili se očekuje neizvršenja obaveze
	D	Koristi ih samo agencija S&P za obveznice po kojima nije izvršena obaveza

Municipalne obveznice - dug koji su emitovale država članica Unije i lokalna samouprava - imaju puno zanimljivih karakteristika. Obično se smatralo da su ove obveznice izložene prilično niskom riziku od neizvršenja, izuzimajući velika bankrotstva koja su se dešavala tokom Velike depresije. Pravo države i lokalnih samouprava da ubiraju porez je krajnja garancija municipalnih obveznica. Ali pravo oporezivanja kojim raspolažu države i gradovi zavisi od spremnosti građana da budu izloženi teretu lokalnih poreza koji se stalno povećavaju. Kao posledica ovoga i de facto neizvršenih obaveza u gradu Njujorku 1975. godine, u Klivlendu 1978. i u okrugu Orange u Kaliforniji 1995. godine, problem neizvršenja obaveze ima znatan uticaj na odnose prinosa između municipalnih obveznica kao i između municipalnih i drugih obveznica.

Municipalne obveznice su oslobođene plaćanja poreza na kamate. Takav status municipalnih obveznica predstavlja najvažniju prednost - veći prinos u odnosu na državne i korporacijske obveznice. Pretpostavite da su teški dani i da treba da platite 50 procenata od vašeg prihoda na ime federalnih poreza na prihod. Ako je prinos od državne obveznice 8 procenata dobijate \$80 na investiranih \$1.000, ali posle poreza ćete raspolagati samo sa \$40 - ili sa prinosom od 4 procenta. Ali ako posedujete municipalnu obveznicu na koju se dobija \$80 na investiranih \$1.000, vi ćete zadržati ceo iznos jer je kamata na municipalne obveznice zaštićena od Poreske uprave. Ukoliko ne postoji mogućnost neizvršenja obaveze i ako bi svaka obveznica bila u okviru 50 procenata, investitori bi

odbili da kupe državne obveznice već bi kupili sve municipalne obveznice koje im dođu do ruke pod uslovom da i jedne i druge pre poreza donose prinos od 8 procenata. Ovo bi moglo da otera naniže cene državnih obveznica i na gore cenu municipalnih obveznica. U kom slučaju bi investitori bili ravnodušni u odnosu na ove dve vrste hartija od vrednosti? Jasno je da bi to bilo u slučaju kada bi municipalne obveznice ostvarile prinos od 4 procenta a državne obveznice 8 procenata i po jednim i po drugim bi se plaćalo vlasnicima \$40 posle plaćenog poreza a tržište bi bilo u ravnoteži.

Pri nižoj poreskoj stopi na prihod, prinos od municipalnih obveznica bi morao da bude viši - recimo 5½ procenta u odnosu na prinos od 8 procenata od državne obveznice.⁵ Municipalne obveznice nemaju onu reputaciju koju su imale - redovno izvršavanje obaveza. Zbog ovoga se javlja tendencija da se ove stope približe prinosu američkih državnih obveznica koje u celini podležu porezu. Kao što se može videti na slici 5.4, prinosi od municipalnih obveznica su obično ostajali dosta ispod državnih obveznica sa uporedivim dospećem, u skladu sa poreskim propisima. Ali u vreme Velike depresije i nedavno, kada se pojavio veliki strah od rizika neizvršenja a poreske stope na prihod se smanjile, prinosi od municipalnih obveznica su se približili prinosima državnih hartija od vrednosti koje su u celini oporezovane.

REZIME

1. Odnos između prinosa kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti često se prikazuje grafički pomoću krive prinosa. Kriva prinosa može da bude uzlazna (kratkoročne stope su ispod dugoročnih stopa), silazna (kratkoročne stope su iznad dugoročnih stopa) ili ravna (isti prinosi od dugoročnih i kratkoročnih obveznica).
2. Prema osnovnoj teoriji očekivanja oblik krive određuje se prema očekivanjima investitora u pogledu budućih kratkoročnih kamatnih stopa. Posebno, ako se očekuje rast kratkoročnih kamatnih stopa, kriva prinosa će se kretati nagore, a ako se očekuje pad kratkoročnih kamatnih stopa, kriva prinosa će se kretati nadole. Konkretni rezultat je da su dugoročne stope proseka tekućih i očekivanih budućih kratkoročnih stopa
3. Postoji jedan broj modifikacija teorije očekivanja koje odražavaju druge uticaje na strukturu stopa. Na primer, pošto se obično smatra da investitori imaju averziju

⁵ Ako je vaša poreska stopa t , prinos od državne obveznice G , a prinos od municipalne M , tada posle poreza prinosi su jednaki kada je $G(1 - t) = M$. Prema tome, koeficijent od M prema G je $(1 - t)$. Uz marginalnu poresku stopu od 30 procenata, ravnotežni prinos od državne hartije od vrednosti bi bio 8 procenata u poređenju sa 5,6 procenta od municipalne obveznice.

prema riziku i s obzirom na to da dugoročne hartije od vrednosti imaju veću kapitalnu neizvesnost od kratkoročnih hartija od vrednosti, premija likvidnosti verovatno će se pripisati dugoročnom prinosu. Takođe, neki investitori, kao što su kompanije za životno osiguranje, preferiraju dugoročne hartije od vrednosti zato što one mogu da „fiksiraju“ garantovani povraćaj na finansijska sredstva. Ovo pokazuje da investitori imaju preferirane raspone rokova dospeća i da će izmene u pogledu ponuda hartija od vrednosti uticati na promenu prinosa na različite ročnosti.

4. Osnovna uloga očekivanja u oblikovanju krive prinosa zasniva se na sledećoj empirijskoj regularnosti: Kada je celokupan nivo stopa visok u poređenju sa prethodnim, kriva prinosa je silazna; a kada je nivo stopa nizak, u poređenju sa nedavnim iskustvom, kriva prinosa će biti uzlazna.
5. Izloženost riziku neizvršenja pomaže da se objasni višak prinosa od korporacijske obveznice u odnosu na prinos od državnih obveznica sa uporedivim dospećem. Verovatnoća neizvršenja obaveze utiče na strukturu prinosa na tržištu korporacijskih obveznica.
6. Prinos od municipalne obveznice je manji od prinosa državne obveznice, zato što je kamata po municipalnim obveznicama oslobođena od federalnog poreza na prihod. Ipak, kada je veća verovatnoća da će doći do neizvršenja obaveze dugovanja po municipalnim obveznicama, njihov prinos oslobođen poreza može da se približi oporezivim prinosima od državnih obveznica.

KLJUČNI TERMINI

Kriva prinosa, str. 81	Premija likvidnosti, str. 85	Ročna struktura, str. 81
Neizvršenje obaveze, str. 90	Premija za pokriće rizika, str. 85	Suvereni rizik, str. 90n
Preferiran habitat, str. 85	Rizik neizvršenja, str. 91	Tekući kupon, str. 89
		Teorija očekivanja, str. 84

PITANJA

- 5.1 Opišite pritisak tržišta koji, u skladu sa pristupom čistih očekivanja ročnoj strukturi kamatnih stopa, utiče na to da se ravnotežna dugoročna stopa izjednači sa prosekom tekuće kratkoročne stope i očekivane buduće kratkoročne stope.
- 5.2 Zašto pristup premije likvidnosti ročnoj strukturi dokazuje da je ravnotežna dugoročna stopa iznad proseka tekuće i očekivane buduće kratkoročne stope?
- 5.3 Zašto dugoročne stope pokazuju tendenciju manjeg fluktuiranja od kratkoročnih stopa u toku poslovnog ciklusa?

- 5.4 Ako je marginalni porez na prihod 25 procenata, koji bi bio odnos ravnotežnog prinosa između municipalnih obveznica (zanemarićemo izloženost riziku neizvršenja) i državnih obveznica?
- 5.5 Mnogo češće se kriva prinosa kreće uzlazno. Ponekad, ipak, ona se kreće na dole. Da li je silazna kriva prinosa u skladu sa pristupom premije likvidnosti ročnoj strukturi kamatnih stopa?
- 5.6 *Pitanje za diskusiju:* Ako vaši roditelji zatraže savet koju vrstu obveznica treba da kupe za svoj penzionni fond, šta ćete im vi predložiti?



MEDIA RESOURCE LIST



Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Volatilitnost cena obveznica: duracija prema roku dospeća



U više navrata napomenuli smo da su dugoročne obveznice rizičnije od kratkoročnih obveznica - ne zato što ne volimo dugoročne obveznice već zato što mnogobrojni primeri pokazuju da promena od jednog prinosa do dospeća po dugoročnoj obveznici proizvodi veći uticaj na promenu cene obveznice nego što je uticaj promene prinosa od jednog procentnog poena na promenu cene kratkoročne obveznice. Ova konstatacija je tačna - uglavnom. To je u većini slučajeva dovoljno, ali nije dovoljno dobro za matematičare i profesionalce za tržišta obveznica koji vole veću preciznost.

Problem odnosa između volatilnosti cene obveznice i dospeća nastaje zbog toga što ljudi prilično površno definišu *dospeće*. Konkretno, dospeće obveznice identifikujemo sa datumom finalne otplate glavnice. Tako, obveznica sa dospećem od deset godina i kuponom od 8 procenata predstavlja seriju kupon-skih plaćanja od \$80 godišnje a posle toga plaćanje pozajmljene glavnice (\$1.000) plus plaćanje poslednjeg kupona od \$80 na kraju desete godine. Naša definicija dospeća ignoriše činjenicu da se po obveznici vrše kuponska plaćanja svake godine tokom perioda od 10 godina pre nego što se otplati glavnica. To ne mora nužno da bude loše: dospeće možemo da definišemo kako želimo. U stvari, ova definicija dospeća podseća vlasnike korporacijskih obveznica da moraju deset godina da brinu o potencijalnim neizvršenjima obaveze obećanih plaćanja. Ali ignorišući kuponska plaćanja mi smo u nekom smislu preuveličali dospeće obveznice; kreditorima se vraća nešto od njihovog novca pre desetogodišnjeg datuma dospeća.

Malo preciznije merilo dospeća obveznice, takozvana **duracija**, uzima u obzir plaćanja i kupona i glavnice. U daljem tekstu ćemo vrlo precizno definisati duraciju. Ali prvo ćemo se usredsrediti na ključni odnos: Obveznica sa dužom duracijom ima veću volatilitnost cene od obveznice sa kraćom duracijom kada se prinosi obe obveznice menjaju za isti iznos procentnih poena. Možemo čak i da napišemo jednostavnu formulu za promenu cene obveznice u procentima u odnosu na duraciju obveznice. Ako P predstavlja cenu, D duraciju, i prinos do dospeća i Δ „promenu“, dobijamo

$$\Delta P/P = \frac{-\Delta i}{(1+i)} \times D$$

Ovo pokazuje da je procentualna promena cena obveznice suprotnog predznaka (prinos raste a cene obveznice padaju) a jednaka procentualnoj promeni prinosa do dospeća puta duracija.¹ To znači, ako je duracija obveznice pet godina, na primer, a prinos do dospeća padne sa 8 procenata (0,0800) na 7,99 procenata (0,0799), možemo lako da izračunamo procentualnu promenu cene obveznice na sledeći način:

$$\begin{aligned}\Delta P/P &= - [\Delta i / (1+i)] \times D \\ &= - [-0,0001 / (1,08)] \times 5 \\ &= - [-0,000092] \times 5 \\ &= +0,00046\end{aligned}$$

Konkretno, ako bi cena obveznice bila 100 a prinos do dospeća se smanjio za jedan bazični poen (jednako 0,01 procenata ili 0,0001), sa 8 procenata na 7,99 procenata, onda bi se cena obveznice povećala na 100,046 (sa $\Delta P/P = 0,00046$ i $P = 100$, $\Delta P = 0,046$ a nova cena je 100,046). Da je duracija obveznice bila deset godina, cena bi se povećala na 100,09 itd.

Očigledno je da je formula vrlo prikladna. Ona vam omogućava da izračunate kako varira cena obveznice u skladu sa promenama prinosa do dospeća. Naglašavamo da ovaj odnos uopšte nema nikakve veze sa ekonomijom. Sve to proizilazi iz definicije cene obveznice (kako je izloženo u poglavlju 4) i definicije duracije. Mada ne možemo da vam pokažemo zašto kombinacija definicija daje ovaj magični rezultat (verujemo matematičarima), možemo da učinimo jedan korak u tom pravcu tako što ćemo vam prezentirati formulu za duraciju.

Duracija se definiše kao ponderisani prosek vremenskih perioda kada se oavljaju plaćanja po obveznici. Ovo je lakši deo. Mnogo teži deo je ponderisanje za svaki vremenski period. Konkretno, ponder za svaki vremenski period je sadašnja vrednost plaćanja u to vreme podeljeno sa cenom obveznice. Ovo se najlakše može shvatiti na osnovu konkretnog primera. Pretpostavimo da imamo našu petogodišnju obveznicu sa godišnjim kuponskim plaćanjima od \$80 i \$1.080 na ime plaćanja glavnice plus kupon na kraju. Otuda, pet vremenskih perioda: 1, 2, 3, 4 i 5 godina. Formula duracije je:

$$D = \frac{\left[\frac{\$80}{(1+i)}(1) + \frac{\$80}{(1+i)^2}(2) + \frac{\$80}{(1+i)^3}(3) + \frac{\$80}{(1+i)^4}(4) + \frac{\$80}{(1+i)^5}(5) \right]}{\frac{\$80}{(1+i)} + \frac{\$80}{(1+i)^2} + \frac{\$80}{(1+i)^3} + \frac{\$80}{(1+i)^4} + \frac{\$80}{(1+i)^5}}$$

¹ Ova formula je sasvim tačna samo kada se radi o infinitesimalnim promenama prinosa. Inače, to je samo približna vrednost.

Ovo deluje konfuzno, ali u stvari nije tako loše. Prvo, brojitelj: Svaki od vremenskih perioda - 1, 2, 3, 4 i 5 je u zagradama i prethodi mu period u zagradi. Periodi u zagradama su ili sadašnja vrednost iznosa od \$80 (za prve četiri godine) ili sadašnja vrednost od \$1.080 (za petu godinu). Ovi ponderi su podeljeni sa cenom obveznice, koja se u imenitelju formule (pogledajte poglavlje 4 da biste se uverili da je formula u imenitelju jednaka ceni obveznice).

Duracija obveznice jasno zavisi od više stvari a ne samo od datuma finalnog plaćanja glavnice (pet godina). Na primer, ako je prinos do dospeća (i) bio 8 procenata, tako da su obveznice prodavane po **paritetu**, duracija naše obveznice bi bila 4,2 godine. Duracija je kraća od pet godina, zato što raniji vremenski periodi u formuli dobijaju izvesan ponder u obračunu. Na primer, druga godina dobija ponder $[\$80 / (1,08)^2]$ podeljeno sa imeniteljem. Ako se poveća prinos do dospeća na 12 procenata, duracija obveznice smanjiće se na 4,1 godinu, zbog toga što će naročito visok ponder dat poslednjem vremenskom periodu (5) da postane manji u sadašnjoj vrednosti. Tako, generalno se dešava da što je veći prinos do dospeća to je niža duracija obveznice (naravno, ako su ostali faktori konstantni).

Jasno je da kuponsko plaćanje ima vrlo značajnu ulogu kod obračunavanja duracije. Ako se vratimo na naš prvi slučaj sa prinosom od 8 procenata, ako je kupon obveznice bio \$40 a ne \$80, duracija bi bila 4,5 godina. Najčešći slučaj je da manji kuponi znače dužu duraciju (sve ostalo je isto), zato što bi ponderisane vrednosti pripisane ranijim godinama u formuli bile manje.

Vredno je istaći jedan poseban slučaj. Kada su kuponska plaćanja nula, duracija je pet godina. U stvari, duracija je uvek jednaka dospeću obveznice sa zero kuponom (a manja je od dospeća kuponskih obveznica). Da biste se uverili u ovo, jednostavno napišite našu formulu za duraciju bez prva četiri perioda na brojitelju i u imenitelju (ona su jednaka nuli za obveznice sa zero kuponom). Onda imamo isti period na brojitelju i u imenitelju; s tim što se na brojitelju množi sa 5. Na taj način sve se poništava sem broja 5 na brojitelju, a to je datum finalnog plaćanja. Ovo je, naravno, logično pošto smo naše obrazlaganje počeli samo sa tim da je datum finalnog plaćanja glavnice neprecizno merilo „stvarnog“ dospeća, zato što ignoriše kuponska plaćanja. Ukoliko nema kuponskih plaćanja, međutim, biće važan samo datum finalnog plaćanja glavnice.

Na kraju, da bismo pokazali kako varira duracija u skladu sa konvencionalnom definicijom dospeća, na tabeli 5A.1 je dato pet obveznica sa kuponima od 8 procenata, svaka sa paritetnom cenom a samim tim i prinosom od 8 procenata, ali sa datumima dospeća koji variraju od 5 do 30 godina. Očigledno je da duže dospeće znači dužu duraciju sve dok obveznice imaju isti prinos i isti kupon. Ali duracija se teško povećava istom brzinom kao dospeće. Na primer, kada se udvostruči dospeće obveznice od 15 godina na 30 godina, njena duracija se povećava za manje od jedne trećine (od 9,0 na 11,8). Pored ovoga, da naša obveznica sa rokom od 30 godina ima kupon od 17 procenata i isti prinos od 8 procenata, dospeće te obveznice bi bilo 10,1 godina, što je manje od duracije obveznice sa rokom od 20 godina koja je data na tabeli.

TABELA 5A.1 Duracija obveznica sa različitim dospećem

Kupon	Prinos	Dospeće	Duracija
8%	8%	5 godina	4,2 godine
8%	8%	10 godina	7,1 godina
8%	8%	15 godina	9,0 godina
8%	8%	20 godina	10,3 godine
8%	8%	30 godina	11,8 godina

Pouka ove priče je da pažnja treba da se koncentriše na duraciju a ne na dospeće. Prvo, imate pogodnu malu formulu koja pokazuje kako rizik cene varira sa duracijom. Drugo, ako se pažnja usredsredi na dospeće to može ponekad da zavarava.

KLJUČNI TERMINI

Duracija, str. 97

Paritet, str. 99

POGLAVLJE 6

Struktura i funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti



Tom Cruise koristi scenario, Annie Leibovitz kameru a Venus Williams reket za tenis. Svi oni koriste sredstva koja su im potrebna za aktivnosti kojima se bave. Ove aktivnosti mogu da budu stimulativne, zabavne, komične, razočaravajuće. Tako je u svetu zabave.

Međutim, to nije mnogo drugačije ni na tržištima hartija od vrednosti. Akteri su brokeri, dileri, specijalisti i trgovci. Njihova sredstva su telefoni i kompjuterski terminali. Akcije, obveznice i hipoteke su medija. Njihove aktivnosti se opisuju kao fleksibilne, temeljne, opsežne, tanane i likvidne. Naš je zadatak da opišemo šta se sa čime uklapa i zašto, a vi ćete odlučiti da li ćete aplaudirati ili zviždati kada se završi vaša sledeća finansijska transakcija.

Vrsta i funkcija tržišta hartija od vrednosti

U prethodna dva poglavlja opisali smo sile koji utiču na ravnotežne cene raznih vrsta hartija od vrednosti. U velikoj meri ignorisali smo strukturu ovih tržišta, verujući da će zainteresovani kupci i prodavci hartija od vrednosti nekako naći svoj put do tržišta. To je u suštini glavna pretpostavka osnovne ravnotežne cene koja nastaje intersekcijom krivih ponude i tražnje: Ova cena održava ravnotežu između ponude i tražnje hartija od vrednosti svih potencijalnih učesnika na tržištu.

U praksi, povezivanje svih kupaca i prodavaca nije tako jednostavno. Zainteresovani trgovci se ne pronalaze besplatno, jer se kupci i prodavci nalaze na različitim lokacijama i jedni drugima nisu poznati. Može proteći neko vreme

između pojave kupca na tržištu i pojave kompatibilnog prodavca. Ova geografska i vremenska udaljenost utiče da se cene po kojima se transakcije stvarno obavljaju razlikuju od ravnotežne cene. U realnom svetu je trgovina, po cenama koje utiču na pravu ravnotežu, najviše što možemo da očekujemo. U suštini, idealna situacija bi bila kada bi stvarne cene transakcija bile približne teoretskim ravnotežnim cenama.

Tržišta hartija od vrednosti su formirana da bi se pomoglo kupcima da se povezuju sa prodavcima, kako bi obe strane koje učestvuju u transakciji bile zadovoljne sa ugovorenom cenom transakcije koja je približna pravoj ravnotežnoj ceni. Postoje tri glavne vrste organizovanja tržišta koje omogućavaju promptnu kupovinu i prodaju hartija od vrednosti: **aukcijsko tržište**, **brokersko tržište** i **dilersko tržište**. U sva tri slučaja, cilj je da se upare kupci i prodavci.

Aukcijsko tržište. Glavna karakteristika aukcijskog tržišta je da se kupci i prodavci direktno sretnu da bi pregovarali o cenama. Ništa ne stoji između kupaca i prodavaca sem jednog aukcionara koji beleži kupovni i prodajni kurs koji nude potencijalni kupci i prodavci. Posebni propisi aukcije tačno utvrđuju način uparivanja između kupaca i prodavaca. Na primer, može da postoji samo jedno trgovanje između svih kupaca i prodavaca po jedinstvenoj ceni ili niz trgovinskih transakcija po različitim cenama. U svim okolnostima, ključna karakteristika aukcije je da su nalozi centralizovani što znači da su najviše kupovne cene i najniže prodajne cene objavljene. Popularan primer aukcijskog tržišta je on-line aukcijski servis eBay. U finansijskom svetu, najpoznatije aukcijsko tržište je Njujorška berza, gde se aukcije za pojedinačne vrste hartija od vrednosti održavaju na određenim lokacijama koje se nazivaju **prodajna mesta** na parketu berze. Aukcionar, u ovom slučaju, je **specijalista** koga imenuje berza da predstavlja (kao agent) naloge koje daju klijenti. Drugi primer aukcijskog tržišta je utvrđivanje zlatnog pariteta dva puta dnevno u Londonu. Predstavnici pet londonskih dilera zlatnim polugama se sastaju da bi prezentirali javne naloge za konkurentne ponude. Grupa imenuje jednog od dilera za aukcionara.

Brokersko tržište. Kada nema dovoljno učesnika na aukcijskom tržištu, tako da potencijalni trgovci ne mogu uvek da nađu „razumne“ tražnje i ponude, tržište može da plati trgovcima da angažuju brokera koji će tražiti odgovarajuću drugu stranu za trgovinu. Prema tome, prodavac hartija od vrednosti može da traži od brokera da pokaže njegove hartije od vrednosti potencijalnim kupcima, a kupac može da traži od brokera da pronade potencijalne prodavce. Za razliku od aukcionara, koji ima sasvim pasivnu ulogu, broker daje podatke o potencijalnim kupcima i prodavcima i za to dobija **proviziju**. Većina nas je upoznata sa radom brokera koji se bave nekretninama i pružaju informacije potencijalnim kupcima i prodavcima kuća. Municipalne obveznice su najbolji primer hartija od vrednosti sa kojima se najviše trguje na brokerskom tržištu.

Dilersko tržište. Dok broker traži kompatibilnog trgovinskog partnera, ravnotežna cena hartije može da se promeni. Prema tome, može da bude profitabilno za nekoga da ostane na tržištu i pruža usluge konstantnog davanja ponude za kupovinu hartija od vrednosti koje investitori žele da prodaju kao i da nudi prodaju hartija od vrednosti koje investitori žele da kupe. Ovo lice radi kao **diler** (takođe se naziva **market mejker**) i ono kupuje hartije od vrednosti za svoj sopstveni račun kada publika prodaje i prodaje za svoj račun kada publika kupuje. Suprotno brokerima, dileri ulažu kapital u proces povezivanja kupaca i prodavaca i preuzimaju rizik za slučaj promene cena hartija od vrednosti koje oni drže na zalihama. Dileri očekuju profit jer uvek kotiraju kupovnu cenu (po kojoj oni kupuju) koja je niža od njihove prodajne cene (po kojoj oni prodaju).

Na dilerskim tržištima se trguje mnogim vrstama hartija od vrednosti, uključujući državne obveznice, korporacijske obveznice i akcije na takozvanom **van berzanskom tržištu (OTC)**. Obično se veliki broj dilera bavi trgovinom svakom hartijom od vrednosti i međusobno su povezani putem telefona ili kompjutera. U stvari, mnogim OTC akcijama se trguje na delimično automatizovanoj elektronskoj berzi koja se naziva **NASDAQ** (National Association of Securities Dealers Automated Quotation system - Automatizovani sistem kotacija Nacionalne asocijacije dilera hartijama od vrednosti). Na Njujorškoj berzi akcija, specijalisti koji rade kao aukcionari takođe kotiraju kupovne i prodajne cene u svojstvu dilera. To znači da se na Njujorškoj berzi akcija ukršta trgovina između dilerskog i aukcijskog tržišta.

Organizaciona struktura tržišta, brokeri, dileri, berze, tehnološka oprema (kao što su ekrani za kotacije, kompjuterski terminali i telekomunikacije), mobilise se da bi transakcijske cene bile bliže pravim ravnotežnim cenama (koje nisu poznate) onoliko koliko je to ekonomski izvodljivo. Laka dostupnost tržištu, gde se nalaze mnogi potencijalni kupci i prodavci, daje mogućnost da se hartija od vrednosti kupi ili proda brzo uz malo odstupanje od njene ravnotežne vrednosti. Sve ovo u stvari predstavlja *utrživost*, a to je sveobuhvatan izraz pod kojim se podrazumevaju mala odstupanja od stvarnih cena transakcija u odnosu na pravu ravnotežnu cenu.

Dobra *utrživost* podrazumeva da hartija od vrednosti može vrlo brzo da se proda, likvidira i pretvori u novac a da to ne dovede do kolapsa cena. Pošto je visoko utrživa hartija od vrednosti poželjnija za investitore, njena ravnotežna cena će biti viša a prinos niži u odnosu na manje utržive hartije od vrednosti.

Ostali deo naše diskusije posvećen je efikasnosti tržišta hartija od vrednosti. Prvo ćemo razmotriti koliko su tržišta efikasna u povezivanju kupaca sa prodavcima, što se naziva **operativna efikasnost** tržišta hartija od vrednosti. Zatim ćemo se osvrnuti na efikasnost formiranja cena i na odnosnu regulativu.

Primarna u odnosu na sekundarna tržišta

Pre nego što pređemo na detalje o načinu trgovanja na tržištu hartija od vrednosti, važno je da istaknemo razliku između **primarnih** tržišta i **sekundarnih**

tržišta. Većina popularnih tržišta, kao što su Njujorška berza akcija i Tokijska berza akcija, predstavljaju sekundarna tržišta gde se postojeće hartije od vrednosti razmenjuju između fizičkih lica i institucija. Tržišta kapitala - tržišta za novoemitovane hartije od vrednosti - su mnogo manje poznata.¹

Na primer, u Sjedinjenim Državama, nove emisije akcija ili obveznica za obezbeđenje sredstava za General Motors, General Electrics ili General Mills, ne prodaju se štedišama - kreditorima na parketu Njujorške berze akcija, Američke berze akcija niti čak Midwest berze akcija u Čikagu. Uparivanje se obavlja iza zatvorenih vrata, uz pomoć **investicionih banaka** u Wall Street-u. Na ovoj listi dominiraju imena kao što je Morgan Stanley, Goldman Sachs, Smith Barney i Merrill Lynch. Oni se često pojavljuju kao brokeri i dileri na sekundarnim tržištima. Ali u svojoj ulozi investicione banke, ove kompanije pomažu da se novoemitovane akcije i obveznice distribuiraju do krajnjih investitora, osiguravajućih kompanija, penzionih fondova, uzajamnih fondova i fizičkih lica širom cele zemlje.


Ove distribucije se nazivaju **underwriting - pokroviteljstvo**: Investiciona banka garantuje emitentu hartija od vrednosti cenu nove emisije. Često se više investicionih banaka udružuje u konzorcijum da bi izašle na tržište sa novom emisijom hartija od vrednosti; udružujući se, one dele rizik u slučaju nepovoljnog kretanja cena akcija ili kamatnih stopa između perioda kada su akcije kupljene od korporacije i perioda kada su akcije izašle iz zaliha investicione banke, da se bezbedno kriju u portfolio nekog pojedinačnog investitora ili finansijskog posrednika. Cilj je osloboditi se što je brže moguće nove emisije hartija od vrednosti i to u roku od jednog ili dva dana. Time se izloženost riziku kapitala investicione banke smanjuje na minimum. U nekim slučajevima formiraju se dva konzorcijuma - jedan za prodaju emisija hartija od vrednosti u zemlji a jedan za prodaju u inostranstvu. Oglasi o uspešnom garantovanju emisija hartija od vrednosti, takozvani „tombstone“, često se pojavljuju u finansijskim časopisima.

Mnoge osobine ovog tržišta novih emisija hartija od vrednosti su vredne pažnje. Prvo, mnoga tržišta ili većina njih nije locirana na nekom posebnom mestu. Underwriting novih emisija hartija od vrednosti ne obavlja se na parketu neke organizovane berze. Mnogo češće, tržište je niz konferencijskih sala investicionih bankarskih firmi, koje su povezane telefonom međusobno i sa korporacijama i krajnjim investitorima. Drugo, najvrednija roba koju prodaju ove investicione bankarske firme su informacije o cenama po kojima se prodaje nova emisija hartija od vrednosti kao i informacije o potencijalnim kupcima. To je jedna od najvažnijih funkcija tržišta: davanje informacija o cenama i o trgovini

¹ Kao što ćemo videti u Delu III u našoj diskusiji o finansijskim posrednicima, postoje mnoge vrste novoemitovanih (primarnih) finansijskih aktiva, kao što su komercijalni krediti koje banke odobravaju malim i srednjim firmama, a kojima se retko, ukoliko se uopšte, trguje na sekundarnim tržištima. Ovu netržišnu aktivu kupuju finansijski posrednici i drže ih do dospeća. Pored komercijalnih kredita, ova grupa obuhvata privatno plasirani dug srednjih kompanija koji kupuju društva za životno osiguranje i komercijalne hipoteke, koje takođe kupuju društva za životno osiguranje.

hartijama od vrednosti. Da bi izašle na tržište nove emisije hartija od vrednosti, investicioni bankari u stvari prodaju usluge svog kapitala kupovinom tih hartija direktno od korporacije a time omogućavaju da investiciona banka plati samo ugovorenu cenu. Naknadna povoljna ili nepovoljna kretanja cena ne utiču na firmu-emitenta, sem na izgled za godišnji odmor investicionih bankara. Kao kompenzaciju za svoj trud i vreme, investicioni bankari zaraduju proviziju, koja se zove **underwriting spread**, za svaku novoemitovanu hartiju od vrednosti.

4,715,000 Shares



W. R. Berkley Corporation

Common Stock

Price \$37.32 Per Share

Copies of the Prospectus Supplement and 20% Prospectus to which it relates may be obtained in any State or jurisdiction in which this announcement is circulated from only one of the undersigned or their agents or brokers as may be designated in each such prospectus.

Merrill Lynch & Co.

Dowling & Partners Securities, LLC

Keefe, Bruyette & Woods, Inc.

Salomon Smith Barney

Morgan Stanley

Ferris, Baker Watts
Incorporated

Sandler O'Neill & Partners, L.P.

Oglas u novinama („tombstone“).

Sindiklat pokrovitelj lansira novu emisiju hartija od vrednosti
Izvor: Wall Street Journal, 26. novembar 2002.

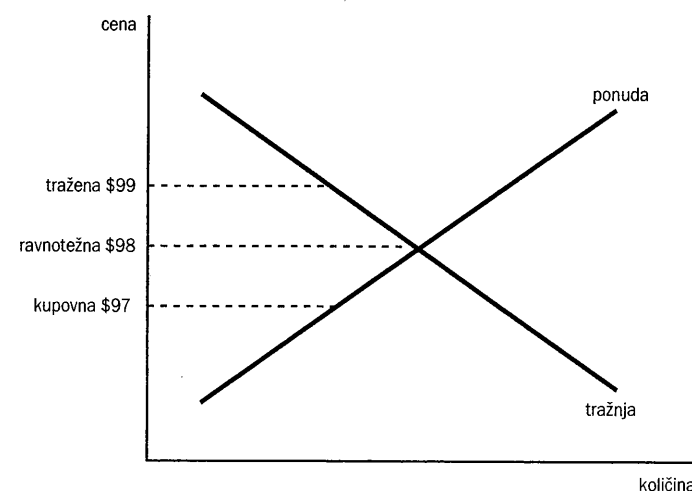
Primarna tržišta su skoro nevidljiva u poređenju s ogromnim poznavanjem sekundarnih tržišta akcijskog kapitala, a to ne utiče na činjenicu da i jedno i drugo tržište obavljaju esencijalne funkcije. Postoji tesna međupovezanost između cena i prinosa od hartija od vrednosti na sekundarnim tržištima i cena na primarnim tržištima. Traženi prinos od novih emisija korporacijskih obveznica se, na primer, može odrediti prema najnovijem prinosu od obveznica firme na sekundarnom tržištu. Koliko su ovi prinosi korisni zavisice delom od „kvaliteta” cena sekundarnog tržišta. Da li su one blizu ravnotežnih cena, ili odražavaju jednu ili dve transakcije koje ne moraju da budu tipične? Samo poznavanjem prirode sekundarnog tržišta mogu se proceniti cene i prinosi registrovani na tom tržištu.

Efikasnost trgovine na sekundarnom tržištu

Kao što smo napomenuli na početku poglavlja, sekundarna tržišta funkcionišu dobro ako povezuju kupce i prodavce hartija od vrednosti tako da oni trguju po cenama koje su blizu prave ravnotežne cene. Tržišta koja ispunjavaju ovaj cilj imaju niske transakcijske troškove i tretiraju se kao likvidna. Jedno od merila troškova likvidnosti tržišta je **spread** između kupovne cene i prodajne cene (ili tražene cene) koje kotira diler koji „kreira tržište” posebnih hartija od vrednosti. Da bi se shvatilo kako **prodajno - kupovni spread** dilera određuje troškove likvidnosti, počecemo od tržišta koje funkcioniše kao aukcijsko tržište a zatim ćemo uključiti dilere kao učesnike.

Ravnotežna cena koju identifikujemo presekom krive ponude i tražnje proizilazi iz sledećih vrsta aukcije. U unapred ugovorenom terminu, kupci i prodavci zainteresovani za određenu vrstu hartije od vrednosti sastaju se sa aukcionarom. Aukcionar objavljuje cenu hartije od vrednosti (možda cenu iz prethodne aukcije) i traži od kupaca i prodavaca da navedu količine koje žele da kupe ili prodaju po toj ceni. Ako je ponuđena količina veća od tražene, aukcionar oglašava nižu probnu cenu i traži od učesnika na tržištu da ponovo podnesu berzanske naloge za kupovinu ili prodaju. Ako po novoj nižoj ceni ima više kupaca nego prodavaca, aukcionar pokušava da malo povisi cenu i traži još jedan nov set naloga. Ovaj „ponovljeni ugovarački” postupak se ponavlja sve dok se ne pojavi cena po kojoj će se uskladiti interesi kupaca i prodavaca. U toj tački, aukcionar instruiira kupce da daju novac a prodavce da daju hartije od vrednosti i razmena se obavlja po ceni za koju je utvrđeno da predstavlja ravnotežnu cenu. Ova aukcija je poznata kao **Walrasianova aukcija**, po Leonu Walrasu, francuskom ekonomisti iz devetnaestog veka, koji je smislio aukciju gde će se pridavati značaj utvrđivanja ravnotežnih cena na navedeni način. U stvari, postoji jedno vrlo realno tržište koje funkcioniše kao Walrasianovo aukcijsko tržište - utvrđivanje zlatnog pariteta u Londonu, dva puta dnevno, gde se utvrđuje cena zlatnih poluga.

Većina tržišta funkcioniše sasvim drugačije od Walrasianove aukcije. Transakcije se obično obavljaju kontinualno tokom dana a ne u jednoj određenoj vremenskoj tački. U većini slučajeva, kupci i prodaci hartija od vrednosti ne žele da čekaju planirani početak aukcije. Oni radije odlučuju da odmah obave transakciju da bi izbegli neizvesnost u pogledu nove ravnotežne cene. Da bi se obezbedila ova usluga brzog izvršenja transakcije, na tržištu se pojavljuju dileri (market mekleri) koji kotiraju kupovnu cenu po kojoj će kupiti hartije od vrednosti od potencijalnih prodavaca kao i prodajnu cenu po kojoj će prodati hartije od vrednosti potencijalnim kupcima.



SLIKA 6.1 Kupovni - prodajni spreadovi utiču na to da se transakcijske cene vrte oko prave ravnotežne cene.

Slika 6.1 pokazuje **kupovnu cenu** (\$97) po kojoj će diler kupiti od prodavaca (na krivoj ponude) i **traženu ili prodajnu cenu** (\$99) po kojoj će diler prodati kupcu (na krivoj tražnje).

Za razliku od kupaca i prodavaca, kako je prikazano na krivoj ponude i tražnje, diler nije zainteresovan za samu hartiju od vrednosti. Njegov isključivi cilj je da sve kupljene zalihe proda pre nego što dođe do promene ravnotežne cene. Dilerova nagrada je **spread** između tražene cene i kupovne cene; slika 6.1 pokazuje razliku od \$2 između prodajne cene od \$99 i kupovne cene od \$97.

Treba napomenuti da ako bi se trgovina ovom hartijom od vrednosti obavila na Walrasianovoj aukciji, sve transakcije bi bile po ravnotežnoj ceni od \$98 (to je cena po kojoj veliki broj ljudi želi da se upari sa onima koji žele da kupuju). Ali pošto i kupci i prodavci imaju na umu da bi ravnotežna cena mogla da se

promeni pre aukcije, oni odlučuju da obave posao po dilerovim prodajnim i kupovnim kursovima. Troškovi transakcije se odmah utvrđuju kroz spread između dilerove kupovne i prodajne cene. Veći spreadovi za prodajne - tražene cene znače da su troškovi transakcije visoki i da se transakcijske cene znatno razlikuju od ravnotežnih cena. Tržište je **likvidno** ako su niski spreadovi kupovne - prodajne cene. Smatra se da je hartija od vrednosti likvidna ili utrživa ako je spread kupovne - prodajne cene nizak. Pogledajmo kojim vrstama hartija od vrednosti se trguje na likvidnim tržištima a kojim na nelikvidnim tržištima.²

Diler će ponuditi uzan kupovni - prodajni spread: (1.) ako je očekivani obim transakcija veliki i (2.) ako se predviđa mali rizik da će doći do velikih promena ravnotežne cene. Veliki obim omogućava lak promet zaliha hartija od vrednosti, jer postoje česti nalozi za kupovinu i prodaju. Mala volatilnost cena znači da su dilerove zalihe izložene malom riziku. U oba slučaja, diler može biti prisiljen da kotira uske kupovne - prodajne spreadove i da i dalje ostaje u poslu, ulažući kapital i veštinu u market meikng. Pošto dileri nisu darežljiviji od nas, činjenica koja prisiljava dilere da kotiraju uske spreadove jeste pritisak konkurencije.

Tabela 6.1 pokazuje veći broj primera kupovnih - prodajnih kotacija. Prvo ćemo dati neka objašnjenja o ciframa. Sve obveznice se kotiraju kao procenat nominalne vrednosti (**par**). Kuponske obveznice Trezora sa dospećem u maju 2016. godine mogle bi da se prodaju po $135^{10}/_{32}$ (kupovna cena) po nominalnoj vrednosti od \$100 a mogle bi da se kupe po $135^{11}/_{32}$ (tražena cena) po nominalnoj vrednosti od \$100. Pošto su minimalni apoeni većine obveznica \$1.000, to znači da kupovina takve obveznice košta \$1.353,44, dok ja, ako je prodajem, dobijam \$1.353,13. Spread (tražena cena minus kupovna cena) upisana u zadnjoj koloni je $1/_{32}$ ili 3,13 centi za transakciju obveznice nominalne vrednosti od \$100 ili 31,3 centi za transakciju po obveznici nominalne vrednosti od \$1.000. Drugim rečima, ako kupim obveznicu Trezora od \$1.000 i odlučim da je prodam odmah zato što dobijam „vruće“ akcije za koje postoji velika potražnja, moja šizofrenija će me koštati \$0,31. Kružni „izlet“ od \$2.000 kako ga nazivaju, košta \$0,63, trgovanje od \$3.000 košta \$0,94 itd. Ovo je mera troškova likvidnosti hartije od vrednosti: transakcioni troškovi kupovine i prodaje.

Obveznicom Federalne nacionalne hipotekarne asocijacije u drugom redu tabele 6.1 trguje se sa spreadom od $1/_{16}$ poena ili \$0,63 po \$1.000, u poređenju sa \$0,31 po \$1.000 kod transakcije kružnog „izleta“ sa obveznicom Trezora. Ovo sugeriše da pomenute hartije od vrednosti imaju nešto manju likvidnost od hartija Trezora, što je i tačno.

2 Pitanje je kako diler zna gde je ravnotežna cena. Važan izvor informacija o ravnotežnoj ceni dolazi na osnovu dilerove zalihe hartija od vrednosti. Na primer, ako diler kotira vrlo visoku prodajnu i kupovnu cenu u odnosu na ravnotežnu cenu znači da će kupiti više po kupovnoj ceni nego što će prodati po prodajnoj ceni, što će dovesti do povećanja njegovih zaliha hartija od vrednosti. Ovo je signal za dilera da treba da snizi kupovne i prodajne cene. Ako su kupovna i prodajna cena suviše niske, smanjuju se dilerove zalihe i to je signal za dilera da povisi prodajnu i kupovnu cenu. Tako zaključujemo da se dilerove kupovne i prodajne cene vrte oko ravnotežne cene.

Objašnjenje za varijacije spreadova leži primarno u obimu trgovanja određenim emisijama hartija od vrednosti. Pošto se sa hartijama Trezora trguje više nego sa bilo kojom drugom vrstom hartija od vrednosti, ne iznenađuje što one imaju manji kupovni-traženi spread.

Poslednji odeljak tabele 6.1 sadrži kupovne i prodajne cene za dve vrste hartije od vrednosti na vanberzanskom tržištu. Aaon Inc., trguje sa spreadom od 9 centi, dok Microsoft ima maržu od 1 centa. Kao i kod bod razlike u fudbalu, ove kotacije moraju da se prouče, pre nego što donesete skupe zaključke.

TABELA 6.1 Primer kotacija kupovnih i traženih cena hartija od vrednosti

Naziv tržišta	Konkretna emisija		Kupovna cena	Tražena cena	Spred
	Kupon	Dospeće			
1. Vlade i agencije					
Obveznice Trezora	7,25	maj 2016.	135 ¹⁰ / ₃₂	135 ¹¹ / ₃₂	1/ ₃₂
Federalna hipoteka- rna asocijacija	6,00	maj 2008.	116 ¹¹ / ₃₂	116 ¹³ / ₃₂	1/ ₁₆
2. NASDAQ akcije					
Aon inc.	-		15.10	15.19	.09
Microsoft inc.	-		24.75	24.76	.01

Izvor: Wall Street Journal www.nasdaq.com

Važno je da naglasimo da su kotacije za obveznice *po nominalnoj vrednosti od \$100* dok su kotacije na tržištu akcija *po akciji*. To znači da kupovina 200 akcija Aaona iznosi \$3.038 (15,19 puta 200), u slučaju promptne prodaje iznosi \$3.020. Prema tome, troškovi su \$18 za kružni izlet u Aanon od \$3.038 dok su troškovi za kružni izlet od \$3.000 za obveznice Trezora samo \$0,93. Objašnjenje je jasno: Kupovni - prodajni spreadovi moraju da se vezuju za cenu hartije od vrednosti i za nastale troškove u vezi sa trgovinom ili likvidacijom određenog dolarskog iznosa. To znači, transakcijski troškovi za akcije su viši u odnosu na obveznice. Delimično, ovaj disparitet pokazuje veći rizik fluktuiranja cena kome je diler izložen u trgovini sa akcijama.³

Pored kupovnih - prodajnih spreadova, treba obrazložiti još dosta podataka. Tačno je da se sa jednom NASDAQ akcijom sa kojom se aktivno trguje, kao što je Microsoft, trguje uz spread od jednog centa po akciji. To je \$4,04 po kružnom izletu od \$10.000, zapravo nešto malo više od \$3,125 koliko bi koštalo da se trguje

3 Pored ovih prodajnih - kupovnih spreadova, vaš broker zaračunava honorar za obavljanje transakcija koji se naziva *provizija*. Ovi troškovi zavise više od toga da li poslužete sa eskontnim brokerom ili sa brokerom koji pruža kompletnu uslugu, nego od toga da li kupujete akciju ili obveznicu.

sa obveznicama Trezora od \$10.000. Za trgovinu u tom obimu, akcije mogu da budu skoro isto tako likvidne kao i hartije od vrednosti Trezora, ako ne i više.

Prava razlika između likvidnosti obveznica Trezora i likvidnosti *bilo koje akcije* zavisi od obima transakcije koja se može obaviti a da ne prouzrokuje povećanje kupovnog - prodajnog spreda ili pomeranje na gore (u slučaju kupovine) ili na dole (u slučaju prodaje) implicitne ravnotežne cene. Kotacije akcija moraju da budu povoljne bar za zaokruženi lot - od 100 akcija. Kotacije na tržištu obveznica Trezora moraju takođe da budu povoljne za zaokruženi lot, obično u nominalnoj vrednosti od \$1 milion. Nalog od \$10 miliona za obveznice Trezora može se realizovati bez mnogo problema. Ali, što se tiče akcija, ne postoji jednostavan način da se likvidira blok akcija od \$5 miliona, ili čak pozicija od \$1 milion, a da se zbog toga dileri ne povuku posle kupovine 100 ili 200 akcija. Prema tome, kupovni - prodajni spread meri trošak likvidnosti transakcija uobičajenog obima, a uobičajeni obim na tržištu obveznica Trezora bi bio neuobičajen na bilo kom tržištu običnih akcija. U stvari, blokovima akcija ne trguje se na aukcijskom tržištu, na parketu Njujorške berze, osim ukoliko dileri nisu unapred ugovorili trgovinu. Mada se čini da je javna aukcija organizovanih berzi pogodna i da ima očigledne prednosti, ona jednostavno ne može da sprovedi veliku trgovinu institucionalnih investitora.

Ova diskusija sugerše nešto sofisticiraniju meru učinka na tržištu, meru koja se fokusira na sposobnost tržišta da absorbuje veliki obim trgovanja a da ne prouzrokuje buran zaokret transakcijskih cena. Kvalitativan opis ovakvih tržišta je vrlo jednostavan: ova tržišta imaju *dubinu*, *širinu* i *otpornost*. Tržište je *duboko* ukoliko se lako mogu otkriti nalozi za kupovine i prodaje iznad i ispod tekućih transakcijskih cena; ako postoje takvi nalozi u velikom obimu tada je tržište *široko*; ako novi nalozi brzo pristižu kada cene idu na gore ili na dole, tržište se naziva *otporno*.

Sve ove karakteristike znače nisku volatilnost transakcijskih cena. Na primer, ako su dilerove prodajne i tražene kotacije povoljne samo za 100 akcija, i ako veliki kupovni nalog dovodi do toga da institucije koje kontinualno prate kotacije dilera otkazu prodajne naloge, tada se cene neće neumereno menjati. Tržišta koja nisu duboka, široka i fleksibilna nazivaju se **tanka tržišta**; samo mali obim trgovine može da se absorbuje a da ne prouzrokuje veliko pomeranje cena.

Pošto smo sve ovo naveli, ostalo je malo čega drugog da se uradi. To nisu dovoljno dobra merila za ovaj aspekt likvidnosti. Nije dovoljno samo posmatrati volatilnost cena; promene ravnotežne cene su deo svakodnevnih kretanja cena i one ne odražavaju u potpunosti likvidnost tržišta.

Navešćemo jedno važno zapažanje koje se odnosi na uticaj tehnologije komunikacija na sposobnost bilo kog tržišta da absorbuje velike naloge a da ne postane „haotično“.

NOVOSTI

Trgovina posle radnog vremena izlaže investitore volatilnim cenama i višim spreadovima

Na kraju 20. veka trgovina posle redovnog radnog vremena pozdravljena je fanfarama. Elektronske trgovinske mreže uspostavljene su da bi se omogućilo investitorima da trguju akcijama i kada su zvanične berze zatvorene. Mada je trgovina za vreme produženog radnog vremena postala popularna među dnevnim trgovcima koji su jahali pored tržišta bikova krajem 1990-tih godina, javnost je uglavnom bila manje zainteresovana za trgovanje van redovnog radnog vremena. Posle kolapsa tržišta bikova krajem 1990-tih godina, dnevni trgovci su postali ređi što je smanjilo potrebu da se produži vreme trgovanja.

Mali obim trgovine na tržištima posle redovnog radnog vremena ima značajne implikacije na spreadove kupovnog kursa. Prema članku od 14. februara 2001. u listu USA Today „sa malim brojem trgovaca posle redovnog radnog vremena, cene akcija imaju tendenciju volatilnosti sa širokim spreadovima između onoga šta kupci nude i šta prodavci traže“. U članku se citira primer pensionisanog agenta za nekretnosti koji plaća maržu od 25 centi posle redovnog radnog vremena naspram marže od 6 centi tokom redovnog radnog vremena. Ovo je odličan primer veze između obima trgovine i spreadova o kojima je bilo reči u tekstu.

Izvor: USA Today, 14. februar, 2001, Noelle Knox

Trgovci koji stalno prate kotacije na ekranu mogu brže da učestvuju u kupovini i prodaji ukoliko cene odstupaju od njihovog shvatanja ravnoteže. Kada cene padaju, oni kupuju; kada cene rastu, oni prodaju. Sam ovaj proces doprinosi stabilnosti cena i likvidnosti. Šta više, smanjenje volatilnosti cena doprinosi smanjenju prodajnih i kupovnih spreadova, pošto dilerove zalihe podležu manjem riziku.

Mi smo proširili naše izlaganje o trgovini na sekundarnom tržištu, o efikasnosti, utrživosti i likvidnosti do tačke sa koje nema povratka. Promena cene bi trebalo da bude mala kada je trgovanje motivisano potrebom da se obezbedi likvidnost; ovo je karakteristika visoko utrživih hartija od vrednosti. Ali nove informacije koje utiču na osnovnu vrednost hartije od vrednosti brzo bi se odrazile na promene ravnotežne cene. U stvari, ako cene finansijske aktive ne odražavaju novosti u vezi sa stečajevima, trendovima zarada, parnicama i svim onim što utiče na plaćanja koja je obećao emitent finansijskog instrumenta, tada će tržište biti neefikasno. Ovaj aspekt tržišta neki nazivaju **alokaciona efikasnost**. Do sada, analizirali smo operativnu efikasnost finansijskih tržišta. Suštinski, popularna diskusija o „efikasnim kapitalnim tržištima“ fokusira se na alokacionu efikasnost, ali bez pominjanja tog naziva. U sledećem odeljku dajemo osvrt na efikasna kapitalna tržišta u okviru regulisanja tržišta hartija od vrednosti



HOD PO ŽICI

Kompjuter će prevladati

Njujorška berza akcija je 1992. godine slavila svoju 200. godišnjicu ali se nije mnogo toga izmijenilo od kada je berza napustila svoje sedište pod platanom i zamenila ga sedištem u Eleven Wall Street. Prodavci i kupci se cenjkaju i dalje direktno na parketu berze sa jedva čitljivo napisanim berzanskim nalogima na papiru. Slična situacija je i na domaćim robnim berzama gde otvoreno izvikivanje između kupaca i prodavaca određuje cenu svake robe od svinjskih iznutrica do fjučersa na obveznice Trezora.

Sva moderna tržišta ne oponašaju način rada iz osamnaestog veka. Londonske berze sada trguju preko kompjutera i telekomunikacija, kao što se to radi i na tržištima fjučersa u Japanu i Nemačkoj. Ustvari, u novinskim člancima se opisuje elektronska alternativa trgovini akcijama na listingu Njujorške berze akcija. Nema sumnje da

će elektronika prevladati čak i kada je u pitanju Njujorška berza akcija.

Pravo je pitanje zašto do sada kompjuteri nisu zamenili sve parkete na kojima se trguje, na isti način na koji su procesori u svetu zamenili električne pisane mašine u kancelarijama tokom 1990-tih godina? Odgovor je likvidnost. Njujorška berza akcija i američke robne berze su krajnje likvidne, sa niskim kupovnim i prodajnim spreadovima koji privlače naloge javnih investitora. Konkurentne berze na bazi kompjutera teško prodiru u ovaj komplikovan ciklus: likvidnost privlači veći obim trgovine koja generiše veću likvidnost. U jednom momentu, međutim, tehnologija će prevagnuti sa velikim napretkom tehnike za upravljanje kupaca i prodavaca. Tada će parket berze završiti na istom panju na kome i platan.

Efikasna tržišta kapitala i regulativa

Obimna literatura, koja se bazira na relativno jednostavnim propozicijama, napisana je tokom proteklih 20 godina: tekuća cena hartije od vrednosti u potpunosti odražava sve informacije koje su na raspolaganju javnosti. Recimo to na nešto drugačiji način: nema te informacije koja je na raspolaganju javnosti a da nije iskorišćena za povećanje investicionog učinka. Kada cene hartija od vrednosti u potpunosti odražavaju sve raspoložive informacije, za tržište kapitala kaže se da je *efikasno*.

Teško je tvrditi da će tržišta biti efikasna. Ako cene hartija od vrednosti ne odražavaju sve javno objavljene informacije, pritisci tržišta će ih ubrzo na to prisiliti. Pretpostavimo da su dileri ignorisali novost da je kompanija kojom se trguje na vanberzanskom tržištu otkrila kako da proizvede naftu iz starih udžbenika. Svi drugi će smatrati da je cena te hartije od vrednosti relativno jeftina s obzirom na fantastičan profit koji će kompanija požneti. Kupovinski nalozi bi pritali u brokerske kancelarije a prodajni nalozi bi nestali. Dileri bi ispunili svoju obavezu da prodaju 100 akcija po staroj prodajnoj - kupovnoj ceni a zatim bi više nego duplirali kotirane prodajne cene da bi se izbegla prodaja onoga što nisu imali po smešno niskim cenama. Čim diler kotira dovoljno visoku cenu da odrazi izgleda za profit, kupovni nalozi padaju na normalan nivo (hartija od

vrednosti neće biti više toliko jeftina), prodajni nalozi se ponovo pojavljuju (uzmimo neki profit) i nova ravnotežna cena u potpunosti odražava sve javno objavljene informacije.

Ništa nije pogrešno u ovoj priči. Ona se uvek ponavlja i ona je tačno ono što mislimo kada kažemo da su tržišta kapitala efikasna. Problem se javlja kada su u pitanju implikacije kupovine i prodaje hartija od vrednosti. Implikacija je vrlo jednostavna: ne trgovati! Ukoliko se u cene brzo uključuju sve informacije koje utiču na dobrobit kompanije, nećete moći da ostvarite prihod iznad proseka prodajom takozvanih hartija od vrednosti sa precenjenom vrednošću ili kupovinom onih sa potcenjenom vrednošću. Ne postoji nikakvo cenjkanje. Šta više, maštovita uputstva koja prodaju savetnici za investicije i u kojima vam se sugeriše da kupujete kada raste cena akcije za 5 ili 10 procenata, nisu vredna papira na kome su ta uputstva štampana.



NOVOSTI

Elektronske trgovinske mreže očekuju big board

Smanjenjem troškova i obećanjem brzog izvršenja naloga, elektronske komunikacione mreže (ECN) uzele su približno 70 procenata trgovine akcijama NASDAQ. Sada su Instinet i Archipelago, dve najveće elektronske komunikacione mreže (ECNs) uperile pogled na Njujoršku berzu akcija.

„Naši klijenti nam kažu da žele da proširimo poslove na listingu“, rekao je Andrew Goldman, izvršni potpredsednik Instinet-a. Oni žele „snažnu alternativu Njujorške berze akcija“ rekao je gospodin Goldman misleći na berzu sa dovoljno likvidnosti koja može odmah u svojim sistemima da upari kupovne i prodajne naloge.

Ali ove mreže mogu da otkriju da je Njujorška berza mnogo življiviji konkurent, velikim delom zbog toga što se preko 80 procenata trgovine akcijama na Big boardu obavlja na parketu berze, gde se specijalista bavi svakom akcijom na listingu. Nasuprot tome, na OTC tržištu mnogi

market mekleri kupuju i prodaju elektronskim putem i nijedno lice ili firma nisu odgovorni za održanje propisne trgovine bilo kojom hartijom od vrednosti.

Robert McSweeney, viši potpredsednik berze, zadužen za konkurentne pozicije, rekao je da elektronske komunikacione mreže (ECNs) ne mogu da dostignu jedinstvenu dinamiku trgovine na parketu Big Borda.

Izjavio je i da „specijalisti smanjuju volatilitnost trgovinom nasuprot preovlađujućim trendovima“. Specijalisti trguju koristeći najbolje kupovne i prodajne cene tako da obe strane, po mišljenju gospodina McSweeney-a, postižu bolju cenu.

Izvor: Tarquinio, J. Alex, „Electronic Trading Networks Look Toward the Big Board“ New York Times, 29. decembar 2002.

Izlišno je reći da analitičari hartija od vrednosti imaju malu korist od takvih akademskih prepucavanja. Šta mislite, kojom brzinom tržišta absorbiraju nove informacije? Po najboljoj proceni akademskih istraživača, u toku dana. Ako je to tačno, malo se dobija od kupovine ili prodaje posle čitanja biltena o investici-

jama koji izdaje vaša omiljena brokerska kuća. Kada završite sa čitanjem biltena, ne može se ništa učiniti osim da pratite u kom pravcu je otišla cena vaše hartije od vrednosti

Naša diskusija o efikasnosti tržišta posebno je usmerena na informacije dostupne javnosti. Sasvim je moguće, zaista vrlo je verovatno da informacije nedostupne javnosti mogu da se iskoriste da bi se ostvario ekstra profit ili da bi se izbegli nepoželjni gubici. Zakonom o hartijama od vrednosti i berzi iz 1934. godine, predviđeno je formiranje **Komisije za hartije od vrednosti (SEC)** da bi se sprečile prevare i obezbedilo pravično i pošteno obavljanje operacija na tržištima hartija od vrednosti. Glavni cilj propisa Komisije za hartije od vrednosti jeste obelodanjivanje informacija koje bi mogle da budu relevantne za formiranje cena hartija od vrednosti. SEC insistira na tome da investitori ne smeju da budu ugroženi kod kupovine ili prodaje hartija od vrednosti. Ne samo da mora da postoji potpuno obelodanjivanje svih odgovarajućih informacija, već se posebno zabranjuje lažno informisanje i davanje netačnih ili zavaravajućih izveštaja.

Posao Komisije za hartije od vrednosti (SEC) nije ni malo lak. Kao što ćemo videti u poglavlju 15 ova Komisija je obezbedila pomoć raznih organizovanih berzi i **Nacionalne asocijacije diler hartijama od vrednosti (NASD)** radi supervizije nad dilerima i brokerima, kao i praćenja transakcija na sekundarnim tržištima. Berze i NASD su ovu disciplinarnu i nadzornu odgovornost shvatile vrlo ozbiljno i to sa dobrim razlogom. Bojazan da bi se Komisija za hartije od vrednosti mogla više uključiti u svakodnevne operacije je više nego dovoljna da se podstakne stroga samokontrola.

Ipak, bilo bi pogrešno pretpostaviti da su manipulacija, prevara, pogrešno informisanje i obmana nestali u finansijskim transakcijama samo zato što Komisija za hartije od vrednosti igra ulogu *psa čuvara*. Tržišta su efikasna zato što investitori i trgovci pomno ispituju, istražuju i čuvaju sve informacije za sebe. *Caveat emptor et venditor* (čuvaj se kupca i prodavca) su još uvek deviza koja obezbeđuje efikasnost tržišta.

REZIME

1. Ravnotežna cena koja proizilazi iz poznatog opisa ponude i tražnje pretpostavlja da su se svi kupci i prodavci našli na tržištu. Realne transakcione cene na realnim tržištima mogu da odstupaju od teoretske ravnotežne cene, zato što je skupo prikupljati na jednom mestu sve potencijalne trgovce.
2. Tržišta na kojima se trguje sa postojećim hartijama od vrednosti organizovana su kao aukcijska, brokerska ili dilerska tržišta. Na ovim tržištima resursi su usmereni na otkrivanje kompatibilnih trgovačkih interesa. Njujorška berza akcija je najbolji primer aukcijskog tržišta, dok se sa državnim i korporacijskim obveznicama

trguje primarno na dilerskim tržištima. Brokeri se često angažuju na tržištu municipalnih obveznica.

3. Važno je razlikovati ova sekundarna tržišta hartija od vrednosti od primarnog tržišta gde se novootmitovane hartije od vrednosti inicijalno plasiraju investitorima. U stvari sve korporacije koriste investicione banke za pomoć u utrživanju novih emisija akcija i obveznica na tržištu.
4. Operativna efikasnost sekundarnih tržišta se meri po tome koliko tekuće transakcijske cene približno odgovaraju teoretskim ravnotežnim cenama. Mali kupovni - prodajni spread na dilerskom tržištu formira transakcijske cene koje su blizu pravoj ravnotežnoj ceni. Druge dimenzije operativne efikasnosti obuhvataju obim naloga koji se može izvršiti po datoj kotaciji. Prema ovim kriterijumima, tržište obveznica Trezora je najlikvidnije sekundarno tržište.
5. Zato što investitori pozitivno ocenjuju likvidnost, hartije od vrednosti koje su najlikvidnije prodaju se po višim cenama nego manje likvidne hartije od vrednosti, pod istim ostalim uslovima, naravno.
6. Tržišta hartija od vrednosti su visoko efikasni procesori novih informacija. Najveći broj primera potvrđuje da tekuće cene u potpunosti odražavaju sve informacije dostupne javnosti. Regulatorna kontrola koju obavlja Komisija za hartije od vrednosti predviđena je da spreči nepoštenu a da promoviše poštenu i ispravnu trgovinu.

KLJUČNI TERMINI

Alokaciona efikasnost, str. 111	Likvidno, str. 108	Sekundarno tržište, str. 103
Aukcijsko tržište, str. 102	Market mejker, str. 103	Specijalista, str. 102
Brokersko tržište, str. 102	Nacionalna asocijacija diler hartijama od vrednosti (NASD), str. 114	Tanko tržište, str. 110
Diler, str. 103	NASDAQ, str. 103	Tombstone, str. 104
Dilersko tržište, str. 103	Operativna efikasnost, str. 103	Tražena cena, str. 107
Investiciona banka, str. 104	Par, str. 108	Underwriting spread, str. 106
Komisija za hartije od vrednosti (SEC), str. 114	Prodajna cena, str. 107	Underwriting, str. 104
Kupovna cena, str. 107	Primarno tržište, str. 103	Utrživost, str. 103
Kupovni - prodajni spread, str. 106	Prodajno mesto, str. 102	Van berzansko tržište (OTC), str. 103
	Provizija, str. 102	Walrasianova aukcija, str. 106

PITANJA

- 6.1 Opišite karakteristike po kojima se razlikuju aukcijska, brokerska i dilerska tržišta. Koji je glavni zajednički cilj ovih različitih oblika organizovanja tržišta?
- 6.2 Šta određuje da li će diler kotirati niski ili visoki prodajni - kupovni spread?
- 6.3 Zanimajući se za momenat visinu kupovnog - prodajnog spreda, objasnite zašto su obveznice Trezora likvidnije od akcija?
- 6.4 Na osnovu čega investitor donosi odluku da su tržišta efikasna?
- 6.5 Na koji način investicione banke pomažu kompanijama da emituju nove hartije od vrednosti?
- 6.6 Investicione banke ostvaruju kompenzaciju za underwriting emisije u vidu garantnog spreda. Možete li da pretpostavite koliko ona iznosi?

MEDIA
RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

POGLAVLJE 7

Utvrđivanje cene rizične finansijske aktive



Rizik je mač sa dve oštrice: on komplikuje proces donošenja odluka ali zato čini stvari zanimljivijim. To važi za život uopšte, a naročito za finansijska tržišta. U poslednja tri poglavlja opisali smo postupak kako cena finansijske aktive, kao otprilike i cena svega drugog, zavisi od ponude i tražnje. Videli smo da pomeranja u ponudi i tražnji dovode do promene u cenama i da ova varijabilnost cena znači da je finansijska aktiva rizična. Naš glavni cilj u ovom poglavlju jeste da objasnimo na koji način investitori dobijaju kompenzaciju zbog toga što drže **rizične hartije od vrednosti** i kako odluke investitora u pogledu portfolija utiču na sam ishod.

Na najopštijem nivou, finansijska aktiva je ugovorni sporazum koji ovlašćuje investitora na seriju budućih gotovinskih plaćanja od emitenta. Vrednost aktive zavisi od prirode tih budućih novčanih plaćanja i od kredibiliteta emitenta za izvršavanje tih plaćanja. Obveznice, u odnosu prema akcijskom kapitalu, ilustruju različite profile budućih plaćanja, pri čemu obveznice obećavaju fiksna dolarska plaćanja po unapred utvrđenim datumima, dok akcijski kapital nudi varijabilna plaćanja u zavisnosti od uspeha određene kompanije. Slično tome, državne obveznice, za razliku od korporacijskih obveznica, ilustruju da se slični novčani tokovi mogu razlikovati, zbog toga što eminenti imaju različite nivoe kredibiliteta u ispunjavanju svojih utvrđenih obaveza. Međutim, pošto su sve hartije od vrednosti povezane sa budućim novčanim tokovima, one imaju određene zajedničke principe valorizovanja.

Svaka rizična hartija od vrednosti mora investitorima kompenzovati dve stvari: (1) odloženo plaćanje budućih novčanih tokova i (2) neizvesnost tih budućih novčanih tokova. Oblik kompenzacije jeste očekivani prihod, tj. ono što investitor očekuje da će da zaradi kada drži te hartije od vrednosti. Da bismo predvideli naše rezultate,

prikažaćemo da se očekivana dobit investitora od neke hartije od vrednosti sastoji od nerizične stope dobiti da bi se kompenzovao zato što štedi a ne troši, plus dobit zbog snošenja rizika.

Razlikujemo nerizične i rizične hartije od vrednosti na sledeći način. Setimo se definicije godišnjeg prihoda po obveznici iz poglavlja 4:

$$\text{Dobit} = \frac{(\text{Prodajna cena} - \text{Kupovna cena} + \text{Kupon})}{\text{Kupovna cena}}$$

Za hartiju od vrednosti na godinu dana sa garantovanim novčanim tokom, kao što je državna obveznica, godišnji prihod je bez rizika zbog toga što se dobit zna sa sigurnošću. Primera radi, ako je tekuća cena \$1.000 za državnu obveznicu koja otplaćuje \$1.000 kao glavnicu plus \$50 u kamati na kraju jedne godine, zamenite glavnicu od \$1.000 za prodajnu cenu, dodajte kupon od \$50, tada naša formula generiše prihod od 5 procenata. Ovaj prihod je bez rizika zbog toga što su otpлата glavnice i plaćanje kupona zagarantovani. Zamislimo da neka kompanija želi da emituje akcije koje koštaju \$1.000 a koje imaju prodajnu cenu od \$1.080 ili \$1.020 na kraju godine, u zavisnosti od toga koliko će kompanija zaraditi novca, prihod po ovoj hartiji od vrednosti je neizvestan: on je 8 procenata ili 2 procenta.¹

Ključno pitanje je da li će investitori platiti \$1.000 za ovaj neizvestan prihod od 8 procenata ili od 2 procenta, s obzirom na to da su 5 procenata raspoloživi sa izvesnošću. Odgovor delimično zavisi od verovatnoće da će rizične hartije od vrednosti zaraditi 8 procenata naspram 2 procenta, kao i o tome da li će se investitorima dopasti takva neizvesnost. Ako, na kraju, investitori plate manje od \$1.000 dolara očekivaće da će zaraditi više od 8 procenata i 2 procenta, a ako plate više od \$1.000 dolara očekivaće manju zaradu. Stoga, naš krajnji cilj jeste da utvrdimo ravnotežnu cenu, iz čega sledi ravnotežni očekivani prihod po ovoj rizičnoj hartiji od vrednosti.

Možemo naštačiti naše razmatranje i sprovesti ga u dva koraka. Prvi korak je specifikovanje faktora koji utiču na prihod po *nerizičnoj* investiciji. Ovo je jednako sagledavanju onoga što određuje prinos ili kamatnu stopu po jednokratnom nerizičnom kreditu i ponavlja diskusiju iz poglavlja 4. Drugi korak je utvrditi kako se rizik uklapa u ovu sliku. Ova formalna analiza procesa donošenja odluka u rizičnom okruženju pružiće moćan uvid u načine na koje se investitori kompenzuju za rizik.

¹ U formuli dobiti, zamenite \$1.080 za prodajnu cenu, \$1.000 za kupovnu cenu i stavite da je vrednost kupona jednaka nuli i to će proizvesti prihod od 8 procenata. Zamenjujući \$1.020 za prodajnu cenu radije nego \$1.080, proizvešće se prihod od 2 procenta.

Svet izvesnosti

Ako ne postoje rizici onda ne postoje ni razočarenja. Svi planovi se ostvaruju onako kako su zamišljeni; sva očekivanja se ispunjavaju; nema prekršenih obećanja. Život je u potpunosti predvidljiv, a tako stoje stvari i u oblasti finansija. Obećanje neke osobe da će isplatiti kredit vredi isto toliko koliko i bilo koje obećanje neke druge osobe. Niko nije prevarant - pa čak ni vaša tazbina. Pod takvim idealnim uslovima primenjiva je ista kamatna stopa na svaki kredit. Ko god pokuša da naplati više, neće uspeti u odobravanju kredita; ko god pokuša da naplati manje biće preplavljen zahtevima za sredstvima. Svaka hartija od vrednosti je savršena zamena za bilo koju drugu hartiju od vrednosti; stoga, one se moraju prodavati po istoj ceni, što znači da nude isti prihod. Stoga, kamatna stopa je ista za sve - ona predstavlja prinos koji zarađuju kreditori po nerizičnom kreditu koji će biti isplaćen u celosti od svih zajmoprimalaca i to bez senke sumnje.

S obzirom na to da je svet u kome živimo, u najmanju ruku, čudnovat, ispravno je postaviti pitanje da li će uopšte biti uzimanja ili davanja kredita pod takvim mitološkim uslovima. Odgovor je „da“, dok god se ljudi i kompanije budu razlikovali u pogledu željenih vremenskih obrazaca svoje potrošnje. Oni koji preferiraju trenutno zadovoljenje (TZ) možda će želeti da potroše danas više od svog sadašnjeg dohotka, dok će oprezni snabdevači (OS) možda poželeti da potroše manje od svog sadašnjeg dohodka. OS kreditiraju TZ po kamatnoj stopi. Ta stopa je utvrđena uravnoteženjem ukupne tražnje za novcem od TZ sa ukupnom ponudom sredstava OS.

Kamatna stopa nema nikakve veze sa rizikom, jer on ne postoji. U stvari, kamatna stopa utiče na odluke ljudi u pogledu trošenja. Ako više ljudi poželi da uzima na zajam novac - bilo da kupe novi šešir (potrošnja) ili da sagrađe novu fabriku (realna investicija) - nego što žele da drugima daju na zajam, kamatna stopa će gurati na više nezadovoljeni (i dalje željni) zajmoprimaoci. Porast kamatne stope utiče na to da neki ljudi revidiraju svoje planove uzimanja na zajam i trošenja, dok drugi mogu da se odluče da u većoj meri štede i daju na zajam drugima; sa višom kamatnom stopom isplati se biti oprezan snabdevač. Stoga, ključne odluke na koje utiče nerizična kamatna stopa su da li treba odabrati potrošnju ili štednju.

Posledice neizvesnosti i averzija prema riziku

Najmanje što se može reći, svet kakvog ga mi poznajemo obiluje neočekivanim razočaranjima. Zajmoprimalci, koliko god im namere bile dobre, jednostavno mogu zapasti u situaciju kada neće moći da ispune svoja obećanja da će isplatiti pozajmljena sredstva. Fabrike koje su sagrađene da proizvode tkanine od polie-

stera mogu postati nepotrebne zbog obnovljene općinjenosti prirodnim vlatnima. Stoga, proizvođač koji je sakupio kapital sa ozbiljnom namerom da isplati dividende od očekivane prodaje poliestera možda neće izvršiti očekivana plaćanja. Generalno gledano, investitori će biti razočarani uvek kada njihov prinos bude manji od očekivanog. Naravno, oni će biti srećni ako njihov prinos bude na kraju veći od očekivanog, ali sama neizvesnost čini investitore nesrećnim. Ova karakteristika se naziva **averzija prema riziku**. To ne znači da investitori nikada neće preduzeti rizike; već znači da oni moraju biti kompenzovani za rizik. Kasnije ćemo videti da postoje valjani dokazi koji ukazuju na to da investitori, de facto, imaju averziju prema riziku.

Načelo averzije prema riziku je toliko značajno da zasluži da ga detaljnije istražimo. Ono će nas direktno dovesti do strategije koju primenjuje najveći broj investitora kako bi smanjili rizik, naime, do **diversifikacije portfolija**. Pošto budemo videli na koji način diversifikacija pomaže investitorima da smanje svoju izloženost riziku, možemo se vratiti na naše osnovno pitanje o tome na koji način se ostvaruje kompenzacija investitorima za rizik koji oni ne mogu uvek da diversifikuju.

Da bi smo ilustrovali averziju prema riziku, vratimo se primeru koji smo ranije dali i pokažimo kako investitori, koji imaju averziju prema riziku, preferiraju hartije od vrednosti koje će, sa izvesnošću, doneti prihod od 5 procenata, u poređenju sa onom koja ima *podjednaku šansu* za povraćaj od 8 procenata ili 2 procenta. Druga hartija od vrednosti ima prosečni prinos od 5 procenata: Otprilike polovinu vremena njen prihod je 8 procenata a drugu polovinu vremena prihod je 2 procenta. Njen *očekivani* prinos iznosi 5 procenata, pri čemu je formalna definicija očekivanja zbir mogućih ishoda pomnoženih sa njihovim pojedinačnim verovatnoćama: $8 \text{ procenata} \times \frac{1}{2}$ plus $2 \text{ procenta} \times \frac{1}{2} = 5 \text{ procenata}$. Obratite pažnju na činjenicu da očekivani prihod nije ništa drugo nego prosečni prihod.

Zašto neko sa averzijom prema riziku daje prednost sigurnom prinosu od 5 procenata, naspram podjednakih šansi od 8 procenata ili 2 procenta, mada su očekivane vrednosti ove dve hartije od vrednosti identične? Jednostavno rečeno, u slučaju rizične hartije od vrednosti, dodatno zadovoljstvo koje imamo onda kada imamo prinos od 8 procenata manje je od dodatnog bola onda kada prinos iznosi 2 procenta. Da li ovo zvuči poznato? Trebalo bi, zato što se ovde ne radi ni o čemu drugom nego o principu opadajuće marginalne korisnosti dohotka koga se svi sećamo iz lekcija iz osnova ekonomije: svaki dodatni dolar manje vredi (iako uvek želite više!).

Da li će osobi sa averzijom prema riziku ikada biti svejedno da ima neku hartiju od vrednosti koja isplaćuje fiksni prinos sa izvesnošću, kao što je štedni depozit od 5 procenata u komercijalnoj banci ili hartija od vrednosti čiji je prihod neizvestan? Da, ali samo ako rizična hartija od vrednosti ima viši očekivani prinos koji bi kompenzovao nepoželjnu neizvesnost. Na primer, kada bi podjednako verovatni ishodi ove rizične hartije od vrednosti bili 10 procenata ili 2 procenta, tako da očekivani prinos bude 6 procenata ($10 \text{ procenata} \times \frac{1}{2}$ plus 2

procenta $\times \frac{1}{2} = 6$ procenta), onda bi naš investitor sa averzijom prema riziku možda i bio indiferentan. Ako bi mogući ishodi bili 12 procenata i 2 procenta, tako da očekivani prinos iznosi 7 procenata, investitor bi onda možda čak preferirao takav rizični poduhvat, jer bi kompenzacija u smislu većeg očekivanog prinosa mogla biti dovoljan razlog za upuštanje u rizik. Obavezna isključivost višeg prinosa po jedinici rizika - stepen averzije prema riziku - je subjektivna mera, sasvim drugačija za svakog pojedinca.

Da li sve ovo znači da neko ko nema averziju prema riziku ima duboke emocionalne probleme? Ni u kom slučaju - on ili ona jednostavno predstavljaju ljubitelja rizika (takođe poznatog kao kompulzivno-degeneričnog kockara). Zaključujemo da većina ljudi u realnom svetu ima averziju prema riziku, ne na osnovu toga što nam oni to govore na direktan način već zbog toga što većina ljudi drži diversifikovane portfolije - tj. mnoge različite hartije od vrednosti a ne samo jednu hartiju od vrednosti koja donosi najveći mogući povraćaj. Diversifikacija, jednostavna ideja da ne smeštate sva svoja jaja u jednu korpu, jeste ono što pomaže investitorima sa averzijom prema riziku da se nose sa rizičnim investicijama.

Jedna usputna opaska o merenju rizika

Pre nego što pređemo na principe diversifikacije, korisno je notirati da smo upravo upotrebili ono što se formalno naziva **distribucija verovatnoće** da bismo predstavili ishode naše rizične hartije od vrednosti. Svaki od mogućih „događaja“ (8 procenata i 2 procenta) ima verovatnoću da će se dogoditi (u našem slučaju $\frac{1}{2}$) i zbir verovatnoća jeste *jedinstvo* (najmanje jedan od mogućih ishoda mora da se dogodi). Dalje, koristili smo statistiku pod nazivom **aritmetička sredina** (zajednički prosek) da bismo saželi najverovatniji ishod - očekivanu vrednost. Na ovaj način, možemo da pokušamo da bliže odredimo značenje *rizika*.

Neizvesni ishodi dovode do rizičnih investicija. Pošto očekivana vrednost naše podjednako verovatne investicije od 8 procenata i 2 procenta iznosi 5 procenata, ponekad će prihod iznositi 3 procenta više od srednje vrednosti (8 minus 5 je 3) a ponekad će prihod biti 3 procenta manji od srednje vrednosti (2 minus 5 je -3). Devijacija stvarnih prihoda u odnosu na očekivane prihode jeste korisna mera rizika. Ali devijacije stvarnih ishoda u odnosu na srednje vrednosti mogu biti ili pozitivne ili negativne, ako bismo ih sabrali, plusevi i minusi bi se potirali! Mogli bismo da primenimo bilo koju od dve aritmetičke operacije da ukratko prikazemo devijacije i izbegnemo problem međusobnog potiranja: (1) uzeti apsolutne vrednosti; (2) podići na kvadrat devijacije (prisećajući se da je negativni broj na kvadrat pozitivan broj). Druga se koristi kada se izračunava ono što se zove **standardna devijacija**, što ćemo sada opisati nešto detaljnije.

Počnemo naše izračunavanje standardne devijacije tako što ćemo uzeti devijaciju za svaki ishod od srednje vrednosti i dići je na kvadrat. Svaka od ovih devijacija na kvadrat ponderiše se verovatnoćom nastupanja; tj. svaka od njih se množi sa svojom verovatnoćom. Ovo čini standardnu devijaciju još donekle

intuitivnom merom rizika. Onda sabiramo sve ponderisana devijacije dignute na kvadrat i brojeve vraćamo u njihov prvobitni raspon tako što ćemo uzeti kvadratni koren čitavog nereda. U našem slučaju imamo sledeće: $(8 - 5)^2 \times \frac{1}{2} + (2 - 5)^2 \times \frac{1}{2} = 9 \times \frac{1}{2} + 9 \times \frac{1}{2} = 9$, čiji kvadratni koren iznosi 3. Konkretno, za ovu investiciju standardna devijacija verovatnoće distribucije prihoda iznosi 3 procenta. A u slučaju složenije distribucije verovatnoće, numerički rezultati nisu baš tako jednostavni.

Potencijalni nedostatak standardne devijacije jeste korišćenje i pozitivnih i negativnih odstupanja oko očekivane vrednosti. Zar ne bi rizik trebalo samo da meri razočarenja; to jest, kada su stvarni ishodi ispod očekivanja? To je razumna sugestija. Ali kada je distribucija verovatnoće simetrična iznad i ispod proseka, to onda i nije važno (jer ispod proseka je samo polovina zbira). Pošto postoje dokazi koji sugerišu da prinosi po hartijama od vrednosti imaju ovakvu simetriju (normalno su distribuirani), i pošto standardna devijacija ima dobra statistička svojstva (šta god to značilo), dobar deo analize koja se koristi da se vidi kako hartije od vrednosti spojiti u portfolio - nazvana **analiza portfolija** - koristi standardnu devijaciju za merenje rizika.

Sada smo spremni za jedan od najkorisnijih investicionih saveta koji ćete ikada imati priliku da čujete: A izgleda da je to i jedna od najfundamentalnijih propozicija **moderne teorije portfolija**: neka aktiva nam se može činiti vrlo rizičnom kada je posmatramo izolovano, ali kada je kombinujemo sa drugom aktivom, rizik portfolija može biti znatno manji - čak i na nuli! Držanje mnoštva hartija od vrednosti u portfoliju je ono na šta se misli pod diversifikacijom portfolija. A pošto je diversifikacija portfolija od suštinskog značaja za smanjenje rizika, hajde da ispitamo ovaj princip nešto detaljnije.

Principi diversifikacije

Ideja koja leži u osnovi diversifikacije može se ilustrovati razmatranjem portfolija od samo dve aktive. Prvu ćemo nazvati aktiva A, za Adventure Inc. Nismo sasvim sigurni u kojoj oblasti ova kompanija posluje, ali je to dobra firma. U dobrim vremenima (verovatnoća = 0,5) ona plaća 16 procenata, a u lošim vremenima (verovatnoća = 0,5) ona plaća 2 procenta - jasno je da je to ciklična industrija. Očekivani povraćaj je 9 procenata, ali sa prilično velikom neizvesnošću oko stvarnog ishoda, što varira direktno prema pulsu ekonomske aktivnosti. Sada razmotrimo aktivu B, za firmu Bedlands Inc. Kada su dobra vremena oni gube novac, stvarajući prinos od -2 procenta. Međutim, u nepovoljnim vremenima oni uspevaju da zgrnu novac, zarađujući 12 procenta za mizantropske investitore. Očekivani prinos je 5 procenata, sa znatnim varijacijama u stvarnim rezultatima. Međutim, obratite pažnju da su ishodi aktive B kontraciklični - oni su bolji kad se ekonomija nalazi u nepovoljnoj situaciji.

Da li ima onda smisla kupovati obe od ovih visoko-rizičnih investicija - jasno se izlažući svakakvim razočarenjima? Odgovor je definitivno da. Ustvari, ako podelimo svoja sredstva podjednako između aktiva A i B to nam donosi povraćaj od 7 procenata i u dobrim i u lošim vremenima; tu ne postoji nikakva neizvesnost.²

Da li to znači da će investitor definitivno preferirati portfolio od pola - pola naspram samo A ili B? Investitor jasno preferira portfolio naspram samo B, zbog toga što je očekivani prihod na B samo 5 procenata a i to je neizvesno, dok portfolio od pola - pola ima prihod od 7 procenata bez rizika. U tom slučaju, ovaj sa averzijom prema riziku jasno bira kombinovani portfolio. Manje je jasno da li bi investitor izabrao strategiju pola - pola ili bi sve stavio na A. Mada A ima neizvesnost, ono takođe ima viši očekivani prihod (9 procenata naspram 7 procenata). Izbor A naspram kombinacije zavisi od precizne prirode preferencija onog sa averzijom prema riziku - da li dodatna 2 procenta očekivanog prihoda kompenzuju povećanje rizika.

Gljučna lekcija koju možemo izvući iz ovog primera jeste dvostruka. Prvo, neizvesnost prinosa pojedinačne aktive (njena standardna devijacija) sama po sebi *nije* mera njene rizičnosti. Ustvari, od značaja je doprinos neizvesnog prinosa aktive ukupnom riziku portfolija. Drugo, ključna determinanta ovog zadnjeg jeste kako su prihodi po aktivu međusobno povezani jedni s drugim. Ovo je toliko značajna stvar da ima i sopstveno ime - **kovarijansa**.³

U primeru datom malopre, aktive A i B se nalaze u savršenoj negativnoj korelaciji: Kad je prinos od aktive A nizak, onda je od aktive B visok i obrnuto, a veličine su takve da postoji savršeno potiranje. Zato kombinovanje ovih dveju aktiva smanjuje rizik (u ovom slučaju na nulu). Zaista, ovo je princip diversifikacije portfolija: držite nekoliko aktiva (umesto samo jedne), tako da je izlaganje

2 Evo aritmetike: Počnite sa \$200. Stavite \$100 na A, a \$100 na B. U "dobrim vremenima" A donosi \$16 (=16 procenata od \$100), a B je na gubitku od \$2. Investitor zarađuje \$14 (\$16 minus \$2) na uloženi \$200, ili 7 procenata (14/200). U "lošim vremenima" \$100 na A donosi \$2 dok \$100 na B donosi \$12, ukupno \$14, što je opet 7%. *Napomena:* Standardna devijacija prihoda na pola-pola portfelja je nula, čak i kada prihod po svakoj hartiji od vrednosti ima pozitivnu standardnu devijaciju.

3 Kovarijansa ima svoju jednostavnu intuitivnu definiciju: kopokretljivost. Ona takođe ima svoje precizno matematičko merenje. U našem slučaju, ovako dolazimo do devijacije prinosa svake hartije od vrednosti *ponaosob* od njene srednje vrednosti; proizvod od uparenih opservacija se onda ponderiše (kao standardne devijacije) verovatnoćom svake od uparenih opservacija koje se stvarno javljaju. Pozitivna kovarijansa ukazuje na to da kad je prinos po nekoj hartiji od vrednosti iznad njene srednje vrednosti, to isto važi za drugu. Negativna kovarijansa ukazuje na to da kada je prinos po nekoj hartiji od vrednosti iznad njene srednje vrednosti, onda se kod druge nalazi ispod.

Pojam *korelacija*, koja se koristi u sledećoj rečenici teksta, takođe ima specifično matematičko značenje. To je kovarijansa podeljena proizvodom standardnih devijacija. Ona ispravlja vrednosti kovarijanse tako da je *savršena* kopokretljivost +1,0 i savršeno potiruće kretanje -1,0 sa intermedijalnim odnosima između ova dva ekstrema. Nulta korelacija označava stanje kad su prihodi po dve hartije od vrednosti nezavisni.

riziku smanjeno. Neka aktiva, kao B, čiji su prinosi kontraciklični (visoki kada je sve ostalo nisko), idealan je dodatak portfoliju onog sa averzijom prema riziku.

Ali aktiva kao što je B relativno teško se nalazi. Kada bi diversifikacija portfolija radi smanjenja rizika zavisila od pronalaženja aktive sa „negativnom kovarijansom prihoda“, onda bismo imali teška vremena (i mnoge rizike). Ali magija diversifikacije portfolija prenosi se i na druge slučajeve. Konkretno, dok god aktiva nema precizno istu šemu prihoda, držanje grupe aktiva može umanjiti rizik.

Uzmimo slučaj u kome svaka aktiva daje prihod od 6 procenata ili 2 procenata, a ishodi ne zavise od toga da li su vremena dobra ili loša, nezavisni su jedni od drugih, kao što je bacanja novčića sa glavom ili pismom. Da li podela portfolija na takve dve aktive, X i Y, smanjuje rizik? Pa, ako investitor drži i X i Y u jednakim iznosima i oba daju prihod od 6 procenata ili oba daju prihod od 2 procenata, investitor će onda biti u istoj situaciji kao da drži samo jednu aktivu. Isto tako je moguće, odnosno isto toliko moguće, da kada X donese prihod od 6 procenata, da Y donese prihod od 2 procenata, ili kada X donese prihod od 2 procenata, Y donese prihod od 6 procenata. U ovakvim slučajevima, neizvesnost iznosi nula, jer je polovina portfolija u X, a polovina u Y, stoga prihod iznosi prosek - 4 procenata. Prema tome, držanjem mnogo, mnogo takve aktive, možda i hiljadu različitih aktiva, gde svako od njih ima podjednaku šansu da ostvari 6 procenata ili 2 procenata, a ishod od svake od njih je nezavisan od svake druge aktive, omogućava da taj portfolio skoro sigurno obezbedi zaradu od 4 procenata. Otprilike jedna polovina ishoda će biti 6 procenata a polovina 2 procenata. Ovde funkcioniše zakon velikih brojeva, spuštajući rizičnost portfolija na nulu.

Treba da uvažite da je ključna pretpostavka u ovom poslednjem primeru reč nezavisan. Kada su prihodi po aktivama relativno nezavisni (nulta kovarijansa), spajanje mnogih od njih teži da proizvede skoro uvek prosečan prihod. Rizik je time sveden na nulu. Da li to onda znači da većina ljudi koji imaju diversifikovane portfolije imaju nulti rizik? Ne, ne znači, jer na većinu aktive ekonomski uslovi utiču na sistematičan način - stoga većina prihoda po aktivama nisu potpuno nezavisni jedni od drugih. Ali dok god se prihodi ne nalaze u savršenoj korelaciji, diversifikacija portfolija će uticati na smanjivanje rizika.

Novosti

Bivši radnici Lucenta gledaju kako iščekavaju i jaja iz gnezda

U avgustu 2001. godine, *New York Times* je opisao nevolje radnika koji su nedavno bili otpušteni iz telekomunikacionog giganta kompanije Lucent Technologies. Članak je ukazao na to da su mnogi od ovih radnika suočeni sa dvostrukom pretnjom nakon toga što je Lucent zapao u kri-

zna vremena. „Ne samo što su ostali bez posla, već je i njihova ušteđevina uglavnom isparila jer je sva bila uložena u akcije kompanije Lucent.“ Teškoće kojima su ovi radnici izloženi pružaju nam klasični primer propasti usled ne sprovođenja diversifikacije investicionog portfolija.

Članak citira bivšeg radnika Lucenta koji je primetio da „je plata izložena riziku u sopstvenoj kompaniji. Staviti trećinu svog penzionog plana 401(k) u isti pul rizika nije pametno činiti. Ali vrednost tih akcija je solidno rasla i moja imovina je rasla.“ Ovo nam ukazuje na jednu vrlo značajnu stvar. Diversifikacija nalaže da rizici budu rasprostrti na vaš ljudski kapital (tj. na vaš posao) i na vaš finansijski kapital. Ne obraćanjem pažnje na savet da treba sprovesti diversifikaciju, mnogi zaposleni u Lucentu su otkrili, prema rečima jednog finansijskog planera, da „je čitav njihov svet bio vezan za samo jednu kompaniju.“

Nakon slučajeva poput Lucenta, stručnjaci su započeli raspravu o uvođenju ograničenja na holding akcije kompanije u okviru penzionih planova zaposlenih. Citiran je jedan predstavnik Lucenta: „Otišli smo u krajnost u edukovanju zaposlenih o diverzifikaciji“ što otvara pitanje zbog čega su zaposleni nastavili da stavljaju većinu svojih jaja u istu korpu. Ovo pitanje je naročito zbunjujuće, jer kako ovo poglavlje objašnjava, radnici ne dobijaju veći povraćaj da kompenzuju nesistematičan rizik kome su izloženi usled njihovog propusta da diversifikuju.

Source: Danny Hakim, „Former Workers of Lucent See Nest Eggs Vanish Too“ *New York Times*, Aug. 29, 2001.

Premije za rizik po rizičnim hartijama od vrednosti

Upravo izneti primeri diversifikacije portfolija dopuštaju da se donekle doteraju osnovni principi koje smo razmatrali ranije. Standardna devijacija prinosa je dobra mera rizika za analiziranje neke hartije od vrednosti same za sebe. To je takođe dobra mera rizika za celokupni potfolio. Ali je relativno slaba mera za doprinos riziku jedne hartije od vrednosti celokupnom portfoliju. To zavisi daleko više od kovarijanse prinosa sa drugim hartijama od vrednosti; preciznije, o prosečnoj kovarijansi prihoda hartije od vrednosti sa svim drugima. Razlog leži u magiji diversifikacije: Doprinos riziku portfolija prihoda neke hartije od vrednosti koji su u velikoj meri nezavisni od svih ostalih prihoda, jeste skoro nula. Ovaj nesistematični rizik odlazi sa diversifikacijom, kako se povećava broj držanih hartija od vrednosti (kao u našem primeru sa bacanjem novčića). Jedino sistematično kretanje prihoda po nekoj hartiji vrednosti sa svima drugima doprinosi riziku portfolija. Ovo nam sugerise da je možda najbolji portfolio u stvari onaj koji je najšire diversifikovani zamisliv portfolio - onaj koji bukvalno uključuje svaku hartiju od vrednosti na tržištu. Nije čudno što se to zove portfolio tržišta.

Ako većina osoba koje drže neku aktivu ima averziju prema riziku, iz toga onda sledi da će oni zahtevati dodatnu kompenzaciju - veće očekivane povraćaje - proporcionalno sistematičnom riziku hartije od vrednosti. Međutim, oni neće zahtevati kompenzaciju za nesistematični rizik jer mogu da otklone nesistematični rizik diversifikacijom tako što će staviti tu hartiju od vrednosti u portfolio. Drugim rečima, premija za rizik koju investitori zahtevaju biće proporcionalna sistematičnom riziku te hartije od vrednosti.

Ovo nas vodi nazad na pitanje sa kojim smo počeli: Na koji način investitori bivaju kompenzovani za držanje rizičnih hartija od vrednosti? Najjednostavniji odgovor glasi da rizičnije hartije od vrednosti moraju investitorima nuditi više očekivane povraćaje u poređenju sa manje rizičnim hartijama od vrednosti. Rečeno na drugi način, žalosna je činjenica finansijskog života da investitori koji žele da zarade veće povraćaje moraju da preuzmu više rizika. Ali u ovoj priči postoji još momenata a ne samo ovaj naizgled očigledan zaključak. Možemo navesti precizniji odnos između rizika i povraćaja zasnovan na portfolijskom ponašanju investitora koji imaju averziju prema riziku, a o kojima smo malopre govorili. Konkretno, dodatni očekivani povraćaj po nekoj rizičnoj hartiji od vrednosti iznad nerizične stope biće proporcionalan doprinosu rizika neke hartije od vrednosti dobro diversifikovanom portfoliju. Doprinos riziku prevažno zavisi od toga koliko blisko se kreću prihodi po nekoj hartiji od vrednosti u odnosu na sve druge hartije od vrednosti.

Ovaj specifični odnos između očekivanja i rizika proizvodi neke veoma iznenađujuće rezultate. Zamislimo da neki investitor razmatra mogućnost da tipičnom ludom naučniku sa Odseka za Biologiju na vašem Univerzitetu, odobri novčanu pozajmicu za pronalazak vakcine protiv preteranog gledanja televizije. Očito je da su šanse za uspeh veoma male a da je rizik veoma veliki. Investitor će se možda odlučiti da uopšte ne daje novac na zajam. Međutim, ako bi ludi naučnik otišao u neku firmu za venčer kapital koja je specijalizovana za lude naučnike čiji naumi se međusobno razlikuju, rizik portfolija lutih naučnika bi bio prilično mali. U stvari, zakon velikih brojeva nam sugeriše da će investicija u 1.000 ovakvih lutih profesora skoro sigurno proizvesti najmanje deset otkrića koji će doneti glavnu premiju. Tako da ovi profesori dobijaju svoj novac pod razumnim uslovima.

Slično razmišljanje takođe objašnjava zašto su kompanije, koje su loše kreditno rangirane i koje emituju takozvane "džank" obveznice, u stanju da, kao što smo videli u poglavlju 8, mobilišu sredstva na tržištima kapitala. Posmatrano izolovano, svaka kompanija je prilično rizična, ali neki od ovih rizika se međusobno potiru unutar nekog portfolija.

Poslednji primer se odnosi na nekog investitora koji drži sve hartije od vrednosti koje se mogu naći na tržištu; to jest, investitora koji drži portfolio tržišta. Naši principi diversifikacije portfolija sugerišu nam da investitor zarađuje povraćaj iznad nerizične stope koji kompenzira kopokretljivost povraćaja među svim hartijama od vrednosti, a ne rizike koji su u svakoj hartiji od vrednosti ponaosob. Rizik portfolija tržišta (standardna devijacija njegovih prihoda) manji je od zbira rizika svake hartije od vrednosti (standardna devijacija svake hartije od vrednosti) jer postoji tendencija da se individualna varijabilnost međusobno poništava. Sve ovo proističe iz magije diversifikacije.

Zbog toga ne bi trebalo da je iznenađujuća činjenica ako otkrijemo da, kada nerizične hartije od vrednosti donose investitorima oko 5 procenata, ti investitori mogu očekivati da će zaraditi oko 12 procenata na nekom dobro diversifikovanom portfoliju akcija. Jednostavno taj portfolio nije dovoljno rizičan da bi

ponudio 20, 30 ili 40 procenata od kojih bismo zaista bili izvan sebe od sreće. Moramo da budemo zadovoljni ako zaradimo oko 7 procenata kao kompenzaciju za držanje dodatnog rizika portfolija tržišta.

HOD PO ŽICI

Kupite Indeksi Fond

Mada mnogi ljudi shvataju ispravnost diversifikacije, relativno skroman broj malih investitora koristi punu prednost ovog principa. Konkretno, mnogi investitori drže „prvoklasne“ („Blue Chip“) akcije, kao što su IBM i General Electric, ali malobrojni su oni koji drže manje, slabije poznate, akcije. Ovo je greška. IBM-ovi ovog sveta su svi podložni sličnim ekonomskim rizicima, zbog toga diversifikacija među njima smanjuje rizik portfolija u relativno beznačajnoj meri.

Dva razloga mogu najčešće objasniti zašto investitori ne sprovode diversifikaciju u potpunosti. Prvi je što ne znaju ništa o tim manje popularnim akcijama. Drugi je što, brokerske provizije čine skupim držanje toliko različitih emisija.

Investitori mogu izbeći ove probleme tako što će držati neki dobro diversifikovani uzajamni fond,

naročito onaj koji donosi diversifikaciju bez suvišnih elemenata. Konkretno, takozvani indeksni fondovi su smišljeni da oponašaju performanse nekog repnog indeksa tržišta akcija, kao što je S&P 500. Ovi fondovi drže svih 500 hartija od vrednosti koje čine Standard & Poor Indeks američkog tržišta akcija. Na taj način, investitori su dobro diversifikovani preko svih segmenata tržišta akcija i ne moraju da plaćaju preterano visoke provizije menadžmentu uzajamnog fonda. Razlog: Menadžeri indeksnih fondova imaju relativno lak zadatak da sprovedu diversifikaciju da bi postigli istu ukupnu performansu tržišta, umesto da pokušaju da nadmaše tržište akcija kao celinu. Poruka za one koji žele diversifikaciju, kupite indeksni fond - to je najefikasniji način da izvršite diversifikaciju.

REZIME

1. Hartije od vrednosti predstavljaju potraživanja prema budućim gotovinskim tokovima. Sve hartije od vrednosti moraju investitorima pružiti kompenzaciju zbog odlaganja potrošnje kao i zbog snošenja rizika.
2. U svetu bez rizika, jedna aktiva vredi isto koliko i bilo koja druga. U stvari, bilo koja aktiva nudi isti povraćaj. Rizik proizilazi iz neizvesnosti u vezi sa plaćanjem koje će se primati iz investicije u određenu aktivu.
3. Investitori moraju, generalno, dobiti kompenzaciju za snošenje rizika. Neki investitor će preferirati aktivu koja uvek donosi prihod od 5 procenata u odnosu na aktivu koja donosi 5 procenata u proseku, ali koja u bilo kom trenutku može doneti povraćaj koji je manji ili veći. Ovu vrstu preferencije nazivamo averzijom prema riziku.

4. Investitori koji imaju averziju prema riziku pokušaću da kombinuju hartije od vrednosti unutar nekog portfolija da bi smanjili rizik. Takvo smanjenje rizika kroz diversifikaciju portfolija vrši se zbog toga što se neizvesni ishodi po svakoj pojedinačnoj hartiji od vrednosti mogu u nekoj meri međusobno isključivati. Zbog toga, ne treba da procenjujete o rizičnosti neke hartije od vrednosti prema njenoj sopstvenoj varijabilnosti mogućih ishoda. Ono što je još značajnije za nekoga koji ima averziju prema riziku jeste da li se neizvesni ishodi neke hartije od vrednosti potiru sa nekima od rizika po drugim hartijama od vrednosti unutar portfolija.
5. Rizična hartija od vrednosti mora investitorima ponuditi očekivani povraćaj iznad nerizične stope u proporciji sa doprinosom rizika neke rizične hartije od vrednosti nekom dobro diversifikovanom portfoliju.

KLJUČNI TERMINI

Analiza portfolija, str. 122	Diversifikacija portfolija, str. 120	Portfolio tržišta, str. 125
Aritmetička sredina, str. 121	Korelacija, str. 117	Premija za rizik, str. 125
Averzija prema riziku, str. 120	Kovarijansa, str. 123	Rizične hartije od vrednosti, str. 117
Distribucija verovatnoće, str. 121	Moderna teorija portfolija, str. 122	Sistematični rizik, str. 125
	Nesistematični rizik, str. 125	Standardna devijacija, str. 121

PITANJA

- 7.1 Koja je definicija averzije prema riziku? Zbog čega ljudi imaju averziju prema riziku?
- 7.2 Kako je moguće da ako kombinujete dve rizične hartije od vrednosti (svaka od njih ima visoku standardnu devijaciju povraćaja) u neki portfolio, rizik tog portfolija može biti nula (standardna devijacija povraćaja na portfolio je nula)?
- 7.3. Koja je glavna karakteristika ponašanja investitora koja primorava rizične hartije od vrednosti da plaćaju veće povraćaje?
- 7.4 Koja je razlika između sistematičnog rizika i nesistematičnog rizika?
- 7.5. Zašto bi neki investitori zahtevali kompenzaciju za sistematični rizik ali ne i za nesistematični rizik?
- 7.6 *Pitanje za diskusiju:* ako sprovođenje diversifikacije portfolija ima toliko smisla, kako to da mnogi ljudi investiraju samo u jednu ili dve akcije?



MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Tržišta novca i kapitala



Tržište hartijama od vrednosti vlade SAD nalazi se u samom središtu novčanih tržišta i tržišta kapitala. Trezor SAD mora svake godine da proda na stotine milijardi dolara hartija od vrednosti da bi mogao da isplati dospele emisije i da finansira tekuće vladine poslove. Sam obim ovih aktivnosti je tržište državnih hartija od vrednosti učinio referentnom tačkom za novčano tržište gde se trguje sa hartijama od vrednosti sa dospećem do jedne godine i za tržište kapitala koje obuhvata dugoročne dužničke instrumente i akcije.

Zbog toga, naš prvi korak u ovom poglavlju jeste da detaljnije razmotrimo kako funkcioniše tržište državnih hartijama od vrednosti. Zatim ćemo se osvrnuti, u jednom kratkom razmatranju, na pitanja hartija od vrednosti vezanih za banke jer je dug banaka, koji je uglavnom kratkoročan, blisko povezan sa kratkoročnim državnim obveznicama. Sa ovakvom podlogom dalje ćemo ispitivati tržište korporacijskih hartija od vrednosti, municipalnih obveznica, hipoteka i na kraju - kao nagrada za čitanje do samog kraja - objasnićemo kako tržište akcija stvarno funkcioniše i zašto ćete možda hteti da vidite šta se dešava sa kamatnim stopama pre nego što se odlučite da kupujete ili prodajete.

Tržište državnih obveznica

Kada vlada SAD napravi deficit, koji inače ima skoro svake godine od 1930. godine, onda ona mora na neki način da nabavi sredstva. Obično pribavi taj

novac, ne štampanjem potpuno novih dolarskih novčanica, već *zaduživanjem* - što znači prodajom državnih hartija od vrednosti pojedincima, bankama, osiguravajućim društvima, strancima i zaista bilo kome koji je spreman da kreditira Trezor kupovinom državnih obveznica. Da bi privukao kupce, Trezor emituje široki spektar ročnosti i vrsta državnih hartija od vrednosti.

Vrste hartija od vrednosti i investitori

Krajem 2002. godine bilo je u opticaju državnih hartija od vrednosti u iznosu od oko \$6,4 triliona ili \$6.400 hiljada milijardi. Od ovog iznosa, oko 50 procenata ili \$3.205 milijarde je bilo u **utrživoj** formi, koji se sastojao od hartija od vrednosti koje su mogle da se kupuju i prodaju na finansijskim tržištima. Preostalih \$3.195 je bilo u obliku hartija od vrednosti koje su bile **neutržive**, kao što su poznate štedne obveznice SAD, sa kojima nije dozvoljena trgovina na sekundarnom tržištu. Ako želite da prodate štedne obveznice, morate da ih prodate direktno natrag Trezoru po fiksnoj ceni.

Svakako, prirodno je da su samo utržive hartije od vrednosti zanimljive iz ugla kako funkcionišu finansijska tržišta. Iznos od \$3.205 milijardi utrživih državnih hartija od vrednosti sastoji se od zapisa Trezora (\$890 milijardi), nota Trezora (\$1.580 milijardi), obveznica Trezora (\$590 milijardi) i \$145 milijardi nota i obveznica indeksiranih za inflaciju.

Zapisi Trezora su najkratkoročnije državne hartije od vrednosti. Po pravilu, one se izdaju sa prvobitnim rokovima dospeća na tri ili šest meseci. Zapisi su vrsta hartija od vrednosti sa zero kuponima (pogledati poglavlje 4), u smislu da se prodaju prvobitno po ceni nižoj od njihove nominalne vrednosti, s tim što se nominalna vrednost plaća o dospeću. Razlika između cene i nominalne vrednosti (što se naziva **eskont**) predstavlja plaćanje kamate.

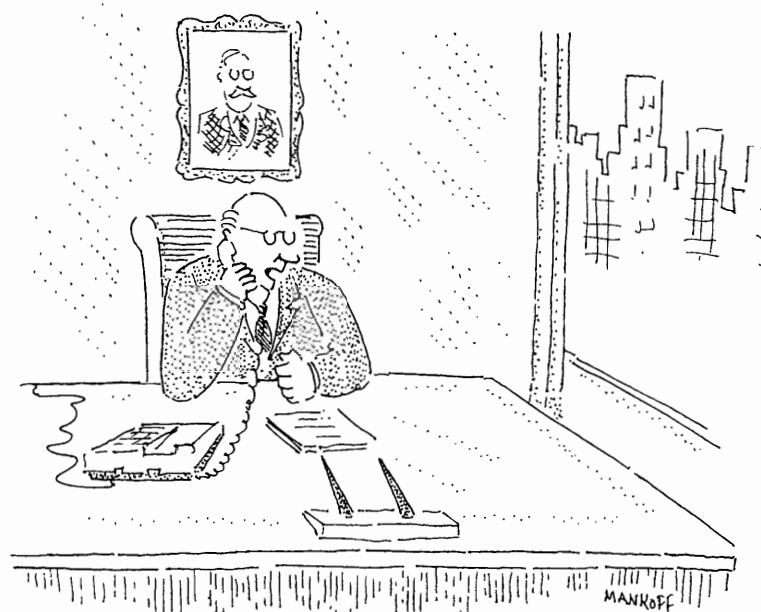
Note Trezora izdaju se sa originalnim dospećem između jedne i deset godina. Generalno, Trezor emituje dvogodišnje i petogodišnje note prema ustaljenom rasporedu, kao na primer krajem svakog meseca. Za razliku od zapisa, koji se izdaju na bazi eskonta, note i obveznice su kuponski instrumenti. To jest, one imaju izjavu odštampanu na sebi koja navodi kamatnu stopu (kao procenat nominalne vrednosti) koju nose. Kuponska stopa od 8 procenata, na primer, znači da će svake godine imalac note ili obveznice dobiti kamatnu isplatu od Trezora, koja iznosi 8 procenata od nominalne vrednosti hartije od vrednosti. Kamata se obično isplaćuje polugodišnje, tako da bi sa \$1.000 nominalne vrednosti note ili obveznice, svaki polugodišnji kupon davao pravo držaocu da od Trezora dobije iznos od \$40.

Trezorske obveznice mogu se izdavati sa bilo kojim rokom dospeća koji je duži od deset godina. Trezor je prestao da izdaje nove 30-godišnje obveznice 2001. godine i, od sredine 2003. godine, više ne izdaje hartije od vrednosti sa ročnošću iznad deset godina.

Iako note i obveznice Trezora otpočinju svoj život kao kuponske hartije od vrednosti, dileri koji trguju državnim hartijama od vrednosti često uzimaju

novooizdate note i obveznice i pretvaraju ih u zero-kuponsku formu tako što „skidaju“ kupone sa tela hartije od vrednosti. Dileri onda na tržištu prodaju kupone i tela hartija od vrednosti odvojeno, kao hartije od vrednosti sa zero kuponom.

Primera radi, novoemitovana nota Trezora na deset godina može biti „skiduta“ u 21 odvojenju hartiju od vrednosti sa zero kuponom. Zašto baš 21? Ovo je zbog toga što postoje dva kupona godišnje (upamtite da je kamata plativa polugodišnje) i da $10 \times 2 = 20$ plus *corpus* ili telo obveznice = 21 (svakako, postoje samo 20 različitih dospeća, jer i corpus i poslednji kupon imaju isto rok dospeće).



„Milijarda je hiljadu miliona? Zašto nisam obavešten o tome?“

Izvor: The New Yorker Collection 1995 Robert Markoff from cartoon.bank.com. All rights reserved

Onih \$3.205 milijardi utrživih državnih hartija od vrednosti SAD široko se drže ne samo u ovoj zemlji već i u svetu. Kao prvo, Federalne rezerve su vlasnik \$630 milijardi kao rezultat tekućih i prošlih **operacija na otvorenom tržištu**. Skoro sva kupovina i prodaja na otvorenom tržištu sprovodi se sa državnim hartijama od vrednosti i to uglavnom sa zapisima. Portfolio Federalnih rezervi sa državnim hartijama od vrednosti daje centralnoj banci najveći deo njenog prihoda i, na kraju krajeva, čak i skromni prinos od 2 procenta na portfolio od \$630 milijardi iznosi \$12,6 milijardi dolara godišnje. Trezor SAD i druge federalne agencije i trust fondovi drže \$2.755 milijardi u državnim hartijama od

vrednosti. Preostali iznos od otprilike \$3.015 milijardi jeste dug države koji je u rukama privatnog sektora - komercijalnih banaka, pojedinaca, osiguravajućih društava, nefinansijskih korporacija, penzionih fondova, uzajamnih fondova novčanih tržišta i stranih investitora.

Od kraja sedamdesetih godina, *stranci* su bili naročito veliki kupci emisija Trezora. Oni su sada vlasnici otprilike \$1.170 milijardi, što je oko 37 procenata nacionalnog utrživog duga (godine 1969. oni su bili vlasnici manje od 5 procenata).

Stranci su akvirirali stotine milijardi američkih dolara zahvaljujući uspešnoj prodaji automobila, televizora, kompjutera i otprilike svega drugoga Amerikanima. Oni su investirali dobar deo ovih dolara u američke akcije i obveznice, a naročito državne obveznice. Novac iz inostranstva privlači politička stabilnosti ove zemlje, finansijska sloboda i relativno visoke realne kamatne stope.

Uvažavajući ova znatna strana ulaganja u hartije od vrednosti Trezora, često se govori, i to veoma osnovano, da su američke deficite iz skorijeg perioda uglavnom finansirali stranci. Da nije bilo inostrane kupovine hartija od vrednosti Trezora, američke kamatne stope bile bi mnogo više nego što su inače bile.

Kako funkcioniše tržište

Glavni deo trgovine sa državnim hartijama od vrednosti odvija se na vanberzanskom dilerskom tržištu. U srcu tržišta nalazi se četrdesetak dilera državnim hartijama od vrednosti. Neki od tih dilera su sektori velikih banaka, kao što su Citibank i Chase, dok su drugi sektori velikih brokerskih firmi, kao što su Merrill Lynch i Goldman Sachs. Većina ima svoje centrale u Njujorku, međutim neki od njih imaju svoje sedišta u Čikagu, San Francisku i Los Angelesu.

Trgovina državnim hartijama od vrednosti u proseku je preko dvadeset puta veća od uobičajene dnevne trgovine na Njujorškoj berzi akcija. Normalno radno vreme trgovine je od 9 do 16 sati, po njujorškom vremenu, ali trgovina se često produžava i posle tog vremena kada je velika tržišna aktivnost. U stvari, državnim hartijama od vrednosti SAD sve više se trguje 24 sata dnevno, praktično non-stop, tako što trgovina prati sunce oko zemljine kugle.

Dileri dolaze do većeg dela svih zaliha obveznica licitiranjem na konkurentnim aukcijama. Sve utržive državne hartije od vrednosti se prvobitno emituju na aukcijama koje organizuje Trezor. Ove aukcije se održavaju redovno, ne samo da bi se putem njih mobilisala nova sredstva za državu, već i da bi se zamenila sredstva hartija od vrednosti koje dospevaju. Zapis Trezora na tri i šest meseci, na primer, daju se na aukciju jedanput nedeljno (ponedeljkom), dok se note stavljaju na aukciju po redovnom programu. Potencijalni kupci na aukcijama su dileri državnim hartijama od vrednosti, velike banke, koje imaju na stotine miliona dolara za investiranje, pa sve do pojedinaca koji mogu da izdvoje samo nekoliko hiljada dolara. Veliki investitori obično čekaju do poslednjeg minuta pre nego što iznesu svoje ponude, pokušavajući da obezbede najbolju cenu, dok pojedinci obično svoje ponude podnose nekoliko dana pre početka aukcije. Ako

biste želeli raspored nekih predstojećih aukcija samo posetite web sajt Biroa javnog duga (trenutno: www.publicdebt.treas.gov).

Najbolji način da shvatite šta se događa na aukciji je da budete tamo, tako da ćemo uraditi drugu najbolju moguću stvar i izvestićemo o detaljima tipične aukcije zapisa Trezora. Ali, prvo, hajde da se podsetimo osnova izračunavanja prinosa po hartijama od vrednosti sa zero kuponima generalno i posebno zapisa Trezora.

Zapisi Trezora: Aukcije i prinosi

Prethodno smo videli u poglavlju 4 da *opšta* formula za prinos do dospeća (r) po zero-kuponskoj obveznici sa n godina do dospeća jeste:

$$Cena = \frac{\text{nominalna vrednost}}{(1+r)^n}$$

Veoma je lako da se odredi formula za izračun godišnjeg prinosa po zapisu Trezora sa *jednogodišnjim* rokom dospeća jer je u ovom slučaju vrednost $n = 1$.

Stoga imamo:

$$Cena = \frac{\text{nominalna vrednost}}{(1+r)}$$

Moguće je takođe rešiti ovu formulu i za eksplicitnu vrednost za r :¹

$$r = \frac{\text{Nominalna vrednost} - \text{Cena}}{\text{Cena}}$$

Kada se ova jednačina pomnoži sa 100, ona generiše r u procentima. Na primer, ako se zapis Trezora nominalne vrednosti \$100 kupi za \$95, formula onda proizvodi prinos od 5,263 procenata. U stvari, ova formula meri stopu po kojoj neka prvobitna suma novca (kupovna cena) raste do finalne sume (nominalna vrednost).

Međutim, ova jednačina mora biti modifikovana kada rast traje manje od godinu dana; jer se svi prinosi uobičajeno smatraju da su na godišnjem nivou. Na primer, ako neki šestomesečni zapis Trezora košta \$95 i poraste na \$100 za samo pola godine, godišnji prinos bi trebalo da bude $5,263 \times 2 = 10,53$ procenata.

Opšta formula za godišnji prinos po zapisima Trezora sa rokom dospeća od tri, šest ili 12 meseci iznosi:

$$r = \frac{\text{Nominalna vrednost} - \text{Cena}}{\text{Cena}} \times t$$

¹ Uzmimo $P = F / (1 + r)$, pomnožite obe strane sa $(1 + r)$, proizvodeći $P(1 + r) = F$. A sad podelite obe strane sa P , dajući $(1 + r) = F / P$. Oduzmite 1 od obe strane, tako da $r = F / P - 1$. Dobijanje zajedničkog imenioca za desnu stranu daje nam $F / P - P / P$, koji daje formulu u tekstu.

Gde t predstavlja *inverzni* deo godine za koji je potrebno da zapis dospe. Ova celokupna jednačina se često naziva *kuponski ekvivalent prinosa* na zapis Trezora, kao što ćemo uskoro videti.

Sa ovakvim saznanjima, pređimo sada na jedan ilustrativni primer aukcije zapisa Trezora. Tabela 8.1 pokazuje rezultate jedne tipične nedeljne aukcije za zapise od tri ili šest meseci. Pre same aukcije, Trezor je najavio da će prodati \$16 milijardi tromesečnih zapisa i podjednaku količinu šestomesečnih zapisa (pogledajte drugi red u tabeli).

Neki potencijalni kupci, koji strahuju da neće moći da dobiju svoje zapise konkurentnom ponudom, podneli su nekonkurentne tendere (treći red), što je garancija da će dobiti zapise po tržišnoj obračunskoj ceni koja bude proizišla iz aukcije. Usled toga što je \$1,5 milijardi nekonkurentnih tendera bilo podneto za tromesečne zapise, Trezor je morao da primeni konkurentnu licitaciju samo za preostalih \$14,5 milijardi i usled toga što je bilo podnetih takvih naloga u vrednosti od \$1,0 milijarde za šestomesečne zapise, Trezor je morao da proda samo preostalih \$15 milijardi putem konkurentne licitacije (četvrti red).

TABELA 8.1 Rezultati tipične aukcije zapisa Trezora

	Tromesečni zapisi	Šestomesečni zapisi
Iznos prijavljen za aukciju	\$35,5 milijardi	\$35,5 milijardi
Iznos koji je raspoređen za prodaju	\$16 milijardi	\$16 milijardi
Nekonkurentni tenderi	\$1,5 milijardi	\$1,0 milijardi
Prodaja putem konkurentnih licitacija	\$14,5 milijardi	\$15 milijardi
Plaćena niska cena (stop out price)*	99,742	99,484
Prinos po osnovu eskonta	1,02%	1,02%
Kuponski ekvivalentni prinos	1,04%	1,04%

* Najviše podnete kupovne cene su bile 99,750 za zapise od 91 dan i 99,494 za zapise od 182 dana. Izvor: United States Treasury.

Konkurentne ponude mogu da se podnose preko brokera ili poštom za poje-dince koji učestvuju u programu *Trezor neposredno*, Trezora SAD, do 13:00 sati, na dan aukcije. U to vreme Trezor zaključuje knjige i počinje sa rangiranjem licitacionih ponuda od najviše cene ka najnižoj. Prvi red u Tabeli 8.1 pokazuje da je \$35,5 milijardi licitacionih ponuda (i konkurentnih i nekonkurentnih) bilo primljeno za tromesečni zapis i \$35,5 milijardi za šestomesečnu emisiju, u jednom i drugom slučaju više nego dvostruko od onoga što je Trezor želeo da proda.

Kao što je prikazano u fusnoti uz Tabelu 8.1, najviša licitaciona ponuda za tromesečni zapis iznosila je \$99,75 za zapis nominalne vrednosti od \$100. (U stvari, \$10.000 je minimalna denominacija za zapise Trezora, tako da \$99,75 u stvari znači \$9.975. Međutim, lakše je računati sa \$100 nego na \$10.000.). Svako ko je dao ponudu na nivou te cene bio je uspešni ponuđač. Trezor je nastavio da prima ponude po sve nižim i nižim cenama dok se nije ukupno sakupilo \$14,5

milijardi za tromesečne zapise i \$15 milijardi za šestomesečne zapise. U tom trenutku - *zaključna cena / stop out price* - aukcija je okončana i oni koji su podneli niže ponude nisu ništa dobili.

Mada je svaki konkurentni ponuđač mogao da podnese drugačiju ponudu, svi uspešni ponuđači plaćaju istu cenu po svojim ponudama (najnižu prihvaćenu cenu) i primaju isti prinos. Na tržištu zapisima Trezora koriste se dve vrste izračunavanja prinosa: (1) **prinos na eskontnoj osnovi** i (2) **prinos ekvivalentan kuponu** (koji se takođe naziva i **prinos ekvivalentan obveznici**).

1. *Prinos na diskontnoj osnovi* izračunava se kao nominalna vrednost umanjena za kupovnu cenu (nazovimo ovo D , za diskont) podeljen nominalnom vrednošću zapisa. Na primer, Tabela 8.1 pokazuje da uspešni ponuđači za nove tromesečne zapise dobijaju \$100 nominalne vrednosti zapisa Trezora za \$99,742. Platili su \$99,742 ali će za tri meseca dobiti natrag \$100. Razlika (D) je \$0,258.

$$\frac{0,258}{100} = 0,258$$

Međutim, svi prinosi se obično podrazumevaju da su na *godišnjoj* osnovi. Tromesečni zapisi su u stvari 13-to nedeljni zapisi; njihov rok dospeća je 91 dan od datuma emisije. Polazeći od pretpostavke, kao grube procene, da godina ima 360 dana, prinos od 0,258 procenata za 91 dan može da se stavi na godišnji nivo tako što ćemo ga pomnožiti sa 360 / 91 ili 3,956. Stoga godišnji prinos na eskontnoj osnovi za tromesečni zapis Trezora za one koji su dali visoku ponudu jeste 0,258 procenata $\times 3,956 = 1,02$ procenta (videti Tabelu 8.1).

Opšta formula za proračunavanje prinosa na diskontnoj osnovi jeste:

$$\frac{D}{\text{Nominalna vrednost}} \times \frac{360}{\text{Broj dana do dospeća}}$$

Prinosi se navode prema diskontnoj osnovi na tržištu novca tokom mnogih generacija. Oni se i dalje koriste jer se običaji i tradicija teško prevazilaze. Međutim, prinos po diskontnoj ceni je loš pokazatelj *stvarnog* prinosa iz dva razloga. Kao prvo, investitor ne plaća punu cenu nominalne vrednosti zapisa kada ga kupuje, tako da 100 ne bi trebalo da bude imenilac u prvom delu jednačine. Drugo, nema 360 dana u godini, tako da 360 ne bi trebalo da bude brojilac u drugom delu jednačine.

2. Prinos ekvivalentan kuponu zapisa Trezora, koji smo ranije napomenuli, ispravlja ove dve greške u prinosu na diskontnoj osnovi. Formula za izračunavanje godišnjeg prinosa ekvivalentnog kuponu jeste:

$$\frac{D}{\text{Kupovna cena}} \times \frac{365}{\text{Broj dana do dospeća}}$$

Na primer, uspešni ponuđači za šestomesečni zapis koji su platili \$99,484 za nominalnu vrednost neke hartije od vrednosti primili su prinos ekvivalentan kuponu od:

$$\frac{0,516}{99,484} \times \frac{365}{182} = 1,04 \text{ procenata (videti Tabelu 8.1)}$$

Kao što nam pokazuje tabela 8.1, prinos ekvivalentan kuponu je uvek veći od prinosa na diskontnoj osnovi, jer je imenilac prvog dela nužno manji (to je kupovna cena umesto nominalne vrednosti) i brojilac u drugom delu jednačine je veći (365 ili 366 a ne 360).

Detalji vezani za aukcije za druge vrste hartija od vrednosti Trezora razlikuju se donekle od aukcija zapisa, ali osnove ostaju i dalje iste. Najviši ponuđači kupuju prvi sve dok se ponuđena količina za aukciju ne iscrpi. Izračuni prinosa za emisije Trezora koje nose kupone slede izračune opisane u poglavlju 4, ali bez diskontne komplikacije oko prinosa.

U ovom trenutku trebalo bi provesti malo vremena baveći se tržištem koje je blisko povezano sa hartijama od vrednosti Trezora - tržištem za ugovore o reotkupu.

Ugovori o reotkupu

S obzirom na to da Trezor stavlja na aukcije milijarde dolara u hartijama od vrednosti dilerima državnim hartijama od vrednosti, ne bi onda trebalo da je uopšte iznenađujuća činjenica da su dileri razvili **ugovore o reotkupu** (skraćeni naziv **repo** ili **RP** ili **RP ugovori**) kao efikasne mehanizme za finansiranje takvih aktivnosti. Ne bi trebalo da bude iznenađujuće da onda kada se ustali, ovaj mehanizam finansiranja počinje da živi nekim svojim sopstvenim životom. Konkretno, tržište ugovorima o reotkupu jeste, zajedno sa tržištem federalnih novčanih sredstava, glavno mesto kreditiranja i zaduživanja preko noći.

U tipičnom ugovoru o reotkupu, diler državnim hartijama od vrednosti, na primer velika komercijalna banka, prodaje državne hartije od vrednosti (možda upravo one kupljene na aukciji) i saglasan je da ih ponovo kupi po višoj ceni sledećeg dana. Cena koju diler pristaje da plati za te hartije od vrednosti sledećeg dana nema baš nikakve veze sa time za koliko će te hartije od vrednosti da se prodaju na tržištu idućeg dana. U stvari, cena se određuje da bi odrazila troškove novčanih sredstava preko noći. To je zato što su ugovori o reotkupu ustvari način pozajmljivanja novca. Konkretno, kada ih vlasnici hartija od vrednosti prodaju, oni uzimaju za uzvrat dolare; kada ih reotkupe idućeg dana po fiksnoj ceni, oni prosto rečeno plaćaju natrag te dolare plus kamatu. Obratite pažnju da se obrnuta strana repo transakcije naziva **obrnuti RP ugovor** i da znači davanje zajmova preko noći.

Repo tržište je blisko povezano sa tržištem davanja i primanja zajmova rezervi u vlasništvu banaka, koje se zove tržište **federalnim sredstvima**. Da bi se zaista razumelo to tržište potrebno je razmatranje rezervi banaka, a to će biti obavljeno u poglavljima 20. i 21. U ovom trenutku, korisno je uvažiti da oba tržišta, tržište RP ugovorima i tržište Federalnim sredstvima imaju određeni broj

zajedničkih karakteristika. Kao prvo, oba tržišta su izvori sredstava preko noći. Drugo, oba tržišta saldiraju plaćanja istog dana kada se transakcija zaključi. Na primer, u slučaju repoa, istoga dana kada diler prodaje hartije od vrednosti sa ugovorom o reotkupu po fiksnoj ceni, transferišu se sredstva na račun dilera od bilo koga ko je odradio obrnuti deo transakcije (obrnuti RP ugovor). Glavna razlika između repo transakcije i transakcije federalnim sredstvima je u tome što je ovo drugo neobezbeđena pozajmica preko noći između finansijskih institucija, dok je prvo u suštini vrsta kolateralizovanog zajma, gde hartije od vrednosti koje podležu reotkupu služe kao kolateral. Stoga, stopa federalnih sredstava preko noći i stopa ugovora o reotkupu imaju tendenciju da se kreću u velikoj meri blizu jedna drugoj. Kada god se jedna stopa pomeri na gore u znatnoj meri u odnosu na drugu, zajmoprimaoci uzimaju pozajmice na jeftinijem tržištu, zajmodavaoci daju zajmove na skupljem tržištu, i na taj način se stope pomeraju zajedno - ali stopa federalnih sredstava je uvek malo viša od repo stopa (otprilike $\frac{1}{4}$ od jednog procenta) da bi odrazila činjenicu da su repoi kolateralizovani.

Iako je repo tržište otpočelo kao mehanizam za finansiranje državnih hartija od vrednosti na prekončnoj osnovi, ova transakcija se razvila u nešto što se primenjuje mnogo šire. Prvo, repo transakcije se sada javljaju sa širokim rasponom mogućih rokova dospeća, počevši od tradicionalnog jednodnevnog do tromesečnog roka dospeća. Drugo, donekle je pogrešno gledati na osnovni kolateral kao ono što repo finansira. U nekom smislu, ugovor o reotkupu koristi se da se mobilišu sredstva za bilo šta što zajmoprimac odabere. Osnovne hartije od vrednosti jednostavno služe kao kolateral kreditoru. Imajući ovo na umu, korisno bi bilo da proširimo naše razmatranje i na druge bankarske hartije od vrednosti koje su posebno vezane za kratkoročne trezorske hartije.

Bankarske hartije od vrednosti: CD i evrodolari

Kada komercijalne banke razmatraju kako da finansiraju svoje aktivnosti, one razmatraju čitav raspon mogućnosti na novčanom tržištu a ne samo federalna sredstva i ugovore o reotkupu. Najznačajniji segment novčanog tržišta jeste onaj za evrodolarske oročene depozite ili kratko evrodolari. Poslednjih godina, evrodolari su postali legitimni izazov zapisima Trezora kao centru novčanog tržišta. Mada je najbolje detalje vezane za aktivnosti banaka na kreditiranju i zaduživanju ostaviti za sveobuhvatnije razmatranje u poglavlju 12, ovde se usredsređujemo na to kakvo je sadejstvo hartija od vrednosti banaka sa drugim hartijama od vrednosti na novčanom tržištu.

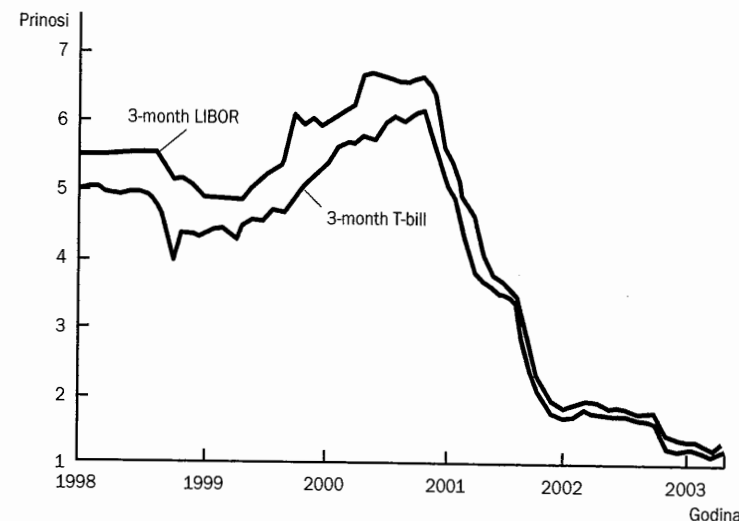
Većina nas je lično upoznata barem sa nekim oblikom kratkoročne bankarske pasive - možda sa popularnim štednim računom koji smo otvorili još u osnovnoj školi. Banke mobilišu sredstva izdavanjem sertifikata o depozitu, poznati kao CD, koji su u osnovi štedni depoziti sa konkretnim rokom dospeća;

zbog toga se formalno nazivaju oročeni certifikati o depozitu. Veliki CD, nazvani **džambo CD** ako su veći od \$100.000 po vrednosti, su negocijabilni instrumenti (to jest, oni mogu da se prenose na treća lica) i sa njima se trguje preko mreže dilera isto kao i sa zapisima Trezora.

Negocijabilni certifikati o depozitu bili su značajan deo kratkoročnog novčanog tržišta još od ranih 1960-tih godina. Međutim, njih su zasenili njihovi ofšor ekvivalenti poznati kao evrodolarski oročeni depoziti. **Evrodolari** su oročeni depoziti denominirani na dolare koji se drže u inostranstvu, u inostranim bankama ili u inostranim ekspoziturama američkih banaka. Ove ofšor depozite mogu da koriste američke banke da bi mobilisale sredstva na isti način na koji se koriste domaći CD. Ali tržište evrodolarskim oročenim depozitima je naglo poraslo poslednjih godina kako je trgovina između banaka na londonskom tržištu novca počela da živi svojim samostalnim životom. Konkretno, postoji aktivno *međubankarsko* tržište evrodolara koje radi 24 sata i širom sveta. Evrodolari se kupuju i prodaju dok banke jedna drugoj daju i uzimaju pozajmice kao odgovor na kratkoročne prilive i odlive sredstava.

Jedan broj velikih banaka u Londonu nastupaju kao dileri evrodolarima, kotiraju stope po kojima su spremne da odobravaju i uzimaju zajmove. Stopa, po kojoj su spremne da daju kredit, naziva se londonska međubankarska ponud-bena, poznatija pod nazivom **LIBOR**, a stopa po kojoj će uzimati pozajmice jeste londonska međubankarska pasivna stopa (poznata kao LIBID, iako niko skoro nikada ne spominje LIBID). Tako LIBOR preko noći predstavlja cenu sredstava preko noći za banke kao kod federalnih sredstava ili ugovora o reotkupu preko noći. Tromesečni LIBOR predstavlja troškove tromesečnih novčanih sredstava za banke - što je alternativa prodaji tromesečnih zapisa Trezora radi mobilisanja novca. Usled toga što banke pokušavaju da mobilišu novac na najjeftiniji način, ako bi jedna od ovih stopa bila znatno drugačija od drugih, zajmoprimaoci bi odjurili do najjeftinijeg izvora a kreditori bi se okupili oko najskupljeg. Zajmoprimci bi gurali na gore stopu gde su bile jeftine a kreditori bi izazvali njihov pad tamo gde su bile visoke. Stoga i nije iznenađujuće što slika 8.1 prikazuje kako se stope na tromesečnom LIBOR-u i tromesečnim zapisima Trezora kreću veoma blizu jedna drugoj.

Evrodolarsko tržište postalo je toliko aktivno poslednjih godina da je LIBOR sada postao referentna stopa u mnogim finansijskim ugovorima. Kao što ćemo videti u narednom poglavlju, derivatni ugovori poznati kao svopovi često koriste LIBOR kao referentnu stopu.



SLIKA 8.1 Prinosi po tromesečnom zapisu Trezora i LIBOR-u kreću se veoma blizu jedan drugome.

Korporacijske hartije od vrednosti

Korporacije se zadužuju po svim rokovima dospeća, kao što čini i vlada SAD. Lavovski deo pažnje je usmeren na dugoročniji deo gde se trguje korporacijskim obveznicama, možda zbog toga što se tu nalazi i tržište džank obveznicama. Nakon razmatranja korporacijskih obveznica - uključujući tu i džank varijantu - preći ćemo na sagledavanje kraćeg kraja spektra dospeća, poznatog kao komercijalni papir.

Korporacijske obveznice

Oko \$2,7 triliona korporacijskih obveznica koje su emitovale domaće američke poslovne firme bilo je u opticaju krajem 2002. godine. Korporacijske obveznice visokog kvaliteta privlače kupce jer one imaju veći prinos od državnih ili municipalnih obveznica i smatraju se sigurnijim od akcija. Obveznice imaju pravo prečeg potraživanja ispred akcija prema prihodu korporacije, a držaoci obveznica takođe imaju prioritarno pravo potraživanja pre akcionara u odnosu na aktivu kompanije u stečaju. Glavni nedostatak obveznica jeste u tome što su one

poprilično dugoročne i zato izložene riziku kamatne stope - ako se kamatne stope povećaju, cene obveznica naglo padaju.

Nisu sve korporacijske obveznice iste. Razlike među njima obuhvataju **kla-uzule o pozivu i konverzione odlike**. Mnoge korporacijske obveznice su **opozive** nakon nekog određenog datuma; tj. njihov emitent (zajmoprimalac) ima pravo da otplati deo ili ceo iznos obveznice pre roka dospeća. Klauzule o opozivu sprovodi zajmoprimalac kada je to u njegovom interesu da tako nešto učini - na primer, kada je nivo kamatne stope pao, tako da zajmoprimalac može ponovo da se zaduži jeftinije. Kao delimičnu kompenzaciju kreditoru, zajmoprimalac mora da plati višu kamatnu stopu po opozivoj obveznici u poređenju sa nekom koja nije opoziva.

Neke korporacijske obveznice su **konvertibilne**; tj. nude njihovim držaocima pravo da svoje obveznice zamene u obične akcije kompanije po unapred utvrđenoj ceni. Ova odlika, koja je primamljiva za mnoge kreditore, omogućava korporaciji da proda takve obveznice po nižoj kamatnoj stopi od one koju bi inače morala da plati.

Korporacijske obveznice se međusobno razlikuju i po *kvalitetu*. Kod nekih zajmoprimalaca je veća a kod nekih manja verovatnoća da će plaćati programiranu kamatu na vreme i da će otplatiti glavnicu (nominalnu vrednost) kada obveznica dospe za naplatu (tj. na datum dospeća). Uopšte se ne dovodi u pitanje sposobnost američke države da servisira svoje dugove, ali se isto to ne može reći i za korporacijske zajmoprimalce. Kao što smo videli u poglavlju 5 Standard & Poor's i Moody' rangiraju obveznice prema njihovoj sposobnosti da se otplati kamata i glavnica.

Obveznice iz prve četiri kategorije rejtinga (Aaa, Aa, A i Baa, prema Moody's, na primer) često se nazivaju **investiciona klasa**. Obveznice sa rejtingom ispod Baa nazivaju se ili **obveznice visokog prinosa** ili **džank obveznice**. Pred kraj 1970-tih godina, skoro sve džank obveznice bile su obaveze korporacija koje su zadesila teška vremena u poslovanju i koje su zato kao posledicu imale problem da ispune svoja kamatna plaćanja. Ove obveznice, često nazivane *palim anđelima*, počinjale su kao Baa, ili čak i bolje, a onda su rangirane naniže kada su firme koje su ih emitovale počele da se suočavaju sa finansijskim teškoćama. Međutim, počevši od 1977. godine, kompanije su počele sa emitovanjem originalnih džank obveznica - tj. obveznica koje su od samog početka bile ispod nivoa Baa - naročito u vezi sa korporacijskim preuzimanjima i merdžerima. Investitori kupuju takve obveznice zbog njihovog visokog prinosa, za koji se pretpostavlja da kompenzuje njihov dodatni rizik.

Investicioni bankar Majkl Milken i firma za koju je on radio, Drexel Burnham Lambert, bili su pioniri u emitovanju ovakvih hartija od vrednosti. Tržište džank obveznicama dobro se držalo jednu deceniju ali kada je došlo do usporavanja privredne aktivnosti i kada mnogi koji su emitovali obveznice nisu mogli da ispune svoje obaveze otplate visokih kamata, ovim hartijama od vrednosti cene su naglo pale, primoravajući firmu Drexel Burnham Lambert da bankrotira 1990. godine. Otprilike u to vreme Milken je priznao krivicu na Federalnom

sudu za šest krivičnih dela prevare i konspiracije u vezi sa hartijama od vrednosti i pristao je da plati \$600 miliona kao kaznu i odštetu.

U odnosu na korporacijske obveznice uopšte, društva životnog osiguranja i penzioni fondovi drže najveći deo obveznica u opticaju. Takve institucije imaju minimalnu potrebu za likvidnošću jer veliki deo njihovih rashoda može biti isplaniran i raspoređen mnogo godina unapred na osnovu procene prosečnog životnog doba ili statistike o stopi smrtnosti. Zbog toga se njima isplati da kupuju dugoročne obveznice i ne moraju toliko da se brinu za kamatne stope, jer neće biti prinuđeni da ih prodaju pre roka dospeća da bi morali da izmire neku iznenadno iskrsnu potrebu za novcem. Stranci su postali veliki kupci američkih korporacijskih obveznica, isto kao što su postali veliki kupci američkih državnih hartija od vrednosti.

Dok se obveznice nekih velikih korporacija nalaze na listingu i sa njima se trguje na Njujorškoj berze akcija, najveći deo trgovine sa korporacijskim obveznicama obavlja se na vanberzanskom tržištu, preko diler - market mejkera. Telefon je i dalje dominantni mehanizam za otkrivanje najboljih ponuda i cena brojnih dilerskih firmi koje trguju obveznicama. Na primer, menadžer portfolija iz društva za životno osiguranje može se obratiti telefonom određenom broju diler obveznicama da bi utvrdio najbolju ponudu za obveznicu koju dotična kompanija želi da proda. Postoji toliko veliki broj pojedinačnih korporacijskih dužničkih emisija da se trgovina nekom pojedinačnom obveznicom nekad događa danima ili nedeljama odvojeno. Zaista nije isplativo ulagati u visoko automatizovane trgovinske uređaje kada obim transakcija ne opravdava toliko veliki trošak.

S druge strane, većina diler ipak održava velike kompjuterske informacione sisteme da bi vodili evidencije o preferencijama i o holdinzima krajnjih investitora (osiguravajuća društva, penzioni fondovi i druge institucije). Ovo pomaže dilerima da nađu kupce i prodavce kada za to nastane potreba. Ono što je još značajnije, ovo pomaže dilerima da plasiraju korporacijske obveznice koje kupuju u svojstvu underwritera. Skoro sve korporacijske obveznice se prodaju preko sindikata diler hartijama od vrednosti. Pogledati više na ovu temu u poglavlju 14.

HOD PO ŽICI

Džank obveznice su dobre

Džank obveznice imaju loš naziv. U pristojnim krugovima njih nazivaju: visoko prinorne hartije od vrednosti. Upravo iz tog razloga ih ljudi i kupuju, jer će se isplatiti veća kamata kao kompenzacija za njihov slabiji kreditni rejting.

U stvari, džank obveznice su bile veoma privlačna komponenta svakog investicionog port-

folija tokom proteklih godina. Od 1977. godine, portfoliji sa široko diversifikovanim džank obveznicama okončavali su godinu sa gubitkom dovoljnim za manje od pola tuceta godina, a bilo je čak i perioda kada je bilo višegodišnjih gubitaka. Džank obveznice su imale tendenciju da budu prilično dobre investicije na početku

privrednog oporavka jer se premije za rizike smanjuju i cene džank obveznica rastu, kao rezultat toga.

Ono što je još značajnije jeste da će investitor, koji kombinuje visoko-prinosne obveznice sa akcijama i drugim hartijama od vrednosti, posedovati portfolio koji ima veće očekivane prihode

za bilo koji nivo rizika nego isti takav portfolio bez džank obveznica. Ovo je konkretan (iako pomalo iznenađujući) primer koristi koja se dobija od diversifikacije koju smo razmatrali u poglavlju 7. Očigledno je, kada smo raščistili sve nejasnoće, džank obveznice su nešto što bi zaista trebalo uzeti u razmatranje kao deo ukupnog portfolia.



FINANSIJSKE NOVOSTI

Kotacije korporacijskih obveznica

(1) Obveznice	(2) Tek. Prinos	(3) Obim	(4) Zaključno	(5) Neto promena
AES Cp 4 ¹ / ₂ 05	cv	28	87,75	1,13
AMR 9s16	18,0	20	50,13	-0,13
AT&T 7 ¹ / ₂ 06	6,8	362	111,13	1,13
ATT 7 ³ / ₄ 07	6,9	25	111,75	-
AforP 5s30	7,5	26	67	1,13
AmFnGp 7 ¹ / ₈ 09	7,1	145	101	-2,25
BakAm 8 ¹ / ₂ 07	7,1	50	118,88	1,5
BauschL 7 ¹ / ₈ 28	7,3	51	97,38	-0,88

Kolona (1) pokazuje naziv kompanije koja je emitovala obveznice i konkretnu obveznicu o kojoj se radi, identifikovanu kuponskom stopom i datumom dospeća. Na primer, prva obveznica u koloni koju je emitovala AES korporacija, električna energija, nosi kupon od 4,5 procenta sa rokom dospeća 2005. godine (rečima: to je „AES-ova četiri i po od nula pet“). Sledeću je emitovala AMR korporacija, vlasnik American Airlines; nosi kupon od 9 procenata i dospeva 2016. godine (AMR-ova devet od šesnaest). Poslednja je Bausch i Lomb obveznica sa kuponom od 7¹/₈ procenata koja dospeva 2028. godine („sedam i osmina od dvadeset i osam“).

Kolona (2) je tekući prinos obveznice - kuponsko plaćanje kamate podeljeno sa jučerašnjom cenom na zatvaranju (videti kolonu 4). Gde se

pojavi cv, obveznica je konvertibilna u određeni broj običnih akcija kompanije. Mada je tekući prinos lako izračunati za konvertibilne kao i za obične obveznice, obično se izostavlja kod konvertibilnih jer je tržišna vrednost konvertibilne obveznice često više povezana sa cenom akcija za koju je zamenljiva.

Kolona (3) (obim trgovine) pokazuje broj od \$1.000 obveznica, koje su juče promenile vlasnike na Njujorškoj berzi akcija. Trgovalo se sa dvadeset i osam AES obveznica, 20 AMR obveznica i tako dalje.

Kolona (4) pokazuje cenu na zatvaranju (poslednju) po kojoj je trgovano juče sa svakom od obveznica. Korporacijske obveznice obično imaju nominalnu vrednost od \$1.000 i njihova cena se konvencionalno izražava kao procenat

od nominalne vrednosti. AES-ovih četiri i pola su juče zaključeni na 87,75 ili \$877,50 po obveznici dok su AMR-ove devetke zaključene na 50,13 ili \$501,30 po obveznici.

Kolona (5) je izmena zaključne cene sa zatvaranja od prethodnog dana. Na primer, AES-ove

četiri i pola su zaključene na 87,75 (\$877,50), sa povećanjem od 1,13 (\$11,30) u odnosu na zaključnu cenu od prethodnog dana od 86,62 (\$866,20).

Izvor: Wall Street Journal, Friday, May 30, 2003, p C5

Komercijalni papir

Komercijalni papir je za korporativne obveznice ono što su zapisi Trezora za obveznice Trezora. To jest, država može da se zaduži kratkoročno (zapisi) ili dugoročno (obveznice) a korporacije mogu slično da se zaduže kratkoročno (komercijalni papir) ili dugoročno (obveznice). Komercijalni papir je forma neobezbednog zaduženja korporacija koji obično ima originalnu ročnost između pet i 270 dana, s tim što je 30 dana najuobičajenije.

Po konvenciji, emitenti komercijalnih papira dele se u dve kategorije: finansijske kompanije (kao što su finansijske kompanije i bankarske holding kompanije) i nefinansijske kompanije. Prva grupa - finansijske kompanije - emituju tri-četvrtine dolarskog obima u opticaju. Mnoge finansijske kompanije povezane su sa poznatim proizvođačkim firmama, kao što je General Motors Acceptance Corporation (GMAC), finansijska ruka General Motors-a.

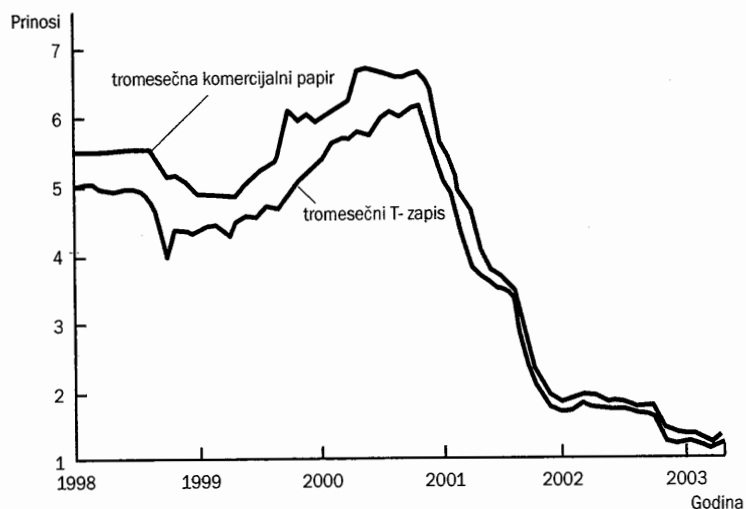
Najveći deo komercijalnih papira kupuju institucionalni investitori, naročito uzajamni fondovi novčanog tržišta, ali i nefinansijske firme i države i lokalne uprave takođe kupuju značajne iznose. Pošto institucionalni investitori dominiraju tržištem, najpopularnija denominacija je \$1 million. Istorijski posmatrano, prinosi po komercijalnim papirima su nešto iznad prinosa po zapisima Trezora uporedive ročnosti, jer postoji veći rizik neizvršenja obaveze kod komercijalnog papira nego kod zapisa Trezora, čak i kod komercijalnog papira najvišeg kvaliteta. Kao što vidimo u slici 8.2, kriva stopa komercijalnih papira kreće se blizu krive stopa tromesečnog zapisa Trezora.

Na primarnom tržištu, nove emisije komercijalnog papira često direktno prodaju emitenti kupcima bez posrednika (ovo se naziva **direktno plasirani papir**) ili se prodaju preko dilera komercijalnih papira (**dilerski plasirani papir**). Većina finansijskih kompanija, na primer, emituje svoje papire direktno investitorima, ali mnoge druge korporacije idu preko dilera komercijalnih papira koji upisuju emisije.

Za razliku od zapisa Trezora, komercijalni papir nema neko sekundarno tržište. Investitori koji žele da prodaju svoj papir pre dospeća uglavnom se okreću emitentima, koji obično otkupljuju sopstvene obaveze pre dospeća u znak dobre volje. Korporacije koje koriste dilere za prodaju svojih papira ne treba da brinu zbog ove smetnje, jer dileri često prave ograničeno sekundarno tržište, pristajući da otkupe natrag papire isključivo od svojih klijenata.

Municipalne hartije od vrednosti

Državne i lokalne obveznice, obično nazvane **municipali**, nose najniže prinose od svih hartija od vrednosti slične ročnosti i rizika, što znamo još iz poglavlja 5. Ovaj niski prinos odražava činjenicu da je njihova kamata zakonski izuzeta iz federalnog poreza. (Kamata po municipalnim obveznicama je takođe obično izuzeta od državnih i lokalnih poreza na prihod u državi gde su emitovane.) Izuzeće kamate po municipalnim hartijama od vrednosti od federalnog poreza ustanovio je Vrhovni sud SAD u sudskom slučaju iz 1895. godine, *Pollock protiv Farmerske kreditne i trust kompanije* i bilo je potvrđeno 1913. godine, u prvom federalnom zakonu o porezu na dohodak. U sudskom procesu *Južna Karolina protiv Bakera* (1988.), Vrhovni sud SAD je preinačio odluku *Pollock* i presudio da Kongres zaista ima ovlašćenje da oporezuje kamate po municipalnim obveznicama u slučaju da to želi da čini. Ali za sada, Kongres je odlučio da ne koristi ovaj izvor prihoda.



SLIKA 8.2 Prinosi po tromesečnim zapisima Trezora i komercijalnom papiru

Pošto investitori mogu kupiti zapise Trezora ili komercijalni papir, ove dve stope su kompetitivne i kreću se bliskio jedna pored druge.

Izvor: Federal Reserve

Municipali se obično koriste u formi „serijske” ročnosti, za razliku od pojedinačnog dospeća državnih ili korporacijskih obveznica. Serijsko dospeće znači da deo ukupne emisije dospeva svake godine sve dok čitava emisija na kraju ne

istekne. Svaki deo nosi sa sobom svoju kamatnu stopu i odvojen je od ostatka emisije. Stoga, kada država emituje desetogodišnju serijsku obveznicu, ona ustvari emituje serije jednogodišnjih, dvogodišnjih i tako dalje, sve do desetogodišnjih dospeća.

Denominacije pojedinačnih obveznica su najčešće od \$5.000, u poređenju sa denominacijama od \$1.000 za korporacijske obveznice. Municipalne obveznice se prvobitno prodaju preko sindikata pokrovitelja, kao i u slučaju korporacijskih obveznica. Sindikati pokrovitelja kupuju nove emisije u velikim blokovima od državnih agencija koje uzimaju pozajmicu i prodaju te hartije od vrednosti krajnjim investitorima po malo većim cenama, praveći sebi profit na razlici, takozvanom upisnom spredu.

Važno je praviti razliku između dve vrste municipalnih obveznica: **opštih obligacionih obveznica**, u koje spada većina municipalnih obveznica i **dohodovnih obveznica**. Opšte obligacione municipalne obveznice se emituju iz mnogobrojnih razloga, kao što je uzimanje kredita da bi se gradile škole ili pružale socijalne usluge. One su podržane opštim poreskim ovlašćenjem država SAD ili lokalnih vlasti. Dohodovne obveznice se izdaju radi finansiranja konkretnih projekata - na primer autoput sa putarinom - a kamata i glavnica se plaćaju isključivo iz primanja koju odnosni projekat ostvaruje.

Kao što se može očekivati, opšte obligacione obveznice se smatraju sigurnijim od ove dve obveznice. Dohodovne obveznice su rizičnije jer određeni projekat za koje su vezane može finansijski da oslabi. Primer ovakvog slučaja je kašnjenje ili neispunjavanje obaveza države Vašington iz 1983. godine na \$2,25 milijardi vezano za municipalne obveznice Washington Public Power Supply System (WPPSS -Vašingtonskog sistema javnog snabdevanja strujom), koje je bilo najveći promašaj sa municipalnim obveznicama u istoriji SAD. WPPSS (često i nazivanom „Jo” iz veoma očiglednih razloga) obveznice su prvobitno bile prodane da bi se finansiralo nekoliko nuklearnih elektrana u državi Vašington, a plaćanje kamate i glavnice zavisilo je od finansijskog uspeha tih konkretnih projekata. Dva od navedenih postrojenja su godinama imali mnoge probleme; njihove finansijske teškoće su se na kraju okončale neispunjavanjem obaveza. Dohodovne obveznice obično imaju višu kamatnu stopu od opštih obligacionih obveznica radi nadoknade za povišeni rizik ali, kako nam vest data u prilogu ukazuje, ovaj odnos može ponekad biti i obrnut.

Sekundarno trgovanje municipalima sprovodi se u celosti na dilerskom vanberzanskom tržištu. Ima toliko veliki broj emisija malih i skoro nepoznatih opština tako da sekundarno tržište nije naročito aktivno. Iako hartije od vrednosti nekih velikih država i gradova imaju nadprosečnu likvidnost (za municipalnu obveznicu), mnogim municipalnim obveznicama se ne trguje tako često ili se uopšte ne trguje. Kao rezultat, ponudbeni - tražbeni spreadovi po municipalnim obveznicama su mnogo veći nego što su kod državnih ili korporacijskih obveznica. Da bi minimizirali ovaj problem, kada institucionalni investitori žele da prodaju neke od svojih municipalnih obveznica, često unajme usluge specijalizovanih brokera municipalnim obveznicama. Možda je najpoznatiji broker J. J.

Kenny i kompanija. Broker širi informacije o obveznicama - o kuponu, roku dospeća i emitentu - potencijalnim investitorima, drugim institucijama. Ponude za obveznice povratno se prenose natrag prodavcu koji onda može da odluči da li da ih proda ili ne.

Većina cena i prinosa za municipalne obveznice se ne objavljuje u dnevnim listovima, ali trgovinski listovi sadrže takve informacije. Dnevni list *Daily Bond Buyer* objavljuje podatke o novim emisijama a *Blue List of Current Municipal Offerings* specijalizovan je list za aktivnosti na sekundarnom tržištu.

Dve najpopularnije kratkoročne hartije od vrednosti, čiji su emitenti država i lokalne vlasti, su **note sa plaćanjem poreza unapred (tax-anticipation notes ili TAN)** i **note sa plaćanjem unapred (bond-anticipation notes ili BAN)**. Poreska primanja pritiču povremeno a ne redovno, tako da se TAN koriste za uzimanje pozajmica u intervalima između datuma poreskih uplata. Te note imaju dospeća od samo nekoliko dana pa sve do nekoliko meseci i isplaćuju se kada pristignu poreske uplate. BAN, na sličan način, omogućavaju premošćavanje kod finansiranja velikih projekata, kao što su kanalizacioni sistemi ili putevi i isplaćuju se onda kada se plasiraju na tržište dugoročne obveznice.

Fondovi na novčanom tržištu, koji su specijalizovani za kupovinu kratkoročnih hartija sa **poreskim izuzećem**, razvili su se veoma brzo poslednjih godina. Njihova popularnost proizilazi iz činjenice da omogućavaju ljudima, srednjeg imovinskog stanja, da diversifikuju svoj portfolio sa takvim hartijama od vrednosti. Mnogi od njih zahtevaju minimalnu investiciju od samo \$1.000, dok je najmanja denominacija po kojoj se mogu neposredno kupiti municipalne obveznice \$5.000 po svakoj pojedinačnoj hartiji od vrednosti.

Novosti

Obveznice generalne obaveze mogu imati viši prinos od prihodovnih obveznica

Okrug Orindž dobija poruku

Šta biste učinili kada bi vam neko dugovao mnogo novca a da pritom ne pokazuje nikakvu nameru da vam ga vrati? Da li biste davali još novca u zajam?

Upravo su to prošle nedelje učinili investitori u municipalne obveznice pozajmivši \$295 miliona bankrotiranoj Okrug Orindž, u Kaliforniji, koji pokazuje namere da prevari svoje prethodne kreditore.

Okrug Orindž, kao što se nesumnjivo sećate, ostao je švorc špekulišući sa kamatnim stopama i nalazi se na sudu zbog bankrota pokušavajući da se izmigojli iz svojih obaveza.

Posmatrano izolovano, kupci su izgleda prošle nedelje zaključili prilično dobar posao. Najnoviju emisiju obveznica Okruga Orindž osigurao je MBIA, najveći nacionalni osiguravatelj municipalnih obveznica, rezervisani su i neki tokovi dohotka koji bi inače mogli biti upotrebljeni za isplatu kreditora kojeg okrug želi da izbegne da isplati. Okrug je platio premiju od otprilike jedne četvrtine procentnog poena iznad normalnih stopa.

Ali, kreditiranje je, takođe, poslalo određenu poruku Okrugu, da će im novac biti dostupan u budućnosti nezavisno od toga šta će učiniti povodom svojih dugovanja iz prošlosti. Očekuje se da će sledeće nedelje glasači Okruga odbiti

predlog da se podignu stope poreza na promet za pola procenta. A bez ovog, prefi neizvršenje.

Ta poruka ne bi trebalo da iznenadi bilo koga. Budite uvereni, industrija obveznica govori odlučno, preteći da neće više pozajmljivati novac Okrugu Orindž, i možda ga neće nikome pozajmljivati u Kaliforniji, ako ta država i okrug ne ispunjavaju svoje obaveze. Ali istorija ovog tržišta beleži potpunu nesposobnost da se deluje čvrsto kada je suočeno sa najnemoralnijim ponašanjem. Ne smemo zaboraviti slučaj sa Vašingtonskim javnim sistemom za snabdevanje strujom, grupom lokalnih komunalnih službi, koje su mogle ponovo da uzimaju pozajmice i to odmah nakon što su okrenule leđa svojim obavezama, a izdejstvovano je da Vrhovni sud SAD-a odobri ovu repudijaciju.

Međutim, zadivljujuće je posmatrati kako MBIA, kompanija koja može najviše da izgubi od rasprostranjene repudijacije obaveza municipalnih vlasti, priskače da garantuje obveznice lošeg dužnika koji je sigurno dovoljno bogat da plati svoja dugovanja, ali čije izabrane vođe ne vide razloga zašto bi on to učinio.

Joe Mysak, urednik lista *Grant's Municipal Bond Observer*, misli da bi ovo moglo dovesti do istorijskog obrta u kome dohodovne obveznice, one koje imaju iza sebe podršku projekta kao što je izgradnja mosta sa naplatom mostarine, imaju manji prinos od uporedivo rangiranih opštih obligacionih obveznica. Na kraju krajeva, ove potonje obveznice ipak imaju nešto što ljutiti poverioci mogu da zaplene.

Izvor: New York Times, June 18, 1995. Copyright 1995 by the New York Times. Reprinted by permission.

Hipotekarne hartije od vrednosti

Hipoteke su najkomplikovaniji od svih dužničkih instrumenata: ne zbog toga što su nekretnine kolateral i ne zbog toga što su pojedinci, a ne državne vlasti ili korporacije, glavni zajmoprincipi. Iako ova svojstva čine hipoteke drugačijim od ostalih, kao što smo prethodno videli u poglavlju 3, većinu hipoteka osigurava neka vrsta državnih agencija, kao što su **Državna nacionalna hipotekarna asocijacija** (Government National Mortgage Association - **Ginnie Mae**) ili **Federalna stambeno kreditna hipotekarna korporacija** (Federal Home Loan Mortgage Corporation - **Freddie Mac**). Stoga potencijalna finansijska neizvršenja zajmoprincipa ne spadaju u ključne brige investitora.

Najveći problem investitorima predstavlja to što hipoteke mogu da se otplate prema opciji zajmoprincipa pre ugovorenog roka dospeća. Stoga investitori nikada ne mogu biti sigurni u rok dospeća svoje investicije. Ova karakteristika, poznata kao **rizik prevremenog plaćanja**, čini hipoteke uistinu neprivačnim posmatrano iz ugla institucionalnih investitora, kao što su penzioni fondovi kojima su potrebni fiksni dugoročni novčani tokovi da bi mogli da uparaju profil svojih finansijskih obaveza.

Uvedeno je bezbroj inovacija u osnovne hipotekarne instrumente da bi ove hartije od vrednosti postale privlačnije za investitore. Osnovna hipoteka, kao što je ona opisana u poglavlju 3, tipičan je 15 godišnji ili 30 godišnji amortizacioni kredit, to jest, zajmoprincipac po osnovu hipoteke otplaćuje kamatu i vraća glavnicu tokom 15 godišnjeg odnosno 30 godišnjeg perioda. Prema tome, za

razliku od onoga što važi za mnoge konvencionalne obveznice, kredit se postepeno, vremenom isplaćuje prema unapred utvrđenom rasporedu. Svakako, i da malo više zakomplicujemo stvari, postoje takozvane *balonske isplate hipoteka* koje podsećaju na konvencionalne obveznice u tome što one ne amortizuju glavnicu već zahtevaju plaćanje ukupne sume na kraju. U oba slučaja, međutim, problem za investitore je u tome što zajmoprimalac ima opciju da otplati (unapred plati) čitav kredit ranije nego što je rasporedom utvrđeno.

Da bi se smanjila nesigurnost vezana za prevremenu otplatu i da bi se povećala privlačnost hipoteka kod potencijalnih investitora, dileri hartijama od vrednosti su izumeli **kolateralizovane hipotekarne obligacije (CMO)**. U ovom slučaju nekoliko hipoteka se stavlja „u trst”. Kamatu i glavnicu onda podeli poverenik (najčešće je to banka) u četiri (ili više) segmenata prema unapred utvrđenoj formuli. Formula dodeljuje prevremena plaćanja prvom segmentu sve dok se on ne otplati, onda drugom segmentu dok se on ne otplati, i tako dalje. Investitori potom biraju da li će da prime svoje uplate iz prvog, drugog, trećeg, ili tako dalje, segmenta. Ovi segmenti, usput da napomenemo, se nazivaju *tranchama* (*tranche* znači kriška na francuskom). Na ovaj način novčani tokovi postaju predvidljiviji za svakog investitora (ali ne i savršeno predvidljivi).

Trgovanje sa CMO odvija se na vanberzanskom tržištu između dilera kao i u slučaju sa korporacijskim obveznicama. Međutim, pošto se ovde radi o komplikovanim hartijama od vrednosti, najbolje je da ih ostavimo na trenutak i da se okrenemo nečemu o čemu možda ne znamo više, ali što je sigurno mnogo zabavnije - tržište akcija.

Tržište akcijama

Poznato je da su ljudi uspevali da zarade novac na tržištu akcija ali i da ga izgube. Životna činjenica je da se ukupni broj akcija, koje postoje, menja veoma sporo. Ono što se menja iz godine u godinu nije toliko broj akcija već cena svake od njih.

Zašto cene akcija rastu ili padaju? Ne toliko konkretne akcije, kao što su IBM ili Xerox, već zašto celo tržište, manje više, ima uspone ili padove? Koliko je značajna monetarna politika u podizanju cena akcija ili njihovom obaranju? Za nekoliko trenutaka ćemo se upustiti u pitanja cena akcija, ali hajde prvo da se usredsredimo na samo tržište.

Struktura akcijskog tržišta

Prema podacima Njujorške berze akcije, trenutno postoji oko 80 miliona pojedinačnih vlasnika akcija u Sjedinjenim Američkim Državama. Međutim, u poslednjoj deceniji, institucionalni investitori - naročito penzionirani fondovi, uzajamni

fondovi i osiguravajuća društva - potisnuli su pojedinačne vlasnike u stranu i počeli da dominiraju tržištem akcija.

Tržište akcija odnosi se uglavnom na sekundarno tržište običnih akcija. Primarno tržište - tj. originalna prvobitna distribucija novih emisija akcija - funkcioniše preko investicionih banaka, kao što smo videli u poglavlju 6. Najvećim delom kasnija trgovina hartijama od vrednosti predstavlja ono što se zove tržište akcija.

Njujorška berza akcija (NYSE) - Big Board - je najvidljiviji deo tržišta akcija, delom zbog toga što se na tom mestu trguje akcijama najvećih i najpoznatijih korporacija. Visoka vidljivost proizilazi iz toga što je zaista i moguće u stvarnosti videti mesto trgovanja. Trgovina akcijama otprilike 2.800 korporacija odigrava se na parketu Berze, na adresi Wall Street, broj 11. Poslovanje obavljaju članovi berze i transakcije se beleže na elektronskoj traci na samom parketu, kao i u brokerskim kancelarijama širom zemlje. Ovo je pravo tržište - isto kao i na seoskom vašaru, sem što je ono daleko užurbanije od vašara.

Sa pojedinačnim akcijama se trguje na konkretnim lokacijama, nazvanim *mesta*, na parketu veličine jednog i po fudbalskog terena. Trgovci koji primaju naloge iz brokerskih kancelarija širom zemlje preko telefona jure užurbano da podnesu naloge određenim specijalistima. Posao specijalista je održavanje uredne trgovine hartijama od vrednosti za koje su nadležni.

Specijalisti mogu jednostavno da uparuju javno ponuđene naloge za kupovinu i prodaju podnete sa istom cenom. Trgovci na parketu stoje pored mesta i takmiče se za naloge koji nisu upareni u knjigama naloga. Kada se ni jedno od pomenutog ne dogodi, specijalisti nastupe i kupuju za svoj račun (po ponuđenoj ceni) ili prodaju iz sopstvenih zaliha (po traženoj ceni) da bi sprečili preterane oscilacije u transakcionim cenama.

Manje kompanije nisu na listingu za trgovinu na Njujorškoj berzi akcija. Akcijama nekih od njih trguje se na Američkoj berzi akcija, koja je takođe locirana u Njujorku, ali akcijama sve većeg broja kompanija, pa čak i akcijama nekih većih kompanija poput Majkrosofta, trguje se na vanberzanskom tržištu (OTC). U poređenju sa organizovanim berzama, OTC tržište nema neko posebno mesto poslovanja gde se odvija trgovinska aktivnost, već je to neka vrsta povezivanja dilera i brokera koji međusobno komuniciraju telefonom i kompjuterskim terminalima. Automatizovani sistem kotacije cena **Nacionalne asocijacije dilera hartijama od vrednosti (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System - NASDAQ)** pokazuje ponuđene i tražene cene za hiljade hartija od vrednosti, kojima se trguje na OTC, preko video ekrana koji su povezani sa centralnim kompjuterskim sistemom. U slučaju većih OTC akcija, kao Intel, više od dvadeset firmi prave tržište - to jest oni kotiraju ponuđene i tražene cene na koje se menadžeri u brokerskim firmama mogu osloniti kada prodaju ili kupuju za svoje klijente. U slučaju manjih OTC hartija od vrednosti, možda bi samo dve firme pravile tržište.

FINANSIJSKE NOVOSTI

Kotacija cena na tržištu akcija

(1)				(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
NPG	52 nedelje								
%									
Promene	Najviša	Najniža	Akcije	Div.	%	PE	100	Cena na zatvaranju	Promene
4,4	8,70	4,75	Huffy	-	-	dd	148	6,23	0,16
26,5	49,96	19,77	HughsSply	0,40	1,2	14	2.675	34,55	1,15
35,2	17,83	9,44	HugotonRy	1,35	7,8	-	2.917	17,33	0,01
29,0	17,24	8,68	Humana	-	-	17	6.294	12,90	-0,05
13,2	14,16	5,23	HurenHydro A	-	-	5	157	11,80	0,11

Beziranske kotacije javljaju se svakodnevno u mnogim dnevnim listovima. Kolona (1) navodi listing procentualnih promena cena od prošle godine i najvišu i najnižu cenu za svaku akciju u poslednje 52 nedelje. Na primer, obične akcije Hufy korporacije, koja proizvodi bicikle i električne uređaje za dvorišta, fluktuirala je između najviše cene od \$8,70 po akciji i najniže cene od \$4,75 u poslednje 52 nedelje dok je Hughes Supply korporacija imala fluktuacije između \$46,96 i \$19,77 po akciji.

Kolona (2) je trenutna godišnja dividenda koju plaća kompanija. Hughes Supply plaća svoje akcionare 40 centi po akciji godišnje, a Hugoton Royalty Trust je platila 1,35 dolara po akciji.

Kolona (3) je dividenda od akcija, što je tekuća godišnja isplata dividendi podeljena sa jučerašnjom cenom na zatvaranju (6). Hughes Supply, na primer, plaća 40 centi i cena na zatvaranju je \$34,55; stoga $0,40 / 34,55 = 1,2$ procenata.

Kolona (4) je koeficijent cene i zarade - jučerašnja cena akcije na zatvaranju podeljena sa prihodom kompanije posle oporezivanja za period od poslednjih dvanest meseci. Skraćenica „da“ označava da P/E koeficijent ne može da se izračuna jer je kompanija imala gubitke u prethodna četiri kvartala.

Kolona (5) beleži broj akcija kojima je juče trgovano u smislu stotina razmenjenih akcija. Od pet akcija prikazanih ovde, trgovina sa akcijama Humana je bila najaktivnija sa 629.400 akcija koje su prelazile iz ruke u ruku.

Kolona (6) pokazuje cenu sa zatvaranja (poslednj)u po kojoj se trgovalo sa svakom akcijom u prethodnom danu.

Kolona (7) prikazuje promenu zaključne ili finalne cene sa zatvaranja od prethodnog dana. Huffy korporacija zatvorena je po \$6,23, što je povećanje od 16 centi u odnosu na zatvaranje iz prethodnog dana od \$6,07.

Izvor: Wall Street Journal, May 30, 2003, p. C13.

Šta određuje da cene akcija rastu ili padaju?

Sada kada smo nešto saznali o samom tržištu, hajde da vidimo da li možemo da objasnimo šta utiče na to da tržište akcija ide gore ili dole. Ovo nam neće nužno pomoći da zaradimo mnogo novca ali ćemo barem razumeti zašto je to tako teško. Iako smo najviše zainteresovani za tržište akcija kao celinu moramo krenuti na početku sa pojedinačnim akcijama i zatim odraditi put na gore.

Akcije, formalno **akcionarski kapital**, predstavljaju vlasništvo u kompaniji. Ako je kompanija profitabilna ona generiše prihod koji se može preneti na akcionare u obliku dividendi. Tako akcionarski kapital daje pravo investitorima na buduće novčane tokove u formi dividendi. U poglavlju 4 prikazali smo da je u cilju vrednovanja budućih novčanih tokova po obveznici potrebno diskontovati te novčane tokove da bi se uzela u obzir vremenska vrednost novca. Ovaj princip je takođe moguće primeniti na akcijski kapital. Da bismo stigli do suštine stvari (kada treba kupovati ili prodavati) moramo praviti neke uprošćene pretpostavke.

Zamislmo kako očekujemo od neke kompanije da prihode \$10 po akciji zauvek i da njen menadžment donosi odluku da akcionare učini srećnim isplata svih prihoda kao dividende. Oslanjajući se na poglavlje 4 možemo izračunati cenu ovih budućih novčanih tokova sa sledećom jednačinom:

$$P = \frac{\$10}{(1+r)} + \frac{\$10}{(1+r)^2} + \frac{\$10}{(1+r)^3} + \dots$$

Gde r predstavlja prosečno godišnjo stopu korišćenu za diskontovanje \$10 isplate dividendi. Tri tačke na kraju formule ukazuju da se ova serija brojeva nastavlja beskonačno (jer prihodi idu zauvek), pri čemu $(1 + r)$ nastavlja da se diže na veći stepen.

Mada ovo izgleda kao komplikovana formula, ona to nije. U stvari, pomenuli smo u poglavlju 5 da obveznica fiksnog roka dospeća ili konsola ima potpuno tu istu formulu. Štaviše ova formula se može uprostiti na:

$$P = \frac{\$10}{r}$$

Na primer, ako je stopa potrebna za diskontovanje tih novčanih tokova 10 procenata, onda će cena akcije biti \$100, a ako je stopa 5 procenata, cena bi bila \$200.²

Iako smo napravili nekoliko uprošćenih pretpostavki da bismo dobili relativno jednostavnu formulu za određivanje cena akcija, u ovom pristupu ima dovoljno istine koja opravdava njenu upotrebu da bi se objasnili razlozi koji stvaraju oscilacije u kretanju cena akcija.³ Evo nekoliko najopštijih principa. Brojilac u našoj formuli je dosta jednostavan.

2 Ova jednostavna formula ima smisla ako se posmatra iz sledeće perspektive. Koliko biste platili za verovatno obećanje da plaćate \$10 zauvek? Ova cena, P ne bi trebalo da bude ni više ni manje nego onoliko koliko da se generiše \$10 zauvek investirajući novac po postojećoj kamatnoj stopi. Tako, cena $P \times r = \$10$, gde je r godišnja kamatna stopa ili $P = \$10 / r$, što je formula data u tekstu.

3. Komplikacija koju smo izostavili jeste da prihodi imaju tendenciju rasta tokom vremena, tako da akcijama treba odrediti cenu kao da se radi o rastućoj konsoli. Našu formulu je lako modifikovati za rast zamonom r u imenitelju sa $r - g$, gde g predstavlja rast prihoda. Stoga, ako se očekuje da prihod (d dividende) raste za 3 procenta i ako je r 10 procenta, onda bi cena akcije bila $P = \$10 / (0,10 - 0,03) = \142.86 a ne \$100 kada je rast nula. Nije iznenađujuće da će, ako se očekuje da dividende i prihod rastu, cena akcije biti veća. Inače, ništa drugo se ne menja i naša razmatranja u tekstu gore su sasvim dobra.

tokova i faktora istovremeno utiču na tržište akcija, kao što su poslovna iščekivanja i politički trendovi. Kao i mnoga druga objašnjenja u ekonomskoj nauci, zasnovana na samo jednom uzročniku, i ovaj uprošćeni pogled na faktore koji određuju cene akcija sadrži isuviše istine da bi se mogao ignorisati, ali nedovoljno da bi bio veoma pouzdan u kritičnim trenucima.

Na primer, postoji nekoliko slučajeva koji, čini nam se, podržavaju shvatanje da je novčana masa prilično značajna za cene akcija. A naročito je istinito da, kad god je dolazilo do smanjenja cena akcija, tome je prethodio ili je sledio pad stope rasta novčane mase 1957., 1960., 1969. i 1981. godine. Često su povećanja cena akcija zaista bila povezivana sa povećanjem novčane mase, kao 1967., 1968., 1975., početkom i sredinom 1980-tih godina.



HOD PO ŽICI

Dow 36.000 prema iracionalnom entuzijazmu

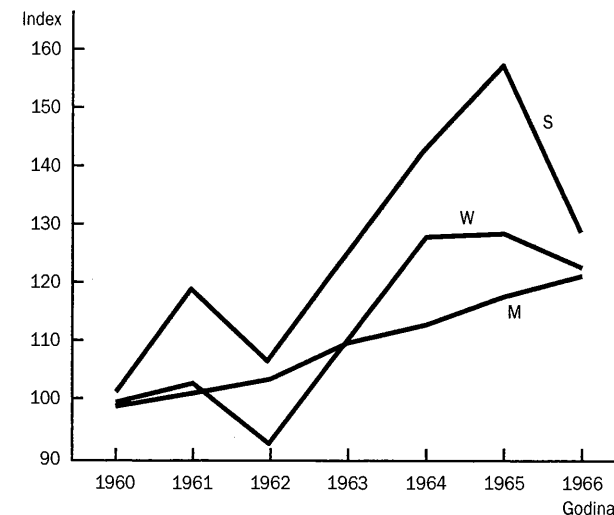
Dve knjige objavljene na prelazu u 21. vek dale su različite poglede o vrednosti akcija. Dow 36.000, Jamesa Glassmana i Kevina Hassetta objavljena 1999. godine, kao osnovni argument zastupala je tezu da je prava vrednost Dow Jones Industrial Average 36.000, a ne aktuelna vrednost u septembru 1999. godine od 10.318. Neki učesnici na tržištu akcija gledali su na ovu knjigu kao odgovor kritičarima koji su upozoravali da su tržišta akcija precenjena i da im sledi pad.

Jedan takav kritičar bio je Robert Shiller, čija je knjiga *Iracionalni entuzijazam* (*Irrational Exuberance*) bila objavljena 2000. godine kada je tržište doseglo svoj vrh. Šiler je zastupao argumentaciju da su cene akcija bile previsoke uzimajući u obzir „fundamentalije“ kao što su kamatne stope i zarade i odražavale kolektivnu samoobmanu investitora na tržištima akcija. Mnogi posmatrači su zaključili da je medvede tržište, 2000. - 2002. godine, umnogome opravdalo Šilerovo stanovište.

Suštinu ove debate možemo analizirati koristeći se jednostavnom formulom za utvrđivanje cena akcija koju smo razvili u ranijem tekstu i modifikovali da uključujući rast prihoda u fusi 3 ovog poglavlja. Suština knjige Dow 36.000 je tvrdnja

da su akcije postale manje rizične tokom vremena, u odnosu na obveznice. Autor tvrdi da dok investitori shvate ovo, neophodni prihod po akcijama (r u formuli) će pasti i onda ova formula podrazumeva povećanje cena akcija za bilo koji dati nivo prihoda. Na primer, zamislimo da je najbolja procena prihoda \$5, tržište je očekivalo da će prihod rasti 4 procenta godišnje, i da je potreban povraćaj po akcijama 12 procenta. Ovo bi dalo cenu za akciju od $\$5 / (0,12 - 0,04) = \$62,5$. Ako bi pad rizika smanjio potrebni prihod po akciji na 7 procenta, cena akcije bi onda bila $\$5 / (0,07 - 0,04) = \167 . Takvo smanjenje rizika bi bilo skoro dovoljno da objasni utrostručavanje cena akcija. Ovo bi moglo, uz malo povećanje u stopi rasta prihoda, da opravda nivo od 36.000 za Dow.

Odgovor Roberta Shillera na ovu argumentaciju bi koristio istu formulu ali bi činio drugačije pretpostavke po pitanju rizika povezanog za akcije i rast prihoda. Ono što ove suprotstavljene poglede čini jasnijim je da, bilo da gledate na nivo cena akcija kao da su previsoki, preniski ili taman kako treba da budu, oni odražavaju prvenstveno vaše poglede na kamatne stope, rizik i rast prihoda.



SLIKA 8.3 Cene akcija i druge promenljive, 1960 - 1966.

Izvori: za cene akcija, Dow Jones Industrials, mesečni prosečni nivoi na zatvaranju za decembar svake godine (decembar 1960 = 100). Za novčanu masu, depoziti po viđenju plus valuta, mesečni proseki za decembar svake godine (decembar 1960 = 100).

Međutim, barem u nekoliko od ovih slučajeva, cene akcija i novčana masa su reagovala na neku treću uzročnu silu, možda uspon u uslovima poslovanja stimulisan izbijanjem rata ili nastupanjem mira, naglim skokom potrošnje građana ili nešto sasvim drugo. Poboljšanje u uslovima poslovanja, bez obzira na uzrok, tipično vodi ka ekspanziji bankarskih poslovnih kredita, većoj novčanoj masi, povoljnijim perspektivama za profit i time višim cenama akcija. Kao što istorija poslovnih ciklusa ukazuje, takvi usponi (ili padovi) su u stanju da generišu kumulativni pritisak koji može da proizvede znatan zamah, koji nosi *podjednako* novčanu masu i cene akcija.

Slika 8.3 daje klasični primer teškoća povezanih sa iščitavanjem uzročno - posledičnog odnosa u dva niza statističkih podataka samo zbog toga jer se kreću zajedno. Linija označena slovom S ukazuje na kretanje cena akcija, po godinama, s kraja 1960. sve do kraja 1966. godine, koristeći cene akcija s kraja 1960. godine kao osnovu (=100).

Linija označena slovom M, na sličnoj indeksnoj osnovi, prikazuje kretanje novčane mase po godinama, takođe s kraja 1960. godine pa sve do kraja 1966. godine. Tokom ovog konkretnog šestogodišnjeg perioda, promene novčane mase jasno su pokazale da nisu bile umnogome povezane sa tačkama naglih obrta u cenama akcija.

I na kraju, slika sadrži i treću liniju *W*. Njeno kretanje je očigledno blisko povezano sa promenama cena akcija. Skoro bez ikakvog izuzetka, linija označena sa *W* i linija koja sledi cene akcija kreću se i na gore i na dole zajedno.

Uzrok i posledica? Linija označena slovom *W*, kako god bilo da to shvatite, godišnji je indeks (1960 = 100) koji označava broj utakmica koje su članovi Washington Senators bejzbol tima gubili tokom svake godine, tokom perioda od 1960. do 1966. godine. (Izvor: *The Sporting News's Official Baseball Guide and Record Book*, Godišnjak, 1960. - 1966.). Makar za te navedene godine očigledno je, investitor koji je pokušao da odredi ključne tačke rasta i pada na berzi, bio bi bogatiji da je čitao *Sports Illustrated* nego Wall Street Journal.

Kada budemo proširili naše vidike da obuhvatimo više od same novčane mase, dolazi do široko rasprostranjene saglasnosti oko toga da sprovođenje monetarne politike Federalnih rezervi *generalno* ima znatnog uticaja na tržište akcija.⁴ Ni u kom slučaju to nije jedini uticaj, često ga nadmaše druge sile i događaji, ali ipak, kad se sve uzme u obzir, široko se veruje da je monetarna politika imala značajno dejstvo na cene akcija povremeno u prošlosti i očekuje se da će nastaviti da to čini u dogleđnoj budućnosti.

Uticaj ukupne monetarne politike na cene akcija proističe iz njenog uticaja na novčanu masu, na čitav spektar kamatnih stopa i finansijska tržišta, na tekuće i očekivane uslove poslovanja i na kraju, a daleko od toga da je najmanje važno - od očekivane stope inflacije. Većina učesnika na tržištu već ima naviku da motri na to šta rade Federalne rezerve jer žele da anticipiraju - po mogućstvu pre bilo koga drugog - buduće kretanje kamatnih stopa i potencijalnu snagu inflacije. Federalne rezerve ne određuju u potpunosti bilo koju od ovih varijabli, ali zato sigurno imaju ključni uticaj i na jedno i na drugo. Naravoučenije koje možemo izvući iz ovoga je da motrenje na ponašanje Federalnih rezervi pomaže u anticipiranju trendova na tržištu akcija, ali to nije nikakav brz ili lak put do bogatstva i slave, jer mnoštvo drugih stvari takođe ima dejstvo na cene akcija istovremeno.

4 Ovaj uticaj je sasvim po strani od moći Federalnih rezervi da odrede **propisane margine** na kupovinu akcija. U pokušaju da se spreči ponavljanje špekulantskog talasa, koji je u znatnoj meri finansiran pozajmljenim novčanim sredstvima, što je odvelo tržište do vrtoglavih visina sve do sloma 1929. godine, Kongres SAD je 1930-tih godina ovlastio Federalne rezerve da uvedu propisane margine (ili minimalni avans) na kupovinu akcija. Ako je propisana margina 100 procenata, onda 100 procenata novca mora da se položi i nikakvo pozajmljivanje nije uopšte dozvoljeno. Ako je propisana margina 80 procenata, toliki iznos sopstvenog novca mora se položiti kada neko kupuje hartiju od vrednosti i samo preostalih 20 procenata se može finansirati uzimanjem kredita od banke ili brokera. Svakako, uvek biste mogli da finansirate čitav iznos tako što biste novac pozajmili od svoje svastike i niko ne bi bio pametniji od vas (izuzev možda, na duže staze, vaša svastika). Visoke propisane ili obavezne margine su verovatno pomogle da se ukroti špekulisanje akcijama, naročito od onih koji bi to finansijski sebi najmanje mogli da priušte. Međutim, kada bi Federalne rezerve imale na raspolaganju samo ovo sredstvo da utiču na tržište, onda bi se zaista oslanjale na vrhove klin. Propisane ili obavezne margine iznose 100 procenata na sportskim konjskim trkalištima Santa Anita i Hialeah, ali prema poslednjim izveštajima špekulantska aktivnost onih koji to ne mogu sebi priuštiti i onih koji to mogu izgleda da je netaknuta.

REZIME

1. Federalni budžet je generalno u deficitu još od 1930. godine, tako da je Trezor SAD bio prinuđen da pozajmljuje velike sume novca prodajom državnih hartija od vrednosti. Komercijalne banke drže ogromne količine državnih hartija od vrednosti, kao i stranci. Često se kaže da noviji deficiti u budžetu SAD-a uglavnom finansiraju stranci. Novac iz inostranstva privučen je zbog političke stabilnosti ove zemlje, finansijske slobode, niske inflacije i relativno visokih realnih kamatnih stopa.
2. Veći deo trgovine državnim hartijama od vrednosti odvija se na dilerskom vanberzanskom tržištu. Dileri državnim hartijama od vrednosti nalaze se u središtu tržišta. Dileri su spremni da kupuju i prodaju sve rokove dospelaca po kotiranim „ponudjenim” i „traženim” cenama. Dileri pribavljaju znatan deo svojih zaliha na konkurentskim aukcijama, gde Trezor SAD inicijalno plasira sve utržive državne hartije od vrednosti. Dileri često koriste sporazume o reotkupu da bi finansirali svoje holdinge državnih hartija od vrednosti.
3. Prinosi od zapisa Trezora obračunavaju se na dva različita načina: prinos po osnovu diskonta i, preciznije, kuponsko ekvivalentni prinos (takođe poznat pod nazivom obveznički ekvivalentni prinos).
4. Evrodolarska tržišta i tržišta bankarskih CD blisko su povezana sa tržištem zapisa Trezora. U stvari, evrodolarsko tržište zajedno sa Londonskim međubankarskim novčanim tržištem predstavljaju novi legitimni izazov zapisima Trezora kao centralnom delu novčanog tržišta. LIBOR, londonska međubankarska ponudbena stopa, najčešće je korišćena referentna stopa u finansijskim ugovorima.
5. Korporacijske obveznice se međusobno razlikuju u mnogo čemu, uključujući i mogućnosti neizvršenja obaveze, klauzulama o pozivu na otplatu i konverzionim uslovima. Privatne kompanije rangiraju korporacijske obveznice prema njihovom kvalitetu, to jest, prema sposobnosti zajmoprimalaca da plate kamatu po planu otplate i da otplate glavicu kada bude dospel. Iako se deo trgovine korporacijskim obveznicama odvija na Njujorškoj berzi (NYSE), većina trgovine se odvija na vanberzanskim tržištima, preko dilera market mejkera. Ovo su isti oni dileri koji nastupaju kao pokrovitelji kada se korporacijska obveznica prvi put emituje.
6. Municipalne obveznice privlačne su uglavnom za pojedince sa visokim dohotkom i za institucije koje su podložne oporezivanju po visokoj poreskoj stopi, zbog njihovog izuzeća od plaćanja federalnih poreza. Pokroviteljski konzorcijumi dominiraju na primarnom tržištu, a sekundarna trgovina se odvija na vanberzanskim tržištima. Municipalne obveznice sa opštom obligacijom poduprte su opštim poreskim ovlašćenjima države ili lokalnih vlasti. Dohodovne obveznice se odnose na neki konkretni projekat, sa otplatom kamate i glavnice generisanim od opštih prihoda tog projekta.

7. Hipoteke su komplikovanije od drugih dužničkih instrumenata, uglavnom zbog toga što zajmoprimci imaju opciju da otplate kredit pre njegovog redovnog roka dospeća. Hipotekarne obligacije sa kolateralnim jemstvom (CMO) izmišljene su da bi se minimizirao efekat ove nesigurnosti za hipotekarne investitore.
8. Akcijama se trguje prevashodno na Njujorškoj berzi (NYSE) i na vanberzanskim tržištima. Ovo su sekundarna tržišta jer se na njima trguje samo sa postojećim hartijama od vrednosti.
9. Cene akcija rastu i padaju u skladu sa kamatnim stopama i prihodima kompanija. Monetarna politika takođe igra značajnu ulogu u uticaju na kretanje cena akcija zbog svog dejstva na ukupnu ekonomsku aktivnost, inflaciju i naravno, kamatne stope.

KLJUČNI TERMINI

Akcionarski kapital, str. 153	Komercijalni papir, str. 145	Odredbe o otplati, str. 142
Dilerski plasiran papir, str. 145	Konvertibilna obveznica, str. 142	Operacije na otvorenom tržištu, str. 133
Direktno plasiran papir, str. 145	Konverziona odlike, str. 142	Opoziva obveznica, str. 142
Diskont, str. 132	LIBOR, str. 140	Opšta obligaciona obveznica, str. 147
Dohodovne obveznice, str. 147	Municipalne hartije od vrednosti, str. 146	Poresko izuzeće, str. 148
Dow Jones Industrijski indeks proseka (DJIA), str. 154	Neutrživa hartija od vrednosti, str. 132	Prinos ekvivalentan kuponu, str. 137
Državna nacionalna hipotekarna asocijacija (Ginnie Mae), str. 149	Note sa plaćanjem obveznice unapred (BAN), str. 148	Prinos po osnovu diskonta, str. 137
Džambo CD, str. 140	Note sa plaćanjem poreza unapred (TAN), str. 148	Sistem automatizovane kotacije Nacionalne asocijacije dilera hartija od vrednosti (NASDAQ), str. 151
Džank obveznice, str. 142	Note Trezora, str. 132	Standard i Poor's indeks od 500 akcija, str. 154
Evrodolari, str. 140	Obavezna ili propisana margina, str. 158	Tržište akcija, str. 151
Federalna sredstva, str. 138	Obrnuti RP ugovor, str. 138	Ugovori o reotkupu, str. 138
Federalna stambeno - kreditna hipotekarna korporacija (Freddie Mac), str. 149	Obveznica visokog prinosa, str. 142	Utržive hartije od vrednosti, str. 132
Hipotekarne obligacije sa kolateralnim jemstvom (CMO), str. 150	Obveznice investicionog nivoa, str. 142	Zapisi Trezora, str. 132
	Obveznice Trezora, str. 132	

PITANJA

- 8.1 Koji je precizniji način izračunavanja prinosa po zapisu Trezora: diskontni prinos ili kuponski ekvivalent prinosa? Zašto?
- 8.2 Na koji način dileri koriste aranžmane o reotkupu da bi finansirali svoje zalihe državnih obveznica?
- 8.3 Zašto se prinos po tromesečnom zapisu Trezora kreće zajedno sa prinosom po tromesečnom eurodollarskom depozitu?
- 8.4 Zašto džank obveznice nisu uistinu nižerazredne ili bezvredne (ili možda jesu)?
- 8.5 Zašto municipalne opšte obligacione obveznice imaju manji prinos od municipalnih dohodovnih obveznica? Može li se ovakav odnos preokrenuti?
- 8.6 Kako CMO utiču na to da zbog njih neki investitori budu spremniji da drže hipoteke?
- 8.7 Zašto obraćamo toliko pažnje na Dow Jones Industrial Average indeks ako sadrži samo 30 akcija?
- 8.8 U 1999. godini, udeo cena akcija u odnosu na korporacijske prihode bio je, bez presedana, na najvišem nivou ikada do sad. Kakvi faktori mogu biti objašnjenje za ovako visok udeo?
- 8.9 *Pitanje za diskusiju:* objasnite zašto više kamatne stope utiču na to da cene akcija padaju. Da li mislite da možete upotrebiti ovu analizu da biste zaradili novac na berzi (razmislite pre nego što bilo šta preduzmete)?



MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Demistifikovanje derivata



Život je bio mnogo jednostavniji kada su obveznice bile samo obveznice, kada su akcije bile akcije, a fjučersi bili svinjski trbusi. Međutim, ti dani su prohujali zauvek. Fjučers ugovori na hartije od vrednosti Trezora porasli su do tog nivoa da je Kongres SAD zatražio od Federalnih rezervi da prouči efekte koji fjučersi na obveznice Trezora imaju na troškove federalnog duga. Slična eksplozija u trgovini opcijama na indekse akcija naterali su Komisiju za hartije od vrednosti i berze da razmotri implikacije na likvidnost tržišta kapitala. A svop poslovi su primorali zakonodavce da preispitaju tradicionalne mere koje se koriste radi smanjenja izloženosti banaka riziku.

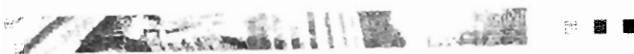
Iako su fjučersi, opcije i svopovi komplikovani instrumenti, pronašli su sebi put u kutiju za alat za upravljanja rizikom skoro svih značajnih finansijskih ustanova. Nazivamo ih **derivatima** jer svaki od ovih instrumenata je finansijski ugovor koji dobija svoju vrednost od neke druge osnovne aktive. Uzimajući u obzir značaj derivata u svakodnevnom funkcionisanju naših finansijskih tržišta čini nam se da je dobra ideja da se razume šta oni zapravo jesu, kako funkcionišu, i što je najznačajnije, kako izbeći gubitak novca u tom procesu. Prvo ćemo razmatrati fjučerse, zatim opcije i na kraju svopove.

Opšti pregled finansijskih fjučersa

Fjučers je ugovorni sporazum koji nalaže isporuku neke konkretne osnovne robe ili hartije od vrednosti, nekog budućeg datuma, po ceni dogovorenoj u sadašnjem trenutku. Postoje ugovori na kamatonosne hartije od vrednosti (kao što su obveznice Trezora, note Trezora, i evrodolarski oročeni depoziti), na

indekse akcija (kao što su Standard & Poor's 500 i japanski Nikkei indeks) i na strane valute (kao što su evro i japanski jen). Trgovina ovim ugovorima sprovodi se na raznim robnim berzama (commodity exchanges) zajedno sa konvencionalnim poljoprivrednim proizvodima. Na primer, obveznicama Trezora trguje se na Chicago Board of Trade (CBT) zajedno sa fjučers ugovorima o pšenici, kukuruzu i soji. Evrodolarskim oročenim depozitima trguje se na čikaškoj merkantilnoj berzi pored fjučers ugovora na cenjeni svinjski trbuh i na živa grla stoke.

Iako fjučers ugovori na poljoprivrednu robu postoje već od sredine devetnaestog veka a finansijski fjučersi su uvedeni otprilike pre 30 godina, obim trgovine finansijskim fjučersima sada prevazilazi tradicionalniju poljoprivrednu robu. **Finansijski fjučersi** su očigledno postali prilično popularni u veoma kratkom vremenskom periodu. Oni dele određeni broj zajedničkih karakteristika sa svim fjučers ugovorima koji pomažu da se odredi način njihove upotrebe. Najbolji način da se razumeju ove karakteristike je putem davanja konkretnih primera.



NOVOSTI

Kongres ponovo pokušava da malo pritegne derivate

Godine 2002. Kongres SAD je načinio još jedan skromni pokušaj da pooštri regulativu tržišta derivata nakon bankrotstva Enron korporacije, koja je koristila derivate delimično zbog toga da bi skinula dugove iz svog bilansa. Ovo je najmanje četvrti put da je Kongres razmatrao pitanja regulisanja derivata, svaki put nakon skandala oko trgovinskih gubitaka velikih institucija. Godine 1994. derivati su bili u žiži interesovanja nakon što je firma Proktor & Gembel tužila Banker Trust, navodeći više od \$100 miliona dolara gubitaka u derivatima. Kasnije, tokom iste te godine, Orindž kaunti, okrug u Kaliforniji, prijavila je gubitak od \$1,5 milijardi dolara, uglavnom usled investicija u derivate. Zatim, 1998. godine, hedž fond Long-Term Capital Management, skoro da je propao, zbog otprilike \$4 milijarde gubitaka koji su obuhvatali kladenje na propalim derivatima.

Nakon svakog takvog događaja, Kongres bi sproveo ispitivanja ali nikada nije uspevao da donese i odgovarajuće zakone. Nakon ogromnog lobiranja bankarske industrije - i Enrona - regulisanje derivata je naprotiv olabavljeno decembra 2000. godine kada je Kongres doneo Zakon o modernizaciji robnih fjučersa. Ovaj zakon je izuzeo vanberzansku trgovinu (OTC)

derivatima iz regulative Komisije za trgovinu robnim fjučersima. Trgovina sa otprilike 90 procenata svih derivata odvija se na vanberzanskom tržištu.

Godine 2002. senatorka Dianne Feinstein, iz Demokratske stranke, uputila je amandman na jedan opšti zakon o energiji koji bi državi omogućio regulisanje određenih robnih i energetskih derivata. Trgovinska udruženja i drugi regulatori suprotstavili su se ovom amandmanu. Na primer, pismo koje je poslao Bankarskom komitetu Senata predsedavajući Komiteta za hartije od vrednosti i berze (SEC), Harvey Pitt, isticalo je „da SEC misli da je ova zakonodavna izmena preuranjena“ usled „izostanka utvrđivanja uloge (ako je uopšte bilo) koju su imali vanberzanski derivati u propasti Enrona“.

Banka za međunarodna poravnanja, čije je sedište u Bazelu, Švajcarska, i koja radi sa centralnim bankama, procenjuje vrednost ugovora o derivatima u opticaju na \$100 mlrd. Ovo je veoma veliki posao za banke, koje se zalažu za to da se osujete napori na regulisanju ovih ugovora.

Izvor: Riva D. Atlas, „Congress Again Tries to Tighten Derivatives Bill“, New York Times, March 13, 2002

Svi fjučers ugovori su standardizovani sporazumi o kupovini ili prodaji određene aktive ili robe, nekog datuma u budućnosti, po sada ugovorenoj ceni.¹ Uslovi iz ugovora utvrđuju količinu i vrstu aktive koja treba da se isporuči, kao i lokaciju za isporuku i rok isporuke. U slučaju finansijskih fjučersa, aktiva je ili neka konkretna hartija od vrednosti ili novčana vrednost grupe hartija od vrednosti. Na primer, ugovor na obveznice Trezora navodi isporuku \$100.000 vrednosti u obveznicama Trezora. U slučaju fjučersa na akcijski indeks, ugovor navodi isporuku novčane vrednosti nekog konkretnog akcijskog indeksa. Na primer, popularni S&P 500 ugovor navodi isporuku od \$250 pomnoženo sa vrednošću S&P 500 akcijskog indeksa.

Precizne uslove iz svakog ugovora ustanovljava berza koja sponzorise trgovanje ugovorom. Hajde sada da pobliže razmotrimo fjučers ugovor na obveznice Trezora. Ako kupite jedan decembarski fjučers ugovor na obveznice Trezora, imate pravo i obavezu da primite \$100.000 državnih obveznica sa rokom dospeća od 15 godina tokom decembra. Prodavac ugovora ima pravo i obavezu da isporuči te obveznice u to vreme. U terminologiji tržišta fjučersa kupac ugovora se naziva **dugi (long)**, a prodavac se naziva **kratki (short)**. Sve uslove iz ugovora - \$100.000 vrednosti 15-godišnjih državnih obveznica, decembarska isporuka i tako dalje - ustanovljava Chicago Board of Trade, koji sponzorise trgovinu fjučersima na obveznice Trezora. Jedina stvar koja je preostala za pregovaranje i dogovaranje između kupca i prodavca ugovora jeste cena po kojoj će obveznice biti isporučene. A cene se određuju često frenetičnim licitiranjem i nuđenjem koje se odigrava na lokaciji koja se naziva „pit“, na samom parketu Chicago Board of Trade gde se sprovodi aukcija fjučers na obveznice Trezora.

Treba znati da je standardizacija uslova iz ugovora osmišljena da bi se unapredila likvidnost, sposobnost da se kupuje i prodaje brzo sa niskim transakcionim troškovima. Veliki trgovinski promet promoviše uske kupovno - prodajne spredove, kao što smo videli u poglavlju 6. Berze fjučersa doprinose velikom obimu trgovine putem standardizacije uslova u fjučers ugovorima, omogućavajući mnogim pojedincima da trguju sa istovetnom robom.

Od podjednagog značaja u unapređenju likvidnosti fjučers ugovora jeste sama priroda aukcijskog procesa. Svi nalozi za određeni ugovor usmeravaju se na neki pojedinačni „pit“ na parketu berze. Pit je kružnog oblika, sa stepenicama na kojima stoje trgovci okrenuti jedni prema drugima. Interesi za kupovinu i prodaju moraju se predstavljati bukvalno otvorenim izvikivanjem. Ova scena, moglo bi se reći, najpribližnije sliči kontrolisanom haosu. Ali ishod je takav da su svi nalozi izloženi najvišoj i najnižoj licitacionoj ponudi, što garantuje izvršenje po najboljoj mogućoj ceni.

¹ Nestandardizovani sporazum o kupovini ili prodaji aktive nekog datuma u budućnosti po sada ugovorenoj ceni naziva se forvord ugovor (**Forward Contract**). Učesnici na tržištu koriste forvorde na veoma sličan način na koji to rade i sa fjučersima, izuzev što se „forvordi“ zaključuju prema meri i potrebi i sa njima se trguje na vanberzanskom tržištu a ne na organizovanim berzama.

Na primer, ako ste zainteresovani za kupovinu decembarskog fjučers ugovora na obveznice Trezora, vama će možda vaš rukovalac računa (account executive) reći da preovlađujuća licitaciona ponuda na pitu za trgovinu obveznicama Trezora iznosi $120^{23/32}$ po \$100 nominalne vrednosti obveznice, a da je najbolja ponuda $120^{24/32}$. Vi onda možete dati instrukciju vašem rukovaocu računa da kupi jedan ugovor od nekog na pitu za trgovinu ko daje ponudu na $120^{24/32}$. Vi ćete onda biti dugi za jedan decembarski fjučers na obveznicu po ceni od $120^{24/32}$, a trgovac u gomili će biti kratak za jedan decembarski fjučers na obveznicu po ceni od $120^{24/32}$.

Onda u tom trenutku stupa na scenu nekoliko institucionalnih aranžmana sa tržišta fjučersa. Iako vi - dugi i kratki imate ugovorni sporazum da primite ili isporučite osnovne obveznice, više niste upućeni jedan na drugog da izvršavate ta prava i obaveze već se između vas i onoga sa kratkom pozicijom postavlja **klirinška korporacija** povezana sa berzom fljučersa, koju čine dobro kapitalisane članice berze. Konkretno, dugi očekuje od klirinške korporacije da ispuní obavezu isporuke, a kratki očekuje od klirinške korporacije da mu isplati dospeli iznos na dan isporuke. Na ovaj način klirinška korporacija smanjuje izloženost kreditnom riziku koji je povezan sa budućim isporukama osnovnih hartija od vrednosti. Ni kratki ni dugi ne treba da brinu oko toga da li će druga strana ispuniti svoje ugovorne obaveze.

Za uzvrat, klirinška korporacija poseduje niz specijalnih institucionalnih postupaka za smanjenje sopstvene izloženosti kreditnom riziku. Kao prvo, i dugi i kratki moraju da polože depozit, koji se naziva **margin**, kod klirinške korporacije. Margina je garancija za izvršenje koju moraju da deponuju i kupac i prodavac. Kada bi se ovde radilo o plaćanju avansa za krajnju kupovnu cenu, to bi bila onda samo obaveza kupca. Drugo, klirinška korporacija zahteva da se dobici i gubici saldiraju svakog dana što se naziva **mark-to-market saldiranje**. Stoga, ako se cena decembarskog fjučersa na obveznice Trezora podigne sa $120^{24/32}$ na $121^{24/32}$, vrednost vaše duge pozicije je povećana za \$1 na svakih \$100 nominalne vrednosti obveznice. Na ugovoru od \$100.000 imaćete profit od \$1.000, a kratki će imati gubitak od \$1.000. Klirinška korporacija naplaćuje ovaj iznos od kratkog i prenosi ga vama na kraju trgovinskog dana kao deo svog mark-to-market saldiranja.

Prava i obaveze predstavljene dugom i kratkom pozicijom u fjučersima na obveznice Trezora u najmanju ruku mogu da plaše. Kratka pozicija mora da isporuči \$100.000 u obveznicama Trezora tokom meseca isporuke, dok dugi mora da obezbedi novac u trenutku kada se odvija isporuka. Ovo može biti neugodno u slučaju da dugi nema novca ili ako kratki nema obveznice. Stoga, većina trgovaca na tržištima fjučersa se opredeljuje za **saldiranje neutralisanjem** a ne za isporuku. Konkretno, dugi mogu izmiriti svoja prava i obaveze u bilo kom trenutku tako što će ući u prodaju koja neutrališe identični decembarski ugovor na obveznice Trezora, dok kratki mogu da otkazu svoja prava i obaveze u bilo koje vreme kupovinom koja ih neutrališe. Klirinška korporacija vodi evidenciju o svim kupcima i prodavcima i zatvara poziciju trgovca kada postoji i kupovina

i prodaja identičnog ugovora evidentiranog u njenim knjigama za taj isti račun. Nemojte samo da pitate šta se dešava kada kompjuter klirinške korporacije otkáže.

Saldiranje neutralisanjem omogućava hedžerima, spekulantima i arbitražerima da pravovaljano koriste tržište fjučersa bez zalaženja u tehničke detalje obavljanja isporuke ili primanja isporuke osnovne aktive. Hajde sada da pogledamo šta su tačno legitimne aktivnosti hedžera, spekulanta i arbitražera.

Korišćenje finansijskih fjučers ugovora

Najznačajnija aktivnost koju tržišta fjučersima obavljaju jeste prilika da se hedžuju legitimne komercijalne aktivnosti. **Hedžeri** kupuju ili prodaju fjučers ugovore da bi smanjili svoju izloženost riziku od budućeg kretanja cena osnovne aktive. Primera radi, neki diler državnih hartija od vrednosti koji je upravo kupio novoemitovane državne obveznice na aukciji u Trezoru SAD, mora da zadrži te obveznice u portfoliju sve dok krajnji investitori (penzion fondovi, osiguravajuće kompanije i pojedinci) ne podnesu naloge za kupovinu tih hartija od vrednosti. U međuvremenu, diler je izložen riziku da kamatne stope porastu i da cena obveznica padne.

Dilere ništa ne žalosti više nego kada imaju gubitke na svom portfoliju. Diler može izbeći takav ishod uzimanjem kratke pozicije u fjučersima na obveznice Trezora. Pošto se cene fjučers obveznica kreću skoro u korak sa cenom osnovnih obveznica (zahvaljujući aktivnosti arbitara, kao što ćemo imati priliku da vidimo u sledećem odeljku), smanjenje vrednosti inventara dilera, usled pada cena obveznica, neutralisaće dilerova kratka pozicija u fjučersima na obveznice Trezora. Na primer, ako cena obveznica u dilerovom inventaru padne sa \$110 na \$109, diler gubi \$1 na svakih \$100 iz svog inventara. Međutim, ako diler kratko proda fjučerse na obveznice Trezora, pad od \$1 u fjučers ugovoru daje neutrališući profit.

Obratite pažnju na to da čim se obavi prodaja dilerovog portfolija državnih obveznica krajnjim investitorima, diler treba da neutrališe kratke pozicije na fjučers tržištu kupovinom identičnih fjučersa na obveznice Trezora. Obrtanje pozicije je ispravna stvar, jer kada se prodaju obveznice više nema potrebe da se održava kratka pozicija u fjučersima na obveznice kao hedžing od pada cena. Moralna pouka iz ove priče jeste da se legitimno korišćenje tržišta fjučersa za hedžing odigrava sa prodajom fjučers ugovora i sleđstvenom neutrališućom kupovinom. Uprkos suprotne propagande pojedinih članova Kongresa SAD, hedžer ne mora da izvrši isporuku, niti da namerava da je izvrši, kada koristi fjučers ugovore da bi tako neutralisao rizik.

Još jedna vrsta hedžinga obuhvata uzimanje duge pozicije u fjučers ugovoru umesto kratke pozicije. Na primer, penzion fond može da predvidi potrebu da kupi obveznice jedan mesec unapred, nakon što je akumulirao dovoljno novca od doprinosa za penzije. Ako menadžer penzionog fonda bude čekao da istekne mesec dana da kupi obveznice, a u međuvremenu dođe do povećanja cena obve-

znica, onda će novčana sredstva biti investirana po nižim prinosima. Da bi se hedžirao rizik od rasta cene obveznica pre nego što se novčana sredstva stvarno investiraju, menadžer penzionog fonda kupuje fjučerse na obveznice Trezora. Ako cene obveznica porastu pod ovakvim okolnostima, duga pozicija u fjučersima na obveznice Trezora generiše profit koji neutrališe više cene koju penzioni fond plaća za obveznice.



Kotacije finansijskih fjučersa

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(L1) Obveznice Trezora (CBT) - \$100.000; poena, 32 od 100%								
jun	122-28	123-17	122-12	123-03	12	123-17	105-00	79.032
sept.	121-09	122-06	121-00	121-24	12	122-06	106-02	533.311
dec.	120-12	120-24	119-31	120-12	11	120-24	106-04	21.487
(L2) Procenjen obim 242.665; obim trg., sreda 303.024; Otvoreni interes 633.885, -4.664								
Note trezora (CBT) - \$100.000; poena 32 od 100%								
jun	121-16	121-16	119-31	120-13	6,0	121-16	109-10	80.316
sept.	119-14,5	120-01	119-08,5	119-25	6,0	120-01	110-05,5	910.924
Procenjen obim 473.218; obim trg., sreda 654.014; Otvoreni interes 999.862, +7.971								
(L3) S&P500 indeks (CME) - \$250 x indeks								
jun	99700	100430	99050	100060	340	133280	77050	441.788
sept.	100150	100200	98950	99940	330	121490	77200	268.667
Procenjen obim 218.009; obim trg., sreda 211.517; otvoreni interes 716.833, -2084								
Indeks (preliminarni); Najviši 1002,74; Najniži 991,27; Na zatvaranju 998,51, +1,03								

Kotacije na tržištu fjučersa javljaju se u nekoliko formata u dnevnim listovima, tako da morate čitati zaglavlja stubaca i redove u svakom slučaju. U primeru koji je dat uz ovaj tekst linija (L1) označava da ugovori za obveznice Trezora slede odmah u redu ispod, da je berza na kojoj se trguju tim ugovorima CBT (Chicago Board of Trade), da je veličina ugovora \$100.000 i da su kotacije izražene u procentnim poenima plus tri-deset drugie po svakih \$100 nominalne vrednosti. Svaki od redova navedenih ispod zaglavlja obveznica Trezora odnosi se na određeni mesec ugovora. Na dnu listinga obveznica, red (L2) beleži nekoliko stavki: obim trgovine fjučers ugovorima određenog pojedinačnog dana za sve

mesece procenjuje se na 242.665 ugovora, a tačni obim prometa od prethodnog dana (sreda) zabeležen je kao 303.024 ugovora. Poslednja stavke navedena u redu (L2) je otvoreni interes. To se odnosi na ukupni broj dugih pozicija u opticaju (jednak ukupnom broju kratkih pozicija u opticaju) i zabeleženo je 633.885 ugovora, što je smanjenje od 4.664 ugovora u odnosu na prethodni dan.

Hajde sada da pogledamo devet kolona informacija vezanih za obveznice Trezora. Kolona (1) navodi konkretni mesec ugovora. Prva uneta stavka je mesec juni a poslednja uneta stavka je mesec decembar. Iako CBT sponzorise trgovanje u četiri različita ugovorna meseca za fjučerse na

obveznice Trezora, obično se o svim mesecima ne izveštava u novinama. Kolone (2), (3), (4) i (5) odnose se na cene ugovora na otvaranju, na najvišu, na najnižu, i na cene na zatvaranju (ili cenu saldiranja) ugovora (budite oprezni jer list *Wall Street Journal* ponekad ne obuhvata sve cifre u svojim tabelama). Otuda, za junski ugovor, zabeležena cena na zatvaranju je 123³/₃₂. Kolona (6) označava da je cena saldiranja porasla za 12³/₃₂ u poređenju sa saldiranjem od jučerašnjeg dana. Pošto svaki procentni poen u ugovoru o

obveznici Trezora vredi \$1.000, kolona (6) nam sugerise da je vrednost fjučers ugovora za \$375 dolara viša nego što je bila prethodnog dana (12³/₃₂ x \$1.000). Kolone (7) i (8) pokazuju najvišu i najnižu cenu tokom trajanja ugovora. Kolona (9) navodi otvoreni interes za određeni mesec ugovora. Septembarski ugovor ima 533.311 ugovora u opticaju, što je znatno više nego u svakom od preostala dva ugovorna meseca.

Izvor: Wall Street Journal, Friday, 13. June 2003. p. C11

Upravo smo videli da legitimni hedžeri finansijskim fjučersima mogu biti ili kupci ili prodavci fjučers ugovora. „Kratki hedžeri“ neutrališu rizik portfolija tako što prodaju fjučerse dok „dugi hedžeri“ neutrališu anticipirane kupovine hartija od vrednosti kupovinom fjučersa. Ponekad kratki hedžeri prodaju ugovore dugim hedžerima. Međutim, to bi bila slučajna pojava. Ne postoji ništa da garantuje da će se legitimne aktivnosti hedžinga kratkih i dugih podudarati na tržištu. Tu spekulanti stupaju na scenu.

Za razliku od hedžera, **spekulanti** namerno preuzimaju rizik kada kupuju ili prodaju fjučers ugovore. Na primer, ako hedžeri sa kratkom pozicijom obaraju cenu ugovora na obveznice Trezora svojom prodajom, spekulanti će biti podstaknuti da kupe ove ugovore u anticipaciji povećanja cena kada se smanji hedžing pritisak. Na sličan način spekulanti će biti podstaknuti da prodaju ugovore u slučaju da kupovina dugih hedžera privremeno podigne cene ugovora na obveznice Trezora. Spekulanti preuzimaju rizik kretanja cena od hedžera. Oni očekuju da će zaraditi profit u tom procesu. Ako su dobri u svom zanatu oni uspevaju da zarade prihod za svoje vreme, veštinu i investirani kapital; a ako nisu toliko dobri onda će veoma brzo promeniti liniju poslovanja - i to sa mnogo manje kapitala nego što su imali pre toga.

Određivanje cena finansijskih fjučers ugovora

Aktivnost kupovine i prodaje hedžera i špekulanta zajedno određuje cenu fjučers ugovora. Veći obim prodaje tera cenu naniže; veći obim kupovine utiče na povećanje cena. Iako ovo zvuči izandalo, to je najbolji način da se opiše određivanje cena na tržištu fjučersa (ili bilo kojem tržištu, uopšte). Međutim, moguće je da budemo malo sofisticiraniji kada opisujemo *odnos* između cene fjučers ugovora i cene aktive koja je u osnovi fjučers ugovor. Odnos između cene u takozvanom „novčanom tržištu“ i cene na tržištu fjučersa određuju **arbitražeri**. Njihove aktivnosti su ključne za hedžere, jer kao što smo videli u našem primeru iz prethodnog odeljka, cena fjučers ugovora i cena osnovnih hartija od vrednosti

moraju se kretati zajedno da bi hedžeri bili u mogućnosti da smanje svoj rizik uzimanjem neutrališućih pozicija na tržištu fjučersa.

Glavni razlog zbog kojeg se cena fjučers ugovora kreće blisko uz cenu osnovne hartije od vrednosti jeste što za vreme perioda isporuke (recimo, decembar 2004.) postoje prava i obaveze da se isporuče *stvarne* hartije od vrednosti navedene u ugovoru. Tokom perioda isporuke, u stvari, ova prava i obaveze primoravaju cene fjučers ugovora i cenu osnovnih hartija od vrednosti da budu istovetne. Evo zašto. Kada bi cena fjučers ugovora bila viša od cene stvarnih hartija od vrednosti u toku perioda isporuke, onda bi bilo isplativo arbitražerima da prodaju fjučerse po višoj ceni i da istovremeno kupe hartije od vrednosti po nižoj ceni, da stave u svoj džep razliku u ceni i da isporuče hartije od vrednosti kao izmirenje svojih obaveza kao kratki. Ova aktivnost obara cenu fjučersa i tera na gore cenu osnovnih hartija od vrednosti sve dok ne dođe do njihovog izjednačenja.

Kada bi cena fjučers ugovora bila ispod cene osnovnih hartija od vrednosti, bilo bi isplativo za arbitražere da kupe fjučers ugovor i da prodaju stvarnu hartiju od vrednosti. Ovaj put, u svojstvu kupca fjučers ugovora, arbitražer bi preuzeo isporuku hartija od vrednosti i onda se okrenuo i isporučio ih onome koji bi ih kupio na novčanom tržištu, stavljajući usput, u svoj džep, razliku u ceni. U ovom slučaju arbitražeri teraju na gore cenu fjučersa i teraju na dole cenu osnovne robe sve dok se ne izjednače.

Nije potrebno biti genije da bi se zaradio novac u svojstvu arbitražera. Skoro bilo ko može da učestvuje na novčanom ili tržištu fjučersa, prepozna mudrost instant profita i istovremeno prihvati se ovih arbitražerskih aktivnosti. Stoga će aktivnosti arbitražera biti masovne i uticaće na to da se cena fjučers ugovora i cena osnovnih hartija od vrednosti međusobno izjednače na dan isporuke.

Slična arbitraža pre finalnog dana isporuke osnažuje zajedničko kretanje cene fjučersa i cene osnovnih hartija od vrednosti, ukoliko ti arbitražeri budu mogli da uskladište te hartije od vrednosti. Glavna razlika je u tome što pre perioda isporuke, arbitražer upoređuje cenu fjučersa sa cenom osnovnih hartija od vrednosti, plus troškovi držanja hartija od vrednosti do finalnog datuma isporuke. Neusaglašenost cena će voditi ka kupovini i prodaji na novčanom i tržištu fjučersa sve dok se cene ne dovedu u pravilan sklad. Konkretno, u bilo kom trenutku cena fjučers ugovora bi bila jednaka ceni osnovne hartije od vrednosti plus troškovi držanja.² Što je još značajno za hedžere: kada god se cena osnovne hartije od vrednosti promeni, arbitražeri će gurnuti cenu fjučersa u istom pravcu.

Aktivnosti hedžera, spekulanta i arbitražera kombinuju se čineći od tržišta fjučersa značajne arene za upravljanje rizikom za finansijske institucije. Bankama, osiguravajućim društvima, penzionim fondovima, i drugima se isplati

² Glavni trošak držanja hartija od vrednosti jeste kamata na novčana sredstva koja su vezana u toj kupovini. Septembra meseca 2004. cena decembarskog fjučersa na obveznice Trezora bila bi jednaka ceni osnovnih obveznica Trezora plus neto kamata za držanje tih obveznica od septembra 2004. do isporuke u decembru.

da učestvuju na tržištima fjučersa zbog toga što standardizacija ugovora stvara uslove za upravljanje izloženostima riziku po niskim transakcionim troškovima. Činjenica da fjučers ugovor odslikava novčano tržište, ali sa manjim transakcionim troškovima, glavni je doprinos tržišta fjučersa finansijskom tržištu. Jedna sasvim druga dimenzija upravljanja rizikom nudi se opcijskim ugovorima, kao što ćemo videti u nekoliko sledećih odeljaka.

Pregled opcionih ugovora

Opcioni ugovori imaju i kraću i dužu istoriju na finansijskim tržištima od fjučers ugovora. Opcijama po pojedinačnim akcijama trguje se na vanberzanskim tržištima još od devetnaestog veka. Vidljivost opcija za javnost se dramatično povećala, međutim, 1972. kada je Chicago Board Options Exchange (CBOE) standardizovao uslove ugovora i uveo trgovinu u pitu u stilu fjučersa. Pored CBOE-a, opcioni ugovori su sada na listingu American Stock Exchange, Philadelphia Stock Exchange, Pacific Stock Exchange i New York Stock Exchange. Pored toga, većina nacionalnih berzi fjučersa sponzorise opcije na fjučers ugovore. Za sada, listing opcija u novinama konkuriše čak i akcijama u privlačenju pažnje investitora.

Da bismo razumeli šta čini ovu aktivnost oko opcija moramo da ispitamo ugovorne obaveze kupaca i prodavaca opcija. Ove ugovorne obaveze su komplikovanje od fjučers ugovora.

Kao i kod fjučers ugovora, opcije su derivatni finansijski instrumenti, to jest, njihova vrednost potiče iz neke osnovne aktive. Kod tradicionalnih opcija na akcije, obezbeđujuće imovinsko - finansijsko sredstvo odnosi se na 100 deonica neke akcije, osnovna aktiva je 100 akcija, kao što su Dženeral motors ili IBM. U drugim slučajevima, osnovna aktiva je korpa akcija koje predstavlja neki opšti indeks akcija, kao što su S&P 500 indeks ili S&P 100 indeks. One se nazivaju opcije na indeks akcija i ugovorne obaveze su definisane nekom dolarskom vrednošću indeksa, najčešće \$100 puta indeks. Na kraju, u opcijama na fjučers ugovore, ugovorne obaveze zahtevaju isporuku jednog fjučers ugovora. Iako precizna vrednost neke opcije zavisi od toga šta je osnovna aktiva, postoji niz elemenata koji su zajednički za sve opcijske ugovore koje možemo da razmotrimo.

Sve vrste opcija javljaju se u dve varijante: **prodajna (put) opcija** i **kupovna (call) opcija**. Opočnimo našu priču sa kupovnim opcijama, jer su one nešto popularnije. Kupac kupovne opcije ima pravo (ali ne i obavezu) da kupi datu količinu osnovne aktive po unapred određenoj ceni, nazvanoj **izvršna cena (exercise price)** ili **strajk cena (strike price)**, u bilo koje vreme pre datuma isticanja opcije. Na primer, možete dati instrukcije vašem rukovaocu računa u brokerskoj firmi da izda nalog kod CBOE-a da kupi kupovnu opciju na IBM sa strajk cenom od \$80 i sa datumom isticanja u junu (videti uokvireni tekst: Čita-

nje finansijskih izveštaja, na stranicama 175 i 176, da biste videli primer sa opcijama na IBM-ove akcije). Kada se vaš nalog izvrši, vi ste „dugi“ u IBM kol od \$80. Ova opcija vam daje pravo da kupite 100 akcija IBM-a po ceni od \$80 u bilo kom trenutku pre juna meseca. Prodavac te opcije, koji se zove kratki (ili pisac opcije), ima *obavezu* (a ne pravo) da vam isporuči te akcije po ceni od \$80.³

Obratite pažnju, za razliku od fjučers ugovora, prava i obaveze kupaca opcija i prodavaca opcija nisu simetrične. Kupac opcije stiče prava a prodavac opcije preuzima obaveze. Kupac kol opcije plaća cenu prodavcu za kupljena prava. Ovo ima prilično smisla, jer bi prodavac opcije bio neozbiljan kada bi preuzeo obaveze bez ikakve nadoknade. Cena koja se plaća za opciju često se naziva *vrednost opcije* ili **opciona premija**. Premiju plaća dugi kratkom čim se izvrši kupovina opcije.⁴

Pre nego što budemo razmotrili kako se utvrđuju premije za opcije, hajde da vidimo kakva se prava i obaveze prenose prodajnim opcijama. Kupac prodajne opcije na IBM sa strajk cenom od \$80 i sa datumom isticanja juna meseca ima pravo (ali ne i obavezu) da proda 100 akcija IBM-a po ceni od \$80 u tom mesecu ili pre juna meseca. Prodavac put opcije, koga nazivamo kratki ili pisac opcije, ima *obavezu* (ali ne i pravo) da primi ili kupi te akcije po ceni od \$80. Za ta prava, kupac prodajne (put) opcije plaća premiju prodavcu prodajne (put) opcije.

Ovo je bilo prilično komplikovano, zato hajde da rekapituliramo. Kupci opcija imaju prava; prodavci opcija imaju obaveze. Kupci kupovnih opcija imaju pravo da kupe osnovnu aktivu; kupci prodajnih opcija imaju pravo da prodaju osnovnu aktivu. U oba slučaja kupac prodajne i kupovne opcije plaća premiju prodavcu opcije.

Obratite pažnju da smo u našem primeru IBM kupovne i prodajne opcije koristili istu strajk cenu i isti datum isticanja. Mada postoji određen broj različitih strajk cena i datuma isticanja za svaku opciju kojom se trguje na berzi, berza koja sponzorise trgovinu uspostavlja pravila za utvrđivanje kojim će se strajk cenama i datumima isticanja trgovati za svaku opciju. Ova standardizacija je osmišljena da izazove interesovanje mnogih potencijalnih trgovaca, unapređujući na taj način likvidnost ugovora.

Kao i u slučaju fjučers ugovora, postoji takođe klirinška korporacija koja garantuje izvršenje ugovornih obaveza, tako da kupci i prodavci opcija kojima se trguje na berzama ne treba da brinu o kreditnoj sposobnosti svojih trgovinskih partnera.⁵ Jedina stvar o kojoj se pregovara na parketu berze jeste *opciona premija* - cena koju kupac opcije plaća prodavcu za prenetu prava. Osvrnimo se

3 Opcija koja je ovde opisana naziva se *Američka opcija*, jer vam daje pravo da kupite IBM u bilo koje vreme do juna. Evropske opcije (kojima se takođe trguje u Sjedinjenim državama) daju pravo da se kupi osnovna aktiva na dan isticanja (ali ne ranije).

4 Obratite pažnju da kod fjučers ugovora i dugi i kratki imaju prava i obaveze, tako da se nikakva premija ne plaća kod sklapanja ugovorne obaveza. Kod fjučers ugovora, jedino se ugovara cena po kojoj će se buduća isporuka izvršiti.

5 Za razliku od fjučers ugovora, opcije nemaju mark-to-market saldiranje, niti postoje bilo kakva ograničenja kod opcija u pogledu cena.

sada na faktore koji određuju opcione premije i da vidimo kako pojedinci i institucije koriste opcije.

Korišćenje i vrednovanje opcija

Možda je najbolji način da razumemo zašto individualni investitori i finansijske institucije koriste opcije jeste da vidimo koliko vredi opcija na dan isticanja ugovora. Radeći ovo, važno je da upamtimo da investitori koji kupuju opcije, bilo da se radi o prodajnim opcijama ili kupovnim opcijama, imaju prava ali nemaju nikakve obaveze. Stoga, kupci opcija će uraditi ono što je u njihovom najboljem interesu na datum isticanja ugovora. Hajde sada da pogledamo vrednost naše IBM kupovne opcije sa strajk cenom od \$80.

Mada su opcije komplikovane postoje samo dve mogućnosti na datum isticanja koje treba razmotriti i proceniti: cena IBM opcije može biti iznad \$80 ili ispod \$80, recimo \$75, kupovna opcija za kupovinu IBM po \$80 na dan isteka je bez ikakve vrednosti. Kupac kupovnih opcija očigledno je izabrao da ne izvršava pravo kupovine IBM po \$80. Zbog toga je vrednost kupovne opcije nula. Međutim, ako je cena IBM na njujorškoj berzi iznad \$80, recimo \$85, onda opcija da se kupi akcija za \$80, ima vrednost. U stvari, ako se sa IBM trguje za \$85, kupovna opcija je vredna tačno \$5 po akciji na dan isteka. Kupovna opcija je vredna \$5 po akciji zbog toga što investitor može da sprovede opciju - to jest, da zahteva da izdavalac opcije isporuči IBM po \$80 - i onda odmah proda akcije za \$85.



Kotacija opcija

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(L1)	Obveznice Trezora (CBT) \$100.000; poeni i 64 od 100%					
		Kupovne opcije - poravnanje			Prodajne opcije - poravnanje	
Cena	juli	avgust	oktobar	juli	avgust	oktobar
121	1-18	2-17	2-44	0-33	1-33	1-60
122	0-46	1-47	2-11	0-62	2-00	2-27
123	0-23	1-19	1-47	1-39	-	-
124	0-10	0-61	1-23	2-26	-	3-39
125	0-04	0-43	1-03	3-20	-	-
126	0-02	0-31	0-51	-	-	5-03
(L2)	Ustanovljen promet 47.661; Sreda promet 117.751 kupovnih opcija i 44.787 prodajnih opcija					
	Opcije int. Sreda 365.853 kupovnih opcija, 341.048 prodajnih opcija					

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(L3)	Opcije na IBM akcije					
Kupovne opcije				Prodajne opcije		
Opcija	Strajk	Isticanje	Obim prometa	Poslednja cena	Obim prometa	Poslednja cena
IBM	80	juni	3.550	3	1.737	0,30
82,75	80	juli	510	4,90	3.370	2
82,75	85	juni	6.949	0,35	3.773	2,50

Mada se kotacije za opcije u dnevnim listovima malo razlikuju, u zavisnosti od toga da li je osnovna aktiva neka određena akcija ili fjučers ugovor, sve one imaju određeni broj zajedničkih odlika. U datom primeru, po pitanju opcija po fjučers ugovorima, red (L1) ukazuje na to da ono što sledi odmah ispod su opcije po fjučersima na obveznice Trezora, i da se ovim opcijama trguje na Chicago Board of Trade (CBT), da je veličina osnovnog fjučers ugovora \$100.000 i da se kotacije sastoje od procentnih poena plus šezdesetčetvrtina (na \$100 nominalne vrednosti). Odmah ispod listinga obveznica Trezora, red (L2) beleži procenjeni dnevni obim trgovine za prodajne i za kupovne opcije od 47.661 ugovora, kao i obim trgovine prethodnog dana od 117.751 kupovnih opcionih ugovora i 44.787 prodajnih opcionih ugovora. Ispod tog reda beleži se otvoreni interes od prethodnog dana. Otvoreni interes je broj otvorenih dugih (jednakih kratkim) pozicija. Otvoreni interes za kolove beleži se kao 365.853 ugovora i otvoreni interes za prodajne opcije kao 341.048 ugovora. Pošto su prodajne opcije i kupovne opcije potpuno odvojeni ugovori, nije potrebno da otvoreni interes za te dve vrste opcija bude jednak.

Pogledajmo sada stupce sa informacijama. Kolona (1) pokazuje strajk (izvršnu) cenu za svaku od opcija ponuđenih za ugovor na obveznice Trezora. Prvi red se odnosi na opcije sa strajk cenom od 121 a poslednji red se odnosi na opcije sa strajk cenom od 126. Kao što možemo videti, pravila CBT nalažu da strajk cene budu

razmaknute za 1 poen. Kolone (2), (3) i (4) daju listing cena (saldiranje) na zatvaranju za kupovne opcije sa tri različita datuma isteka ugovora - juli, avgust i oktobar. Na primer, 121 kupovne opcije sa rokom isteka u julu imaju zaključnu cenu od $118\frac{1}{4}$. Pošto svaki cel broj procentni poen po ugovoru za obveznice Trezora vredi \$1.000, julska 121 kupovna opcija košta \$1.281,25. Kolone (5), (6) i (7) beleže cene na zatvaranju za julske, avgustovske i oktobarske prodajne opcije. Obratite pažnju da za neke određene opcije - prodajne opcije 126 sa julskim datumom isteka ugovora, na primer, nema cene navedene na listingu jer nije bilo trgovine sa tim konkretnim ugovorom.

Kotacija za opciju na pojedinačnu akciju se pokazuje počevši od početka reda (L3). Kolona (1) identifikuje naziv akcije (IBM) i daje cenu sa zatvaranja same akcije (82,75). Kolone (2) pa sve do (7) onda pokazuju strajk (izvršnu) cenu (80 ili 85), datum isteka (juni ili juli), obim prometa (3.550 ugovora za junske 80 kupovnih opcija) i cene opcija (premije) za kupovne opcije i na kraju za prodajne opcije. Uporedite cene u koloni (5) za kupovne opcije koje dospevaju u junu sa strajkom 85 naspram strajku od 80. Premija za kupovnu opciju pada sa \$3,00 na \$0,35. U koloni (7), slično poređenje pokazuje da se premija za prodajnu opciju povećava od \$0,30 na \$2,50. Produžavanje roka dospeća sa juna na juli mesec podiže opcionu premiju i za prodajne opcije i kupovne opcije.

Ovo razmatranje podrazumeva da je isplata po isteku za dugu poziciju kupovne opcije ili jednaka nuli (ako je akcija ispod unapred izvršne cene) ili jednaka ceni akcije umanjene za izvršnu cenu (ako je cena akcije iznad izvršne cene); ovo nazivamo **intrinsic vrednost** opcije. Sličan argument pokazuje da pri isteku, duga pozicija prodajne opcije (put) ima vrednost nula ako je cena akcije *iznad* izvršne cene i vrednost jednaka izvršnoj ceni umanjenoj za cenu akcije (ovo je sasvim suprotno od kupovne opcije) ako je cena akcije ispod izvršne cene. Na primer, vlasnik prodajne opcije od \$80 na IBM neće želeći da koristi pravo da proda IBM po \$80 ako se IBM prodaje za \$85 na berzi; ali ako se IBM prodaju za \$70, onda pravo imaoca prodajne opcije da proda IBM po \$80 su vredne tačno \$10 kod isteka.

Jedna od glavnih prednosti kupovine opcija jeste asimetrična isplata koja je gore navedena. Kupovina kupovne opcije pruža neograničeni uzlazni potencijal, u slučaju da osnovnoj aktivni poraste cena, ali postoji maksimalni silazni rizik za premiju koja je inicijalno plaćena u slučaju da osnovnoj aktivni padne cena. Slično tome, kupovina prodajne opcije pruža stalnorastući profit osnovnoj aktivni, ali maksimalni gubitak inicijalne premije ako cena aktive poraste. Ova asimetrična isplativost ima svojstvo osiguranja, što je možda i razlog zbog kojeg se cena koja se plaća za opciju i zove opciona premija. Kao i u slučaju svih polisa osiguranja, ako se ništa ne dogodi (ako drvo ne udari u vaš auto), plaćena premija nestaje i vi ne dobijate nikakve benefite. Za kupce opcija, plaćena premija je trošak i ne postoje neutrališući benefiti ako cena osnovne aktive ne krene značajno na gore (u slučaju kupovne opcije) ili značajno na dole (u slučaju prodajne opcije).

Ova analogija sa osiguranjem u stvari daje najbolji uvid u to kako hedžeri koriste opcije. Vratimo se sada našem ranijem primeru hedžinga sa fjučersima na obveznice Trezora. Pokazali smo da dileri hartijama od vrednosti koji su upravo kupili hartije od vrednosti Trezora na aukciji, mogu zaštititi svoj portfolio prodajom fjučers ugovora na obveznice Trezora. Kao alternativnu strategiju, diler bi mogao kupiti prodajne opcije na fjučers ugovore na obveznice Trezora. U ovom slučaju, ako padnu cene obveznica, vrednost portfolija pada, stvarajući gubitak. Kao što je naše razmatranje prodajnih opcija upravo pokazalo, vrednost prodajne opcije se povećava kako pada cena osnovne aktive. Ovim se neutrališe gubitak u dilerovom portfoliju.

Glavna razlika između ove dve hedžing strategije nastaje ako cene obveznica rastu a ne padaju. Jasno je da je diler koji je kupio prodajne opcije daleko bolje prošao: rastuće cene obveznica povećavaju vrednost portfolija, dok je najgore što prodajne opcije mogu da učine jeste da postanu bezvredne na dan isteka ugovora. Asimetrična isplativost po prodajnoj opciji znači da je diler zaštitio sebe od rizika silaznog potencijala kupovinom prodajne opcije dok je istovremeno zadržao uzlazni potencijal preko portfolija. Diler koji je prodao fjučerse sa obveznicama kao hedžing ima neutrališuću dobit na fjučers ugovor ako padnu cene obveznica ali takođe ima istovetni neutrališući gubitak za fjučerse

ugovor ako cene obveznica porastu. Stoga, prodaja fjučers ugovora za hedžing pruža silaznu zaštitu ali i eliminiše uzlazni potencijal.

Zašto onda svi ne rade hedžing poslove sa prodajnim opcijama umesto za fjučers ugovorima? Odgovor, svakako, leži u premiji. Kupac opcije plaća nešto za asimetričnu isplativost. Ako cene obveznica ne padnu, onda prodajna opcija ističe bez vrednosti i premija je izgubljena. Hedžing sa fjučersima, s druge strane, nema bilo kakve isplate premija. Ako su premije po opcijama niske verovatno je isplativo da se hedžing radi sa opcijama, dok kada su premije visoke fjučersi mogu ispasti daleko privlačniji hedžing mehanizmi.

Treba znati da hedžing nije jedini razlog zbog koga ljudi kupuju opcije. Spekulisanje oko toga da li će cena obveznica Trezora da raste daleko manje nervira ako investitor kupuje kupovne opcije umesto osnovnih hartija od vrednosti (ili fjučers ugovor). Naročito, kupovina kupovne opcije ograničava vaš gubitak na premiju ako cene odu u pogrešnom pravcu (što je i uobičajeno za većinu nas). Zbog toga, čak iz ugla spekulanta, premije po opcijama predstavljaju trošak osiguranja.

Šta određuje opcione premije?

Pošto su opcione premije značajne i za hedžere i spekulante, hajde onda da pogledamo šta određuje da li su one velike ili male. Očigledni odgovor na to jeste da opcione premije određuju kao bilo koju drugu cenu - ponuda i tražnja. Međutim, ono što bismo mi hteli, jeste da ponudimo predstavu o tome šta leži u osnovi želje da se plati visoka cena za neku opciju (tražnja) u poređenju sa spremnošću da se prodaju opcije (ponuda). Pošto je ovo veoma komplikovana tema, naše razmatranje će biti kratko i više će biti zasnovano na intuiciji nego što će biti rigorozno i matematičko. Prvo ćemo razmatrati kupovne opcije a onda ćemo proširiti naše razmatranje na prodajne opcije.

Uzmimo za primer našu najomiljeniju opciju, IBM kupovne opcije sa strajk cenom od \$80. Cena takvih opcija na akcije se obično kotira po akciji, što znači da množenjem sa 100 (broj akcija koji je dozvoljen vlasniku kupovnih opcija da kupi) dobijamo dolarsku cenu za opciju. Na primer, junska IBM 80 kupovna opcija se kotira na \$3, i to znači da ona košta \$300; da je opcija kotirana na \$15, koštala bi \$1.500, i tako dalje. Šta je to što određuje da li je cena IBM 80 kupovne opcije \$3, \$15 ili \$35? Tri glavna faktora su: tekuća cena IBM akcija, volatilnost cena IBM akcija i koliko je vremena ostalo do isteka opcije. Sada ćemo razmotriti svaki od ovih faktora redom.

Prilično intuitivno zvuči da kupovna opcija sa datom izvršnom cenom vredi više što je veća cena osnovne aktive. Ako se akcije IBM-a prodaju za \$90, onda vam kupovna opcija od \$80 daje pravo da kupite 100 akcija po ceni koja je za \$10 ispod cene po kojoj biste mogli da prodate akcije. Stoga, svi bi platili najmanje \$10 za IBM \$80 kupovne opcije ako bi se IBM akcije prodavale za \$90, pošto bi mogli da ostvare trenutni profit ako bi se kupovne opcije prodavale po manjoj ceni. Ako bi se IBM akcije prodavale za \$110, na primer, kupovna opcija od \$80

bila bi vredna najmanje \$30. Posmatrano malo opštije, opcije se mogu prodavati u najmanju ruku po njihovoj intrinzičnoj (unutrašnjoj) vrednosti u bilo kom trenutku, čak i pre njihovog isteka. To znači da viša cena akcija podrazumeva veću vrednost kupovnih opcija u svako vreme.

Ali to ne može biti potpuna priča. Ako se akcije IBM prodaju po \$80, intrinzična vrednost kupovnih opcija od \$80 bila bi jednaka nuli, ali opcije bi mogle i dalje biti prilično vredne. Ovo naročito važi ako te kupovne opcije imaju još dosta vremena pre njihovog isteka. Konkretno, ako je cena IBM opcije veoma volatilna i ako ima još dosta vremena pre isteka opcije, onda uvek postoji mogućnost da cena znatno poraste u periodu od danas pa do vremena njenog isteka. Što je veća volatilnost IBM akcija, cena može više da im raste, utoliko bi više mogla da vredi kupovna opcija na dan isteka. Stoga, s obzirom na tekuću cenu akcija, kupci kupovnih opcija bi plaćali više za kupovne opcije kada bi osnovne akcije bile volatilnije nego obično. Sličan argument čini da su prodavci opcija manje spremni da pišu opcije na akcije sa velikom volatilnošću cena. Zbog toga, za bilo koju datu cenu osnovne aktive, premije po kupovnim opcijama će biti više za akcije sa visokom volatilnošću cena.⁶

Uticao preostalog vremena do isteka na vrednost kupovne opcije se jasno vidi kao nastavak onoga što smo upravo naveli. Kupovna opcija koja ističe za šest meseci od sada ima više vremena tokom kojeg će cena osnovne aktive da se popne iznad izvršne (exercise price) nego opcija sa samo tri meseca do isteka. Zato će premija za kupovnu opciju biti viša što je duži rok dospeća opcije.

Da sumiramo, kupovne opcije će vredeti više što je veća cena osnovne aktive, što je veća volatilnost osnovne aktive i što je duže vreme do isteka opcije.

HOD PO ŽICI

Ne krivite derivate

U atmosferi nakon skandala oko Enron kompanije, mnogi posmatrači su zaključili da Enron ne bi bio u mogućnosti da prikrije svoje finansijske nevolje bez dimne zavese koju su stvorili složeni derivatni ugovori koje je bilo teško proceniti ispravno. Derivati su bili žrtveni jarcu u slučaju bankrotstva municipalnog investicionog fonda Orindž kaunti okruga u Kaliforniji i bili su optuženi

za propadanje tri stotine godina stare britanske investicione banke Barings.

Optužbe da su derivati opasni proizilaze iz njihovih komplikovanih sistema isplativosti, tako da čak i sofisticirani investitori mogu da se neprijatno iznenade ishodom neke određene strategije sa derivativima. U slučaju korporacije Enron, kompleksnost ugovora čini nam se da je bila

⁶ Obratite pažnju da iako visoka volatilnost može značiti velike padove cena kao i velike dobitke, veći silazni rizik je manje važan za kupca kupovnih opcija nego povećani uzlazni potencijal usled asimetrične isplativosti za tu kupovnu opciju. Najgore što može da se dogodi kupcu kupovne opcije je da kupovna opcija ispadne bezvredna, dok je s druge strane uzlazni potencijal neograničen.

manje važna od prevara i sukoba interesa koji su doveli do toga da revizori odobre zavaravajuće finansijske izveštaje. Štaviše, derivate su svesno zloupotrebili sofisticirani investitori u Okrugu Orindž i kod Baringsa. Svi ovi slučajevi ukazuju na probleme korporacionog upravljanja i kontrole a ne na immanentno zlo derivata.

Teško je poverovati da su derivati isuviše komplikovani za sofisticirane investitore da ih upotrebe propisno u izradi strategije za smanjenje rizika.

Slično razmatranje bi pokazalo da će premije po prodajnim opcijama biti više što je niža cena osnovne aktive, pošto prodajna opcija daje njenom vlasniku pravo da proda po izvršnoj (exercise) ceni. Naročito, IBM prodajna opcija sa izvršnom cenom od \$80 vredeće više ako se IBM prodaje po \$70 a ne za \$80. Viša volatilnost cena osnovne aktive i duže vreme do isteka čini prodajne opcije vrednijim iz istih razloga iz kojih čine kupovne opcije vrednijim: postoji veća šansa da će opcija imati višu intrinzičnu vrednost na dan isteka opcije.⁷

Utvrđivanje cena opcija javlja se u mnogo većem broju komplikovanih varijanti nego što smo mi to ovde opisali. Matematički arbitražni argumenti daju čitav niz rigoroznijih rezultata. Ali u našu svrhu dovoljno smo daleko otišli da shvatimo da će opcije biti skup način da se hedžiraju rizici u portfoliju ako su ti rizici znatni. Ipak, na kraju posle svega izrečenog i urađenog, treba znati da besplatan ručak ne postoji. Naročito, ako su cene akcija i obveznica veoma volatilne, onda će premije za opcije biti velike. Finansijske institucije će onda biti suočene sa teškim izborom: da li uraditi hedžing sa opcijama da bi se održao uzlazni potencijal uz plaćanje znatnih premija ili hedžirati sa fjučersima i zaboraviti na premije i ekstra profitabilnost. Pri poslednjem osvrtnju na ovu problematiku i opcijska i fjučerska tržišta imala su aktivne učesnike iz najznačajnijih finansijskih ustanova. Zaključak: smanjivanje rizika se javlja u mnogim oblicima, u zavisnosti od njegove cene (ili rečeno nešto drugačijim jezikom, plaćate svojim novcem i pokušavate da iskoristite sopstvene prilike).

Opšti pregled Svopova

Svopovi su relativno novi u pejzažu derivata, jer su nastali 1981. godine kao izum koji treba da pomogne firmama da smanje rizik kamatne stope. Od tada su svopovi doživeli takav razvoj da oni sada obuhvataju transakcije vredne

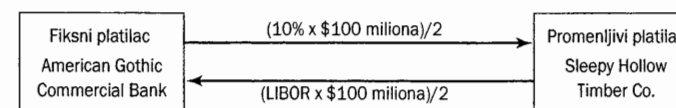
Opcije, fjučersi i svopovi koriste svakodnevno hiljade menadžera rizika, koji često koriste osnovne strategije opisane u ovom poglavlju. To što samo nekolicina učesnika zloupotrebljava ove instrumente ne bi trebalo da stvara opštu osudu. To bi bilo isto kao kada bismo zabranili upotrebu skalpela samo zbog toga što je Džek Trbosek verovatno koristio taj konkretni hirurški instrument da bi ubijao svoje žrtve.

⁷ Kao i u fusnoti 6 samo povoljan ishod volatilnosti ima cenu u opciji; nepovoljno kretanje cena u najgorem slučaju čini da vrednost opcije ode na nulu.

nekoliko milijardi dolara godišnje. Svopovi se javljaju u dve široke vrste: **svopovi kamatnih stopa i valutni svopovi**. Iako su obe vrste važne, da bismo zadržali stvari pod kontrolom držaćemo se vrste koja se tiče kamatne stope da bismo ilustrovali kako svopovi funkcionišu.

Kao i fjučersi i opcije, svop je ugovorni sporazum. Kod svopa dve strane (koje nazivamo **partneri**) sporazumevaju se da razmene plaćanja kamate tokom određenog vremenskog perioda. Jedna strana u transakciji naziva se **platilac po fiksnoj stopi** a druga **platilac po promenljivoj stopi**. Njihove međusobne obaveze mogu da izgledaju ovako: platilac po fiksnoj stopi saglasan je da plaća 10 procenata godišnje u svakoj od narednih pet godina; platilac po promenljivoj stopi saglasan je da plaća na osnovu neke referentne stope, kao što je stopa Trezora ili LIBOR (Londonska međubankarska ponudbena stopa). Dolarski iznos plaćanja između ugovornih strana se utvrđuje tako što se pomnože kamatne stope nekom dogovorenom glavnicom, poznatom kao **uslovni iznos glavnice (notional principal amount)**. Pre nego što pokušamo da shvatimo zašto bi pojedinci ili kompanije ušli u takav ugovor, hajde da vidimo o čemu su se to ustvari ugovorne strane sporazumele.

Za razliku od fjučersa i opcijskih ugovora kojima se trguje na berzama, svopovi su posebno podešeni sporazumi zamišljeni da odgovaraju zahtevima ugovornih strana. Međutim, postoje neke konvencije kojih se svi pridržavaju. Na primer, zamislimo da je American Gothic (AG) komercijalna banka saglasna da plaća 10 procenata godišnje tokom narednih pet godina Sleepy Hollow (SH) drvoprerađivačkoj kompaniji, dok je SH saglasna da plaća AG-u koliki god bio šestomesečni LIBOR. Stoga je AG platilac po fiksnoj stopi a SH je platilac po promenljivoj stopi. Ugovorne strane su saglasne da je uslovni iznos glavnice \$100 miliona. Prema postojećim konvencijama kamata se plaća svakih šest meseci. Zbog toga, će AG plaćati SH-u \$5 miliona (10 procenata puta \$100 miliona podeljeno sa 2), svakih šest meseci narednih pet godina. Plaćanja SH-a prema AG-u zavise od šestomesečnog LIBOR-a. Tako da ako je trenutni LIBOR 8 procenata, onda SH plaća AG-u \$4 miliona (8 procenata puta \$100 miliona podeljeno sa 2) nakon šest meseci. Drugo plaćanje SH prema AG-u će zavisiti od toga kakav će biti šestomesečni LIBOR. Stoga, ako je šestomesečni LIBOR 7 procenata tokom šest meseci, plaćanje će biti \$3,5 miliona (7 procenata puta \$100 miliona podeljeno sa 2) na kraju jedne godine. Obratite pažnju na to da platilac po fiksnoj stopi (AG) uvek plaća isti iznos, dok plaćanja platioca po promenljivoj stopi (SH) variraju prema referentnoj stopi.



SLIKA 9.1 Obaveze plaćanja svakih šest meseci tokom trajanja svopa

Uslovni iznos glavnice se nikada ne razmenjuje, već samo kamatna plaćanja. Slika 9.1 ilustruje određene obaveze između ovih dveju ugovornih strana.

Svopovi mogu biti strukturisani skoro na bilo koji način koji odgovara obema ugovornim stranama. Iako se LIBOR pojavio kao najpopularnija referentna stopa za utvrđivanje plaćanja platioca po promenljivoj stopi, stope Trezorskih zapisa i stope na komercijalne papire su neke očigledne alternative.

Šta određuje da li platilac prema fiksnoj stopi plaća 10 ili 11 procenata kada prima LIBOR? Dva značajna faktora su putanja krive prinosa i rizika neizvršenja (default risk). Oba ova slučaja razmatrana su u poglavlju 5. U slučaju našeg petogodišnjeg svopa, ako petogodišnje Trezorske hartije od vrednosti imaju prinos od 9 procenata i ako je American Gothic kompanija rangirana kao Aaa, AG bi možda plaćala 1 procenat preko petogodišnjih Trezorskih hartija ili ukupno 10 procenata. Ako je AG banka sa slabijom kreditnom sposobnošću, ona bi, možda, morala da plati 1,5 procenat iznad petogodišnjih Trezorskih hartija u ukupnom fiksnom plaćanju od 10,5 procenata. Da li ste primetili da rizik od neizvršenja obaveza igra određenu ulogu iako ugovoreni iznos glavnice ne biva razmenjen zbog toga što ugovorne strane mogu da ne izvrše obaveze po planiranom plaćanju kamate.

Finansijske institucije, kao što su banke i dileri hartijama od vrednosti, pomažu da dovedu ugovorne strane zajedno u svop, često umetanjem sopstvenog kredita između ugovornih strana koje se možda međusobno i ne poznaju. Stoga, American Gothic i Sleepy Hollow mogu preferirati da razmene plaćanja sa Safe and Sound Nacionalnom bankom, radije nego jedna s drugom. Safe and Sound će više nego rado da im izađe u susret i naplatiće im proviziju shodno tome. Ovo će činiti da se AG i SH osećaju udobnije, ali zato može da ostavi Safe and Sound sa obavezom da izvrši fiksno ili promenljivo plaćanje u slučaju da jedna od ugovornih strana ne ispuni svoje obaveze. Jasno, Safe and Sound proverava AG i SH i varira svoju proviziju prema njihovim kreditnim sposobnostima.

Čemu svop?

Kao konzervativni poslovni sistemi, American Gothic i Sleepy Hollow se upuštaju u svop da bi smanjili svoju izloženost riziku. Na primer, zamislimo da AG plasira petogodišnji \$100 milona dolarski komercijalni kredit a novčana sredstva pribavi na staromodni način, emitovanjem šestomesečnih sertifikata o depozitu svojim omiljenim deponentima. Petogodišnji komercijalni zajam ima prinos od 12 procenata a šestomesečni CD koštaju 7 procenata. Iako je ovo profitabilno, detaljnije istraživanje glavnog finansijskog rukovodioca AG pokazuje je da je ovaj paket rizičan jer šest meseci od sada stope za CD mogu da porastu, dovodeći do toga da profit AG-a padne ili nestane. AG bi mogao da smanji ovaj rizik tako što bi pronašao drugu ugovornu stranu koja bi bila voljna da plati AG-u šestomesečnu kamatnu stopu (tako da bi AG mogao da pokrije svoje troškove za CD) a u zamenu AG bi plaćao po fiksnoj stopi tokom pet godina. Kada bi ta fik-

sna stopa bila 10 procenata godišnje (kao u našem primeru iznad), AG bi i dalje ostvario profit na svom zajmu (koji daje prinos od 12 procenata.)

Okrenimo se sada prema Sleepy Hollow drvoprerađivačkoj kompaniji. Zamislimo da je Sleepy Hollow upravo okončao uspešnu ponudu kredita, emitujući desetogodišnje note po fiksnom kursu od $9\frac{3}{4}$ procenta. Pošto je u tom poslu već više od sto godina, SH ima dobre dugoročne perspektive i procenjuje da joj neće biti potrebno išta od njenog novomobilisanog iznosa tokom perioda od pet godina. Zato ona uzima sredstva i zatim investira u šestomesečne evrodolarske depozite zbog toga što londonska filijala njenog dugogodišnjeg bankara obećava veoma primamljivu stopu, naročito zato što SH obećava da će obnoviti evrodolarske depozite, svakih šest meseci, tokom narednih pet godina. Glavni problem sa ovom strategijom jeste što evrodolarske stope mogu da padnu, ostavljajući SH da plati fiksnih $9\frac{3}{4}$ po svom dugu ali da manje zarađuje po osnovu svojih kratkoročnih investicija. Jasno je da SH može da smanji svoju izloženost riziku tako što bi pronašla drugu ugovornu stranu koja bi SH-u plaćala fiksnu stopu (recimo 10 procenata tokom narednih pet godina) a u zamenu SH bi plaćala po promenljivoj stopi zasnovanoj na šestomesečnom LIBOR-u (što je stopa koju SH zarađuje na svojim šestomesečnim evrodolarskim depozitima).

Evo stiže i Safe and Sound Nacionalna banka i dovodi AG i SH zajedno u okviru svop sporazuma: AG plaća fiksno a prima fluktuirajuće; SH plaća fluktuirajuće a prima fiksno; a Safe and Sound zarađuje proviziju zbog toga što je shvatila da fiksno plaćanje od 10 procenata funkcioniše za obe strane. Gledano još opštije Safe and Sound zarađuje proviziju zbog toga što je aranžirala transakciju koja je omogućila i AG-u i SH-u da smanje svoju izloženost riziku a da pritom održavaju svoje profite.

Ono što smo upravo malopre opisali jeste **generički svop**, kojeg ponekad nazivamo svop „obična vanila“. Cilj oba učesnika u ovom primeru bio je da se razreši nesklad u rokovima dospeća u njihovim finansijskim bilansima. Kontroverze oko derivata, generalno, a naročito svopova, nisu slučajevi koji su ovde opisani. Ustvari, svopovi postaju neprijatni kada stvaraju gubitke i kada je jedna od ugovornih strana prikriveni spekulat a ne hedžer. Da bismo razumeli opasnost koja je prisutna hajde da razmotrimo šta je to što utiče da vrednost svop ugovora ide na gore ili na dole.

Određivanje vrednosti svopa

Svop ugovorima se trguje na vanberzanskom tržištu, upravo kao i sa korporacijskim obveznicama. Tako bi American Gothic mogao da prodaje svoju svop obaveznu (primanje promenljivog i plaćanje fiksnog) nekom drugom. Pitanje koje se postavlja jeste da li će AG morati da nekome plati da bi taj preuzeo njegove ugovorne obaveze ili će možda dobiti nešto za uzvrat ili zamenu? Pogledajmo šta određuje koliko je vredan neki svop ugovor koristeći se numeričkim primerom koji smo razvili napred.

American Gothic ima sledeći ugovorni sporazum: pristao je da plaća \$5 miliona svakih šest meseci tokom narednih pet godina i u zamenu će primati svakih šest meseci dolarsko plaćanje jednako šestomesečnom LIBORu pomnoženim sa \$100 miliona podeljeno sa 2. Kada bi AG pitao Citibanku da preuzme ovaj ugovor jedan dan kasnije nakon što je ugovor sklopljen, šta bi Citibanka učinila? Prvi korak bi bio da se vidi koliko svopovi plaćaju danas za pravo da primaju šestomesečni LIBOR. Ako bi kamratne stope za ugovor na pet godina porasle na nivo od 12 procenata, onda bi plaćanje od \$6 miliona bilo potrebno (12 procenata puta \$100 miliona podeljeno sa 2) da bi se dobijao šestomesečni LIBOR, međutim, ako bi kamratne stope za period od pet godina pale na 8 procenata, onda bi bilo plaćanje od \$4 miliona. Stoga, ako kamratne stope rastu, onda platlac po fiksnoj stopi (AG) ima prilično vredan svop u svojim rukama jer taj svop plaća \$5 miliona umesto \$6 miliona svakih šest meseci da bi dobio šestomesečni LIBOR. U tom slučaju, AG će moći da proda svoj svop ugovor Citibanci uz profit. Ako bi kamratne stope pale, AG ima neprofitabilni svop ugovor jer plaća \$5 miliona umesto \$4 miliona svakih šest meseci da bi dobijao šestomesečni LIBOR. Zbog toga bi AG morao da plati Citibanci da preuzme njegov svop ugovor.

Slična provera nekog hipotetičkog modela bi pokazala sasvim suprotno za platioca promenljive stope, ali u interesu milosrđa ćemo vas poštediti tih detalja. Svrha ove vežbe i hipotetičke provere jeste da se pokaže da i svopovi proizvode dobitke i gubitke kao opcijski i fjučers ugovori.⁸

Sada je moguće da shvatimo zašto svopovi mogu biti opasni. American Gothic i Sleepy Hollow su ušli u svop sporazum sa ciljem da umanje postojanje rizika. To ne samo što nije bilo opasan već je bio veoma razuman postupak. Međutim, ne postoji ništa što može sprečiti nekog kočopernog i nadobudnog spekulanta da uđe u svop sporazum u očekivanju da će profitirati od budućih kretanja kamratnih stopa. U ovakvom slučaju, svopovi mogu veoma lako da donesu gubitke. U slučaju da taj spekulatant radi za neku banku, osiguravajuću kompaniju ili menadžera penzionog fonda, naslov u dnevnom listu u kome piše „Svopovi prouzrokuju bankrotstva” trebalo bi u stvari da glase „Spekulanti prouzrokuju bankrotstva”. Možda to ne smanjuje gubitke ali u svakom slučaju baca sasvim drugačije svetlo na svopove.

8 Svopovi su identični seriji pojedinačnih fjučers ugovora krojenih po meri - koji se nazivaju forward ugovori - na kamatonosne hartije od vrednosti. Na primer, ako kamratne stope padnu a cene obveznica rastu, platilac po fiksnoj stopi gubi novac, upravo kao neko ko je prodao fjučerse na obveznice Trezora. Ako kamata raste a cene obveznica padnu onda u tom slučaju platilac po fiksnoj stopi zaradi novac, upravo kao neko ko je prodao fjučerse na obveznice Trezora. Ovo nije iznenađujuće jer je platilac po fiksnoj stopi sklopio ugovor da će plaćati fiksni iznos da bi primio plaćanje koje će biti više ako kamratne stope budu više ili da primi manje plaćanje u slučaju da kamratne stope budu niže.

REZIME

1. Finansijski fjučers ugovori obuhvataju sledeće: fjučerse na kamratnu stopu, kao što su obveznice Trezora i evrodolari; fjučerse na indekse akcija, kao što je S&P 500; i fjučerse na devize, kao što je japanski Jen. Njih koriste finansijske institucije da bi smanjile rizik od promena cena osnovnih hartija od vrednosti. Dugi hedžeri smanjuju rizik kupovinom fjučers ugovora, kratki hedžeri smanjuju rizik prodajom ugovora.
2. Cene fjučers ugovora utvrđuju se ravnotežom ponude i potražnje za ugovorima koju ostvaruju hedžeri, spekulanti i arbitražeri. Aktivnosti arbitražera stvaraju bliski odnos između cena fjučers ugovora i osnovne aktive.
3. Opcije se dele na prodajne i kupovne opcije. Kupci prodajnih opcija imaju pravo da prodaju po fiksnoj izvršnoj ceni, dok kupci kupovnih opcija imaju pravo da kupuju po fiksnoj izvršnoj ceni. Prodavci opcija (ili pisci) imaju obavezu da učine ono što kupci žele. Shodno pravima koja dobijaju kupci opcija plaćaju premiju prodavcima opcija.
4. Finansijske institucije mogu koristiti opcije da bi hedžirale svoje rizike. Asimetrična isplativost za prodajne opcije i kupovne opcije - neograničeni dobitci sa ograničenim gubicima - čini opcije posebno privlačnim.
5. Cene svih opcija - njihove premije - više su što je veća volatilnost cena osnovne aktive i što je duže vreme do isteka opcije. Uz to, prodajne opcije su vrednije kada je cena osnovne aktive niska, a kupovne opcije su vrednije kada je cena osnovne aktive visoka.
6. Svopovi kamratne stope su ugovorni sporazumi između dve strane koje su se sporazumele da razmenjuju kamratna plaćanja tokom nekog određenog vremenskog perioda. Finansijske institucije mogu da upotrebe svopove da smanje svoju izloženost riziku vezanu za neusklađenost rokova dospeća u svojim bilansima.
7. Vrednost svopa se menja onda kada se kamratne stope pomeraju na gore ili na dole. Hedžeri nisu mnogo zabrinuti kada se ovo dešava, ali zato spekulanti jesu.

KLJUČNI TERMINI

Arbitražer, str. 169	Generički svop, str. 181	Klirinška korporacija, str. 166
Derivat, str. 163	Hedžer, str. 167	Kratka pozicija, str. 165
Duga pozicija, str. 164	Intrinzična vrednost, str. 175	Kupovne opcije, str. 171
Finansijski fjučersi, str. 164	Izvršna cena, str. 171	Margina, str. 166
Forward (terminski) ugovor, str. 165	Kamatni svop, str. 179	Mark-to-market saldiranje, str. 166

Opciona premija, str. 172	Prodajne opcije, str. 171	Ugovor o opcijama, str. 171
Pit, str. 165	Saldiranje neutralisanjem, str. 166	Partner, str. 179
Platilac po fiksnoj stopi, str. 179	Strajk cena, str. 171	Uslovni iznos glavnice, str. 179
Platilac po promenljivoj stopi, str. 179	Spekulat, str. 169	Valutni svop, str. 179

PITANJA

- Da li legitimni hedžeri na tržištima fjučersa očekuju da isporuče (ili da prime isporuku) neke osnovne aktive? Zašto ili zašto ne?
- Objasnite proces koji gura cenu fjučers ugovora da se izjednači sa cenom osnovne aktive tokom perioda isporuke.
- Objasnite prava i obaveze kupaca i prodavaca kupovne opcije. Uporedite ih sa pravima i obavezama kupca ili prodavca fjučers ugovora.
- Koja je razlika u smislu potencijalnog profita ili gubitka hedžiranja portfolija obveznica Trezora prodajom fjučers ugovora naspram kupovine prodajnih opcija?
- Zašto opcija vredi više što je veća volatilnost osnovne akcije?
- Objasnite zbog čega je platilac fiksne stope u nekom kamatnom svopu srećan kada kamatne stope rastu.
- Pitanje koje treba prodiskutovati:* Pošto su svopovi, opcije i fjučers ugovori komplikovani instrumenti, da li treba doneti zakone koji ograničavaju učešće na ovim tržištima samo „podesnim“ investitorima?

MEDIA

RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

POGLAVLJE 10

Razumevanje stranih valuta



Velike banke i korporacije nekad su obavljale samo mali deo svog poslovanja u inostranstvu, ali sada mnoge među njima imaju ekspoziture širom sveta. Pre Drugog svetskog rata samo su bogati ljudi mogli sebi da priušte godišnji odmor u Evropi, danas na desetine hiljada univerzitetskih studenata tamo lete svakog leta. Kada god se obavlja neka transakcija između stanovnika dve različite zemlje, jedna vrsta novca mora da se razmeni za drugu. Ono što je značajno za većinu nas jeste da li ćemo morati da platimo malo više ili mnogo više za kanadski dolar ili japanski jen.

Razmena jedne vrste novca za drugu obavlja se na deviznom tržištu, koje se sastoji od mreže dilera stranom valutom, kao što su banke koje kupuju i prodaju strani novac u obliku stranih novčanica i depozita u inostranim bankama tokom poslovnog dana. Većina ljudi zna za menjačnice stranih valuta, koje rade uglavnom sa turistima, najčešće se nalaze u gradskim centrima, na aerodromima i na železničkim stanicama u svim glavnim turističkim centrima.

Cena stranog novca, to jest **kurs stranih valuta**, kao što je to slučaj i sa cenom bilo čega što se kupuje i prodaje, određuje se ponudom i tražnjom. Glavni problem je u identifikovanju osnovnih determinanti tražnje i ponude stranog novca.

Šta određuje kurs stranih valuta?

Kada god uvozimo neku stranu robu, kupujemo strane akcije ili obveznice, ili putujemo u inostranstvo, moramo da plaćamo ljudima u drugim zemljama.

Prirodno, ovi ljudi žele da im se plati novcem iz svoje zemlje. Zbog toga je potrebno da obezbedimo stranu valutu, što možemo i učiniti odlaskom u banku ili menjačnicu valuta i kupimo ga. Dakle naš uvoz dovodi do *tražnje za stranom valutom*. Usput, obratite pažnju, da kada god kupujemo strani novac mi to činimo nudeći dolare, tako da tražnja za stranim novcem dovodi do ponude dolara na tržištima stranih valuta.



Kotacije stranih valuta

Uzorak tabele kurseva stranih valuta

Zemlja	# dolara za jedinicu stranog novca	# jedinica stranog novca za jedan dolar
Argentina (Pezos)	0,3568	2,8027
Australia (Dolar)	0,6713	1,4896
Bahrein (Dinar)	2,6523	0,3770
Brazil (Real)	0,3463	2,8877
Kanada (Dolar)	0,7445	1,3432
1 mesec unapred	0,7430	1,3459
3 meseca unapred	0,7402	1,3510
6 meseci unapred	0,7366	1,3576
Čile (Pezos)	0,001416	706,21
Kina (Renminbi)	0,1208	8,2781
Kolumbija (Pezos)	0,0003534	2829,65
Češka Republika (Kruna)
Komercijalni kurs	0,03718	26,896
Danska (Kruna)	0,1579	6,3331
Ekvador (US Dolar)	1,0000	1,0000
Egipat (Funta)	0,1671	5,9852
Hong Kong (Dolar)	0,1282	7,8003
Mađarska (Forinta)	0,004427	225,89
Indija (Rupija)	0,02150	46,512
Indonezija (Rupijah)	0,0001212	8251
Izrael (Šekel)	0,2279	4,3879
Japan (Jen)	0,008452	118,32
1 mesec forvord	0,008460	118,20

3 meseca forvord	0,008474	118,01
6 meseci forvord	0,008493	117,74
Jordan (Dinar)	1,4104	0,7090
Kuvajt (Dinar)	3,3487	0,2986
Liban (Funta)	0,0006634	1507,39
Malezija (Ringit)	0,2632	3,7994
Malta (Lira)	2,7370	0,3654
Meksiko (Pezos)
Plivajući kurs	0,0952	10,4998
Novi Zeland (Dolar)	0,5837	1,7132
Norveška (Kruna)	0,1436	6,9638
Pakistan (Rupija)	0,01733	57,703
Peru (N. Sol)	0,2881	3,4710
Filipini (Pezos)	0,01877	53,277
Poljska (Zlot)	0,2618	3,8197
Rusija (Rublja)	0,03292	30,377
Saudijska Arabija (Rijal)	0,2667	3,7495
Singapur (Dolar)	0,5783	1,7292
Slovačka Republika (Kruna)	0,02810	35,587
Južna Afrika (Rand)	0,1263	7,9177
Južna Koreja (Von)	0,0008344	1198,47
Švedska (Kruna)	0,1290	7,7519
Švajcarska (Frank)	0,7609	1,3142
1 mesec forvord	0,7614	1,3134
3 meseca forvord	0,7622	1,3120
6 meseci forvord	0,7634	1,3099
Tajvan (Dolar)	0,02894	34,554
Tajland (Baht)	0,02406	41,563
Turska (Lira)	0,00000070	1428571
Velika Britanija (Funta)	1,6788	0,5957
1 mesec forvord	1,6752	0,5969
3 meseca forvord	1,6678	0,5996
6 meseci forvord	1,6577	0,6032
Ujedinjeni arapski emirati (Dirham)	0,2723	3,6724
Urugvaj (Pezo)

Zemlja	# dolara za jedinicu stranog novca	# jedinica stranog novca za jedan dolar
Finansijski	0,03810	26,247
Venecuela (Bolivar)	0,000626	1597,44
Evro	1,1722	0,8531

Leva kolona brojeva pokazuje koliko se novca SAD menja za jedan brazilski real, jednu britansku funtu, jedan južnokorejski von - drugim rečima, ona pokazuje koliko treba novca SAD da se kupi jedna jedinica stranog novca. Stavke u ovoj koloni ukazuju da ovog konkretnog dana treba nešto ispod 35 centi da se kupi jedan brazilski real, nešto ispod USD 1,68 da se kupi jedna britanska funta (pogledajte pod UK i zanemarite napomenu za forvord za trenutak) i manje od 0,1 centa da se dobije jedan južnokorejski von.

Desna kolona pokazuje koliko se stranog novca menja za jedan SAD dolar: 1 dolar bi vam doneo oko 2,89 brazilskih reala, oko 60 britanskih penija (59,57 da budemo precizni) ili oko 1.198 vona. Obratite pažnju na to da su ove dve kolone recipročne - to jest, 1 podeljeno sa 0,3568 jednako je 2,8027 (Argentina) i tako dalje.

Glavne valute imaju četiri različite kotacije cena: spot cena, jednomesečna terminska cena, tro-

mesečna terminska cena i šestomesečna terminska cena. Spot cena je ona koju plaćate da kupite novac danas. Terminske cene su one koje plaćate ako potpišete ugovor danas da biste dobili novac na određeni budući dan (30, 90 ili 180 dana od danas). Mnoge poslovne firme trguju na ovom takozvanom terminskom tržištu deviza jer anticipiraju potrebu za devizama u svom normalnom poslovanju. Ugovarajući danas da kupe ili prodaju devize na neki datum u budućnosti, poslovne firme izbegavaju rizik od promene deviznog kursa.

Evro (poslednja stavka u tabeli) je nova zajednička valuta za 12 zemalja koje su članice Evropske monetarne unije. (Zemlje članice su Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Nemačka, Grčka, Irska, Italija, Luksemburg, Holandija, Portugal i Španija).

Kada god izvozimo našu robu, prodajemo naše hartije od vrednosti drugima ili smo domaćini strancima koji putuju po našoj zemlji, plaćanja moraju da budu u našu korist. Prirodno, mi takođe želimo da nam se plati u našem novcu. Stranci moraju da kupe američke dolare, što mogu i učiniti odlaskom u banku ili menjačnicu stranih valuta i ponude novac iz svoje zemlje a dobiju dolare. Naš izvoz dovodi do *ponude strane valuta*. Obratite pažnju da kada oni nude strani novac pokušavaju da kupe dolare, tako da ponuda stranog novca prouzrokuje tražnju za dolarima na tržištima stranih valuta.

Plaćanja strancima i od stranaca su prikladno sumirana u nacionalnom **platnom bilansu**. Platni bilans svake zemlje iskazuje plaćanja strancima i primljena sredstva od njih, na isti način na koji neka porodica vodi evidenciju svih svojih rashoda i primanja. Deficit u platnom bilansu SAD-a je sličan deficitu u nekom kućnom budžetu. To znači da sad kolektivno isplaćujemo više novca u inostranstvo nego što primamo otuda. Suficit u platnom bilansu SAD znači

sasvim suprotno. To znači da primamo više novca nego što isplaćujemo drugima.

U osnovi kretanja kurseva stranih valuta nalazi se deficit ili suficit u platnom bilansu:

1. Deficit u našem platnom bilansu znači da mi isplaćujemo više novca inostranstvu nego što primamo. Ovo stvara tražnju za stranim valutama koja je veća od ponude. Kao rezultat toga, cena stranog novca će da poraste - vrednost strane valute će da **aprecira** u odnosu na dolar. O ovome možemo razmišljati i na drugačiji način kao o ponudi dolara koja je veća od tražnje za dolarom na tržištu stranih valuta, tako da će dolar da **deprecira** svoju vrednosti u odnosu na druge vrste novca.

2. *Višak sredstva* u našem platnom bilansu znači da mi primamo više novca iz inostranstva nego što plaćamo. Ovo proizvodi ponudu stranog novca (pokušaj kupovine dolara) koja je veća od tražnje za stranim novcem, tako da će cena stranog novca pasti. Strane valute će deprecirati, a dolar će aprecirati.

Kada kursevi stranih valuta slobodno reaguju na ponudu i potražnju, kao što je to upravo opisano, oni često generišu samokorigujuće izmene u uvozu i izvozu i u drugim vrstama međunarodnih transakcija, koje eliminišu deficite i viškove u platnom bilansu. Na primer, zamislimo da uvozimo više robe nego što izvozimo, tako da imamo deficit u plaćanjima. Cena stranih valuta će porasti. Dolar će deprecirati. Kao rezultat toga, strane robe i usluge će za nas postati skuplje, tako da je velika verovatnoća da ćemo manje uvoziti. U isto vreme, mi ćemo verovatno izvoziti više jer će strancima naši proizvodi biti jeftiniji (oni sada mogu dobiti više dolara za isti iznos svog novca). Sa smanjenim uvozom i sa povećanim izvozom, naš deficit u platnom bilansu bi trebalo da se smanji.

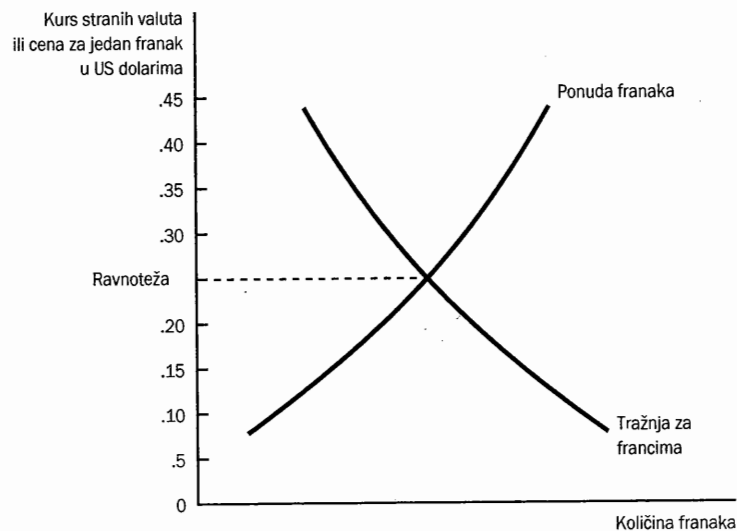
Isto rezonovanje može se primeniti kada imamo višak u plaćanjima jer izvozimo više robe nego što uvozimo. Cena stranog novca će pasti, povećavajući naš uvoz (jer je strana roba sada jeftinija za nas) i smanjujući naš izvoz (naši proizvodi su sada skuplji za strance), stoga smanjujući naš suficit.

Slika 10.1 ilustruje ove principe u slučaju franaka iz Džibutija. Dolarska cena za jedan franak nalazi se na vertikalnoj osi (na primer, 25 centi za jedan franak), a broj franaka se nalazi na horizontalnoj osi. Krive tražnje i ponude za franke imaju konvencionalne oblike: iznos franaka zahtevao je povećanja kako je padala njihova dolarska cena, jer kada franci postanu manje skupi, proizvodi Džibutija postaju jeftiniji za nas, onda uvozimo više iz Džibutija, stoga imamo veću tražnju za francima. Iznos franaka koji se nudi smanjuje se kako pada njihova dolarska cena, jer kada franci postanu jeftiniji onda naša roba postaje skuplja za Džibutance i onda manje izvozimo njima, stoga oni nude manje franaka na tržištu stranih valuta.

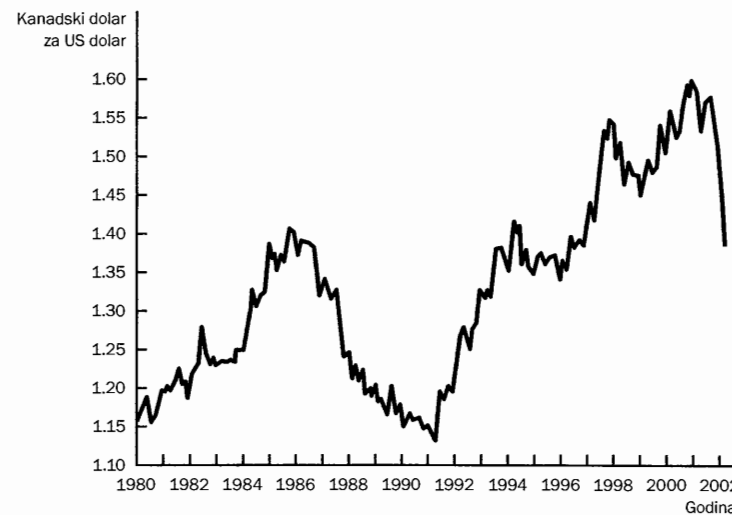
Onako kako su nacrtane, krive ponude i tražnje franaka nagoveštavaju ravnotežnu cenu od 25 centi za jedan franak. Pri takvom deviznom kursu, tražnja za francima jednaka je ponudi i naš platni bilans ne iskazuje niti deficit niti suficit (barem u odnosu na Džibuti).

Zašto devizni kursevi fluktuiraju?

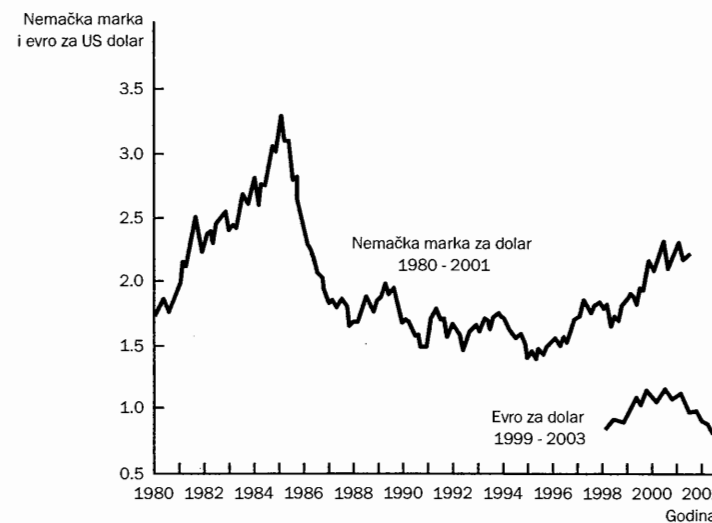
Jasno se vidi iz slike 10.2 koja prikazuje istorijsko kretanje deviznih kurseva između dolara i drugih značajnih valuta, da devizni kursevi znatno variraju tokom vremena.



SLIKA 10.1 Ponuda i tražnja stranih valuta i devizni kursevi



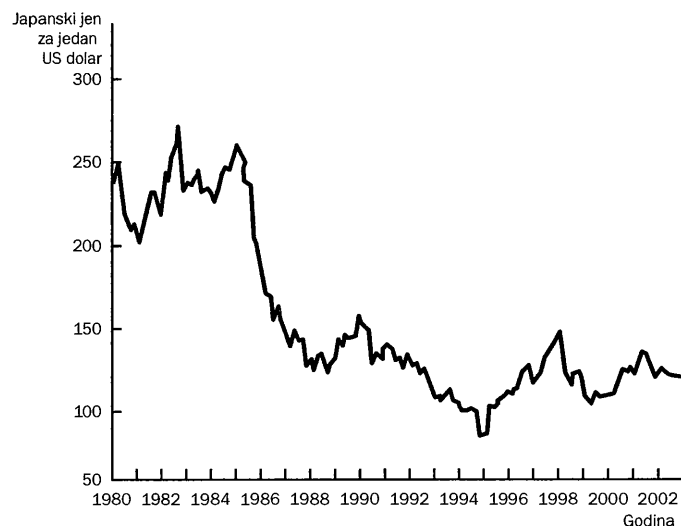
(a) Kanadski dolar za US dolar



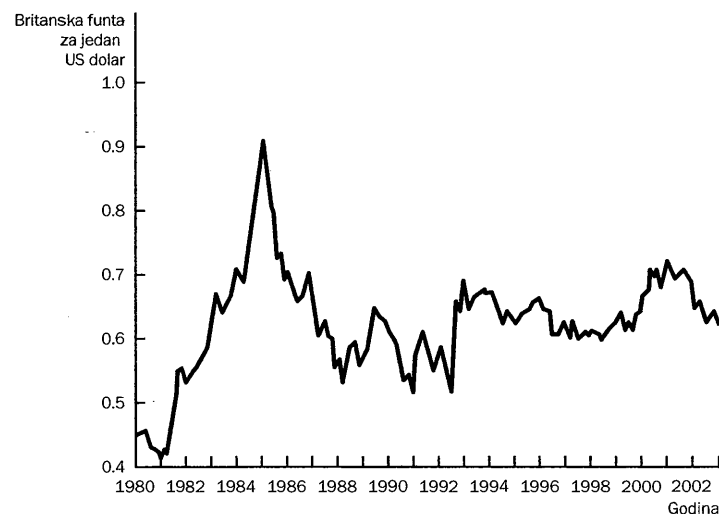
(b) Nemačka marka i evro za US dolar

SLIKA 10.2 Nedavna istorija deviznih kurseva između US dolara i drugih značajnijih stranih valuta

Napomena: svaki od ova tri grafikona pokazuje iznos stranih deviza za jedan US dolar. Veće brojke znače jači dolar a manje brojke slabiji dolar.



(c) Japanski jen za jedan US dolar

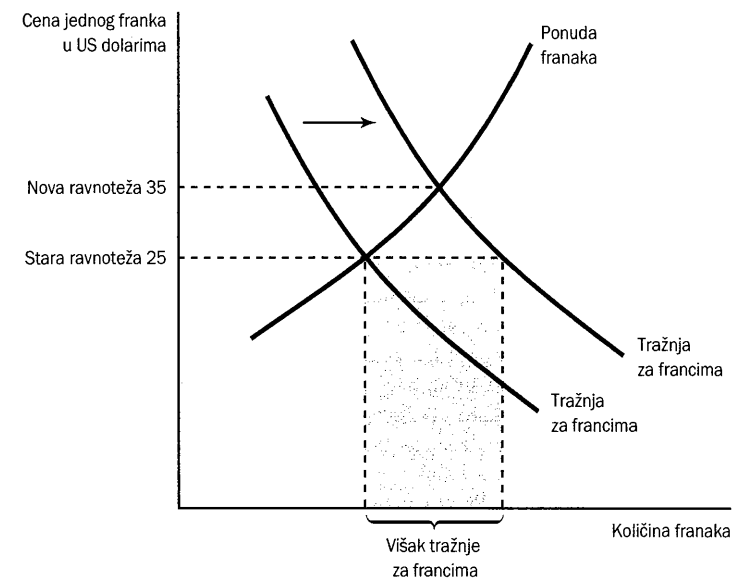


(d) Britanska funta za jedan US dolar

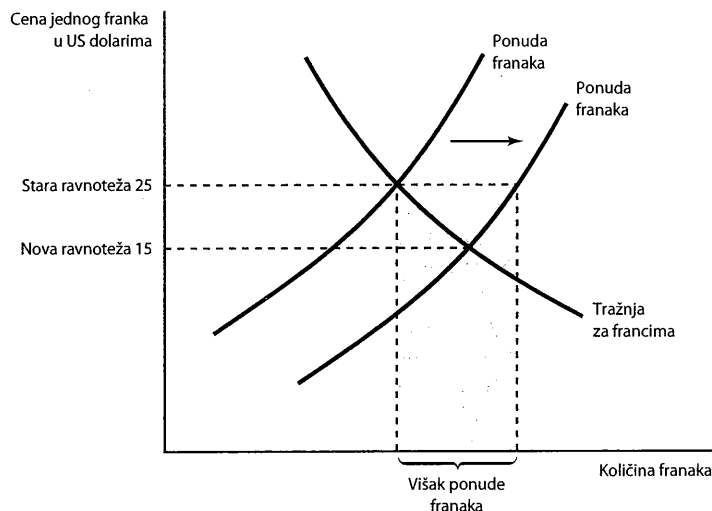
SLIKA 10.2 (nastavak)

Iako dolazi do ravnoteže na mestu ukrštanja krivih ponude i tražnje kao što je to prikazano u slici 10.1, kada god se te krive pomere u levo ili u desno ravnotežni devizni kurs će se promeniti. Na primer, slika 10.3 prikazuje da pomeranje u desno krive tražnje za francima dovodi do toga da cena franaka za dolare raste, recimo sa 25 centi na 35 centi. Ovo se događa jer je pri staroj ravnoteži od 25 centi, količina franaka koja se traži na novoj krivoj tražnje veća od ponude (postoji višak tražnje za francima), što tera cenu franaka na više. Slika 10.4 prikazuje da pomeranje u desno krive ponude za franke dovodi do toga da dolarska cena franaka pada, recimo sa 25 centi na 15 centi, jer pri staroj ravnoteži od 25 centi postoji veća količina franaka koja se nudi nego što se traži (postoji višak ponude franaka).

Ključ za razumevanje kretanja deviznih kurseva je u identifikaciji činilaca koji stvaraju pomeranja krive ponude i tražnje za inostranim valutama. Na najopštijem nivou, šta god da utiče na stanovnike SAD-a da kupuju veću ili manju količinu strane robe (po svakom deviznom kursu) pomera krivu tražnje za stranim valutama, dok šta god utiče na strance da kupuju veće ili manje količine robe iz SAD-a pomera krivu ponude stranih valuta. Konkretnije, možemo indentifikovati tri činioca koji utiču na dugoročne uslove ponude i potražnje.



SLIKA 10.3 Pomeranje u desno krive tražnje za francima podiže dolarsku cenu franaka, što implicira aprecijaciju franka i deprecijaciju dolara.



SLIKA 10.4 Pomeranje u desno krive ponude franaka snižava dolarsku cenu franaka, što implicira deprecijaciju franka i aprecijaciju dolara.

1. *Relative cene američke robe naspram strane robe.* Zamislimo kako cene američkih motorcikala rastu u odnosu na japanske motorcikle, tako da Harley od 1200 cc košta sada više nego Yamaha slične snage. Američki kupci će se preorijentisati na kupovinu Yamaha (mada prave manju buku), stvarajući višak tražnje za jenom, gurajući mu cenu u dolarima na gore. Zbog toga, jen teži aprecijaciji a dolar deprecijaciji kada god nivoi cena u SAD porastu u odnosu na nivoje stranih cena, ili još šire, kada god stopa inflacije u Sjedinjenim Američkim Državama premaši inostrane stope inflacije.

2. *Produktivnost.* Zamislimo kako su američke kompjuterske kompanije otkrile neki tajni proces kako da recikliraju vaše nedeljne novine u megabajt RAM memorije. One mogu da snize cene u odnosu na inostrane konkurente, što će povećati ponudu stranih valuta jer stranci kupuju više dolara da bi kupili naše jeftinije kompjutere. Prema tome, dolar doživljava aprecijaciju, a strane valute deprecijaciju kada se produktivnost u SAD-u poboljša u odnosu na inostranu produktivnost.

3. *Ukusi za robu iz SAD-a naspram inostrane robe.* Zamislimo da stranci zaključe da su NCAA šampionske kape značajnije za njihovu garderobu od poslednjih modela francuskih modnih kreatora. Ovaj novostečeni ukus povećava ponudu stranih valuta jer stranci kupuju dolare da bi kupili naše kape. Dolar tako doživljava aprecijaciju a strana valuta deprecijaciju kada god dođe do pomeranja u preferenciji za proizvode iz SAD-a.

NOVOSTI

Susedi dolara osećaju nelagodnost

Kanađani imaju sklonost da omalovažavaju svoj dolar, nazivajući ga luni (loonie - po slici pčice gnjurca koja je prikazana na kovanici od jednog dolara), a onda kada je bio na svom najnižem istorijskom nivou naspram američkog dolara u 2001. i početkom 2002. godine, nazivali su ga i „severni pezos“. Sada se mnoge kanadske firme nalaze u situaciji u kojoj bi rado poželeti da njihova valuta bude na nivou tog svog renomea.

Kanadski dolar je, u većem delu 2002. bio ne baš mnogo iznad svog najnižeg nivoa vrednosti od 62 američka centa. Godine 2003. luni je naglo skočio, dostigavši 72,12 centi sredinom maja, što je bila njegova najveća vrednost u više od proteklih pet godina.

S obzirom da 85 procenata kanadskog izvoza otpada na Sjedinjene Američke Države, izvoznici osećaju posledice toga. A te posledice osećaju i mnogi drugi, od investitora, koji su zavisni od dividendi koje dobijaju po osnovu američkih akcija, pa sve do domaće filmske industrije, koja je računala na povoljni devizni kurs da privuče filmske i televizijske producerske kuće iz Holivuda.

Deo preokreta lunija proizilazi iz pada američkog dolara, u odnosu na mnoge inostrane valute iz zemalja širom sveta, uključujući i japanski jen, evro i meksički pezos. Međutim, kanadske relativno visoke kamatne stope koje je Bank of Canada povisila pet puta tokom poslednjih 14 meseci zbog zabrinutosti oko inflacije takođe su podigle vrednost kanadskog dolara načinivši ga privlačnijim za strane investitore. Prinos na petogodišnje obveznice države Kanade porastao je na 4,1 procenat, u poređenju sa obveznicama Trezora SAD, koje daju prinos od oko 2,5 procenata.

Dok Sjedinjene Američke Države imaju ogroman trgovinski deficit i deficit na tekućem računu, kanadski tekući račun ostaje sa viškom. „U svetu koji se opredelio za prinos i koji želi da premesti svoje investicije iz Sjedinjenih Država, Kanada je zaista privlačna.“ rekao je Barry Wainstein, šef Odseka za devize i plemenite metale u Bank of Nova Scotia, u Torontu.

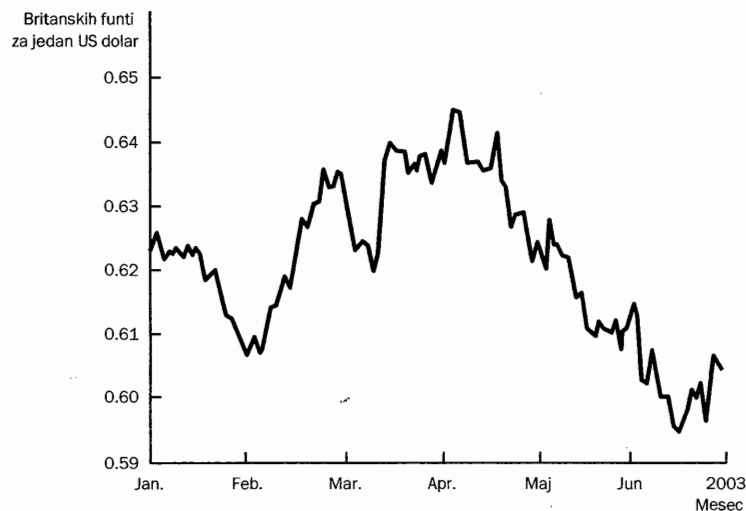
Izvor: Bernard Simon, „Dollar's Neighbors Feeling Uneasy“, New York Times, May 14 2003, p. W1. Copyright New York Times Company. Reprinted with permission.

Inflacija, produktivnost i ukusi su jasno u osnovi dugoročnih kretanja deviznih kurseva kao što je prikazano u slici 10.2. Međutim, po svojoj prirodi ovi činioci se sporo menjaju tokom vremena, tako da oni ne mogu objasniti često snažna dnevna i nedeljna kretanja deviznih kurseva. Na primer, slika 10.5 pokazuje znatnu dnevnu volatilnost kurseva značajnijih stranih valuta tokom prve polovine 2003. U korenu kratkoročne volatilnosti na deviznim tržištima jeste ponašanje globalnih investitora koji tragaju za najvišim mogućim zaradama, shodno stepenu rizika.

Kako globalni investitori dovode do volatilnosti deviznih kurseva

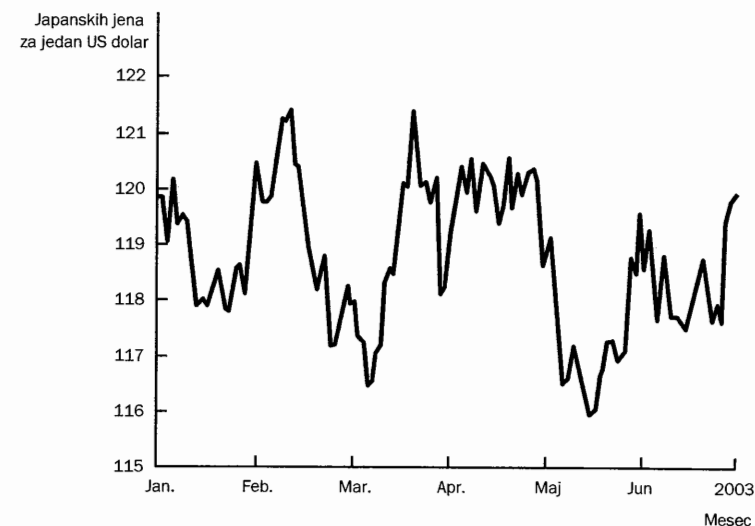
Investiciona sredstva teku preko nacionalnih granica jer građani SAD imaju slobodu da kupuju inostrane hartije od vrednosti i inostrani investitori mogu lako kupiti hartije od vrednosti SAD. U ovoj sredini gde postoji velika mobilnost

kapitala, investitori porede očekivane prihode po domaćim hartijama od vrednosti sa inostranim da bi utvrdili koji su od njih najprivlačniji. A kadgod neki američki investitori preferiraju inostrane hartije od vrednosti, prvo moraju da odu na devizno tržište da kupe strane valute. Slično tome, strani investitori preferiraju naše hartije od vrednosti i moraju prvo da odu na devizno tržište da kupe dolare. Zato promene u preferencijama za inostrane hartije od vrednosti utiču na povećanu tražnju ili ponudu stranih valuta na isti način kao i varirajuće preferencije za kape ili motocikle. Jedino, u ovom slučaju, *očekivanja* budućih deviznih kurseva igraju centralnu ulogu u procesu donošenja odluka, tako da čitav proces postaje unekoliko još volatilniji. Ovo se može najbolje ilustrovati pomoću konkretnih primera.

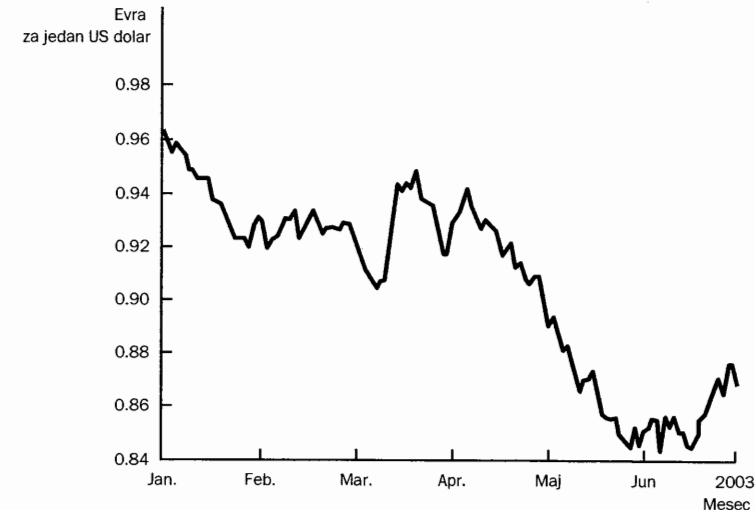


(a) Britanskih funti za jedan US dolar

SLIKA 10.5 Dnevne fluktuacije u deviznim kursevima mogu biti prilično nestabilne (2003.)

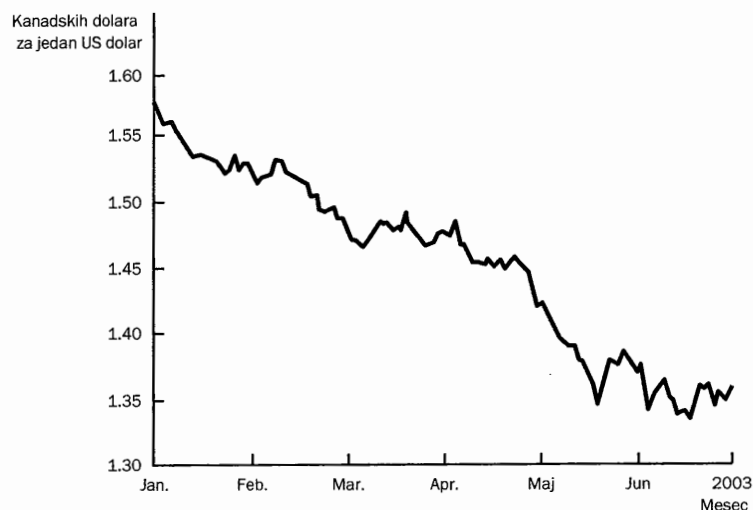


(b) Japanskih jena za jedan US dolar



(c) Evra za jedan US dolar

SLIKA 10.5 (nastavak)



(d) Kanadskih dolara za jedan US dolar

SLIKA 10.5 (nastavak)

Zamislamo kako je atletsko odeljenje vašeg koledža dobilo poklon od \$1 milion dolara da sagradi pokriveni kompleks teniskih terena. Nakon prigodne proslave predsednik predlaže da univerzitet investira sredstva na period od godinu dana dok se ne završe građevinski planovi. Univerzitetski blagajnik razmišlja o ulaganju u jednogodišnje hartije od vrednosti Trezora koje nose zaradu od 4 procenta sve dok ga nije univerzitetski savetnik za investicije obavestio da švajcarske jednogodišnje trezorske hartije od vrednosti nose zaradu od 6 procenta.¹ Pošto je svaka od ovih investicija u državne obveznice, blagajnik ne treba da brine o mogućem riziku oko naplativosti. Pošto su obe hartije od vrednosti sa jednogodišnjim dospećem, nema nikakve neizvesnosti koliko će zaradu svaka od njih doneti za godinu dana: 4 procenta za američku hartiju od vrednosti; 6 procenata za švajcarsku hartiju od vrednosti. Glavna razlika je u tome što američka hartija od vrednosti generiše 4 procenta u dolarima više dok švajcarska hartija od vrednosti proizvodi 6 procenata franaka više. Koja je bolja investicija od ove dve?

Da bi mogao da uporedi prihod od švajcarske hartije od vrednosti sa prihodom od američke hartije od vrednosti, blagajnik mora da doda ili oduzme *očekivanu* promenu u deviznom kursu tokom sledeće godine. Na primer, zamislamo kako je sada tekući devizni kurs između američkog dolara i švajcarskog franka

1 Priča iz *the New York Times* (videti Novosti) opisuje sličnu situaciju iz 2003. godine, kada je prinos po kanadskim državnim obveznicama bio za 1,6 procentnih poena viši od prinosa uporedivih hartija od vrednosti Trezora SAD.

(nazvanim dolarskim/švajcarskim kursom) 1,4 franka za jedan dolar. Da bi se investiralo u švajcarske jednogodišnje obveznice blagajnik prvo menja (konvertuje) \$1 milion u SF1,4 (SF označava švajcarski frank). Na kraju jedne godine švajcarska obveznica proizvodi SF1,484 miliona (SF1,4 pomnoženo sa 1,06 = SF1,484). Ako blagajnik može da konvertuje to natrag u dolare po istom kursu od 1,4, u tom slučaju investicija će generisati \$1,06 miliona (SF1,484 podeljeno sa 1,4 SF po dolaru jednako je \$1,06). Jasno je da je ovo bolje od kupovine hartija od vrednosti Trezora SAD koje bi donele zaradu od samo \$1,04 miliona.

Ali šta bi bilo ako bi kurs za godinu dana bio drugačiji nego kakav je bio na početku? Zamislamo, na primer, da je dolar aprecioirao tokom godine, recimo, za 3 procenta. Onda bi dodatnih 6 procenata zarađenih u švajcarskim francima donelo gubitak od 3 procenta prilikom konverzije nazad u dolare na kraju godine, proizvedeći zaradu u dolarima koja je približno 6 procenata umanjeno za 3 procenta, za neto prihod od 3 procenta.² Kada bi dolar deprecirao za 3 procenta tokom godine, dodatnih 6 procenata zarađenih u švajcarskim francima bi doneo dobit od još 3 procenta kada se zamene u dolare, dajući zaradu u dolarima koja je otprilike 6 plus 3 procenta ili ukupnu zaradu od 9 procenata.

Naravoučenije koje proizilazi iz ove priče jeste da poređenje prihoda na domaćim investicijama mora da obuhvati i očekivanu aprecijaciju ili deprecijaciju strane valute. U našem konkretnom slučaju, ako se očekuje od dolara da deprecira u odnosu na švajcarske franke, američki investitori (i švajcarski), preferiraće da investiraju u švajcarske državne obveznice. Ovo će dovesti do povećane tražnje za francima i do povećane ponude dolara na tržištu stranih valuta. Ovo znači da će franak, u stvari, aprecioirati a dolar deprecirati. Ako se očekuje da dolar znatno aprecioira (za više od 2 procenta diferencijala kamatne stope iz našeg primera), američki investitori (kao i švajcarski) će preferirati hartije od vrednosti Trezora SAD. Ovo će dovesti do viška tražnje za dolarima i viška ponude franaka na tržištu deviza, što bi značilo, u stvari, da će franak deprecirati a dolar aprecioirati.

Ovaj primer sugerise da je ravnotežni devizni kurs osetljiv na očekivanja investitora u pogledu budućih kretanja deviznih kurseva. Pošto ova očekivanja mogu biti prilično nestabilna i podložna promenama, ne bi bilo iznenađujuće kada bismo videli znatnu volatilnost stvarnih deviznih kurseva.

Fiksni u odnosu na plivajuće devizne kurseve

Volatilnost kurseva stranih valuta predstavlja trošak obavljanja posla na međunarodnoj sceni. Tokom mnogih godina, vlade raznih zemalja pokušavale su da

2 Precizna računica je sledeća: Hartije od vrednosti švajcarske države generišu SF1,484 miliona. Međutim ako dođe do aprecijacije američkog dolara za 3 procenta, onda će devizni kurs, na kraju godine, iznositi 1,442 franka za jedan dolar (1,40 pomnoženo sa 1,03). Deljenje SF1,48 miliona sa 1,442 proizvodi \$1,029 miliona - ili zaradu od 2,9 procenta na investiciju od \$1 milion.

izbegnu taj trošak tako što bi fiksirale devizni kurs na nekom unapred određenom nivou. **Sistem fiksnih deviznih kurseva** bio je održavan širom sveta od 1944. godine sve do ranih sedamdesetih godina, pod nadzorom **Međunarodnog monetarnog fonda (MMF)**. Kada je taj sistem propao, ponovo se, u manjem obimu pojavio 1979. godine u najvećim evropskim zemljama. **Evropski monetarni sistem (EMS)** je funkcionisao prilično glatko sve do 1992. kada je jedan broj država, kao što su Velika Britanija i Italija, bio prinuđen da napusti taj sistem i da dozvoli da njihove valute slobodno plivaju.

Najbolji primer fiksnog deviznog kursa jeste novi **evro**. Uveden 1999. u januaru, evro je zajednička valuta 12 članica **Evropske monetarne unije** (Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Nemačka, Grčka, Irska, Italija, Luksemburg, Holandija, Portugalija, i Španija). Individualne nacionalne valute su korišćene za gotovinske transakcije sve do januara 2002. Sada postoji samo evro.

Na koji način funkcionišu fiksni kursevi?

Kod **plivajućih deviznih kurseva**, u slučaju da neka zemlja ima deficit u svom platnom bilansu, ponuda njenog novca na svetskim finansijskim tržištima prevazilazi potražnju i njen novac deprecira u odnosu prema drugim valutama. Ali sa fiksnim deviznim kursovima, kakvi su postojali od kraja Drugog svetskog rata do 1973. godine, fluktuacije deviznih kurseva zaustavljene su pre nego što su mogle da počnu. Međunarodnim dogovorom, a pod nadzorom Međunarodnog monetarnog fonda, zemlje sa deficitom koje bi primetile da njihov novac počinje da deprecira morale su da deluju blagovremeno i spreče pad vrednosti. Na koji način? Tako što bi kupovale sopstveni novac da bi se apsorbovao višak ponude nad tražnjom po utvrđenom deviznom kursu.

NOVOSTI

Argentina prekida vezanost pezosa za dolare, spremajući se za devaluaciju i još teža vremena

U januaru 2002. godine Argentina je formalno napustila deset godina dugu praksu vezivanja svog pezosa za američki dolar, po vrednosti od jedan prema jedan. Ovaj aranžman je sa sobom doneo prvobitno nagli skok prosperiteta ali se završio bankrotstvom zemlje dovodeći Argentinu na rub političkog haosa.

Argentina je prvo usvojila ovakvu politiku poznatu pod nazivom „konvertibilnost“ u martu mesecu 1991. godine. Carlos Saul Menem, tadašnji predsednik države, rekao je da će taj sistem omogućiti Argentini da se modernizuje „prikačivanjem svog vagona na prvi deo voza“ globalne ekonomije, a njegov ministar privrede, Domingo Cavallo, predvideo je s pouzdanjem da će taj sistem opstati šesdeset i više godina.

Skoro trenutno „čudovšće inflacije je satereno u flašu“, kako se Oscar Lamberto, tadašnji sekretar finansija, danas prisetio s ponosom. Pošto je gospodin Menem u suštini predao kontrolu nad novčanom masom, stopa po kojoj su cene rasle pala je sa najvišeg nivoa od 5.000 procenata godišnje na manje od 10 procenata godišnje.

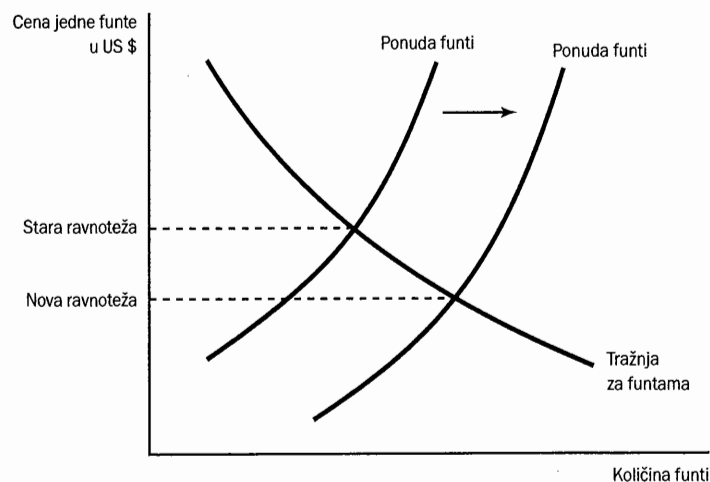
Strani investitori su pohrlili u Argentinu, privučeni obećanjem stabilnosti koju jedna privreda vezana za dolar izgleda sa sobom donosi. U isto vreme, pošto je pezo bio vezan za dolar čija se vrednost povećavala, postajalo je sve teže i teže za Argentinu da izvozi svoje proizvode. Pošto je zemlja već bila u recesiji, to je postalo naročito izraženo nakon što je susedni Brazil izvršio devaluaciju svoje valute, u prvom delu 1999. godine.

„Ovaj model je uništio mene i uništio zemlju“, rekao je Juan Patricio Longo Escalante, inženjer koji je izgubio svoj posao 2000. godine. „Nakon svega što smo proživeli, sada smo još i švorc, vratili smo se na nulu i sve moramo nanovo početi.“ Devaluacija pezosa će pružiti predsedniku Duhaldeu prostor za manevrisanje. Ali ostavlja mnoštvo starih problema koji su ostali nerazrešeni i isto tako može doći do stvaranja drugih novih problema, što složeno potvrđuju i mnogi ekonomisti.

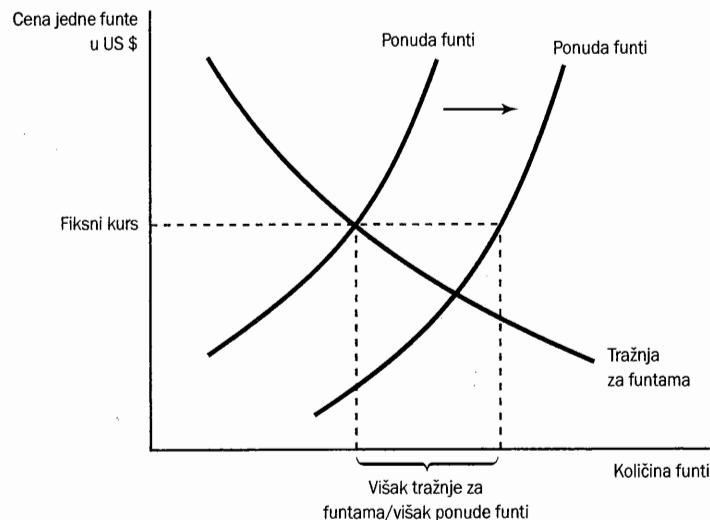
Izvor: Larry Rahter, „Argentina Unlinks Peso from Dollar“, New York Times, Jan. 7, 2002 p. A. 6. Copyright New York Times Company. Reprinted with permission.

Kao ilustracija toga, zamislimo da se Britanija prvobitno nalazi u situaciji gde su ponuda i tražnja za funtama jednake, tako da je devizni kurs u ravnoteži. Iznenada britanski narod odlučuje da više ne voli britanski šeri i jorkširski puding već preferiraju američka gazirana pića i Tvinki kolače, koje počinju da uvoze u ogromnim količinama.

Kao što slika 10.6 (a) pokazuje, ova promena u ukusima bi pomerila čitavu krivu ponude funti udesno, kako Britanci nude više funti (po svim deviznim kursovima) da bi kupili povećani broj dolara koji su im potrebni da plate izvoznike američkih gaziranih pića i Tvinki kolača. Po starom ravnotežnom deviznom kursu, Britanija ima sada deficit u svom platnom bilansu, što znači da je ponuda funti veća od potražnje. Pošto su devizni kursevi slobodni da fluktuiraju, funta će deprecirati i pomeriće se ka novom nižem ravnotežnom nivou.



(a)



(b)

SLIKA 10.6 u grafikonu (a) sa plivajućim stopama funta deprecira; u grafikonu (b), sa limitiranim stopama, centralna banka Britanije sprečava pad kupovinom viška ponude funti.

U slici 10.6 (b), međutim, kurs je fiksiran ili učvršćen, na nekom dogovorenom nivou. Ponovo pomeranje krive ponude ima za ishod povećanu ponudu funti pri starom ravnotežnom nivou deviznog kursa. Sada, britanska centralna banka nastupa i *kupuje ovaj višak*, i na taj način sprečava funtu od deprecijacije.

Svakako da britanska centralna banka ne može da kupuje svoj sopstveni novac nudeći još više istog u zamenu - što bi jednostavno mogla da odštampa - jer to je ono što ljudi *prodaju*, a ne kupuju. Ona mora da koristi neki *drugi* novac da bi njime kupovala svoj novac, a ovaj drugi novac se naziva njenim **deviznim rezervama**.

Tradicionalno, nacije su svoje inostrane rezerve držale u obliku zlata zbog njegove opšte prihvaćenosti. Međutim, od kraja Drugog svetskog rata, većina stranih zemalja su držale znatan deo svojih rezervi u obliku američkih dolara, koji je generalno gledano bio isto toliko prihvatljiv koliko i zlato prilikom međunarodnih plaćanja. Takođe, držali su i druge vrste „stranih valuta” među svojim rezervama - uglavnom japanski jen i nemačke marke. Danas svakako drže evre.

Generalno, zemlje koriste svoje devizne rezerve na isti način na koji pojedinci i privrednici koriste svoje novčane bilanse - da bi premostili privremeni jaz između primanja i potrošnje novčanih sredstava, da bi mogli da prebrode periode kada su smanjeni prilivi novčanih sredstava i da bi se podmirile neočekivane ili hitno iskrsele potrebe. Međutim, sa sistemom fiksnih deviznih kurseva, zemlje moraju upotrebiti svoje devizne rezerve da bi intervenisale na deviznim tržištima kada god vrednost njihovog novca preti da izađe od ugovorene fiksirane vrednosti.

Međunarodne finansijske krize

Velika poteškoća sa sistemom fiksnih kurseva je što ne sadrži mehanizam samokorekcije koji bi pomogao da se eliminiše deficit u platnom bilansu neke zemlje i doprinese ravnoteži njenog deviznog kursa. Sa plivajućim deviznim kursovima, omogućeno je valutama, kao što je funta, da depreciraju, što onda eliminiše pritisak na pad vrednosti funte.

Ali ako nije dopuštena deprecijacija, Britanija mora da nastavi da plaća iz svojih rezervi da bi kupovala viškove funti - a u tome problem. Britanske devizne rezerve nisu beskonačne. Pre ili kasnije, kada počnu da joj nestaju rezerve, moraće da prestane „da brani funtu”. U skladu sa međunarodnom finansijskom terminologijom, Britanija će morati da **devalvira** funtu, to jest, da smanji njenu unapred dogovorenu vrednost. Po novoj nižoj vrednosti, deficit će nestati ili se tako barem nadaju. Ako ne bude tako, možda će morati da ponovo devalviraju, to jest, da ponovo smanje međunarodnu vrednost ili cenu funti.

Kada međunarodna finansijska zajednica oseti da je moguće da će doći do **devalvacije**, koliko god da to bude daleko, verovatno će preduzeti mere koje povećavaju verovatnoću da se to dogodi. Ljudi koji poseduju funte, ili likvidnu aktivu plativu u funtama, a sumnjaju da će funta možda devalvirati, svakako će težiti da što pre izađu iz funte i da se upuste u neki drugi novac - recimo, švajcarske

franke - sve dok se ne obavi devalvacija. Onda, sa francima koje poseduju, mogu da kupe još više funti nego što su prvobitno imali. Takvu spekulativnu prodaju funti privatnih imalaca, svakako, mora da kupe britanske monetarne vlasti, u pokušaju da spreče da funta deprecira. Ovo nameće dodatni pritisak na njihove rezerve i na taj način povećava verovatnoću devalvacije koja, za uzvrat, stimuliše obnovljenu spekulativnu aktivnost. Kolaps indonežanske rupaje i tajlandskog bahta tokom 1997. godine i burni kraj desetogodišnjeg fiksnog deviznog kursa u Argentini 2002. godine, jasni su primeri teškoće u održavanju fiksnih deviznih kurseva.

S obzirom na to da su devalvacije stalno prisutne činjenice života pod sistemom fiksnih deviznih kurseva, na zemlje sa deficitima u platnim bilansima sa izvesnom sumnjom su gledali oni koji upravljaju velikim pulovima mobilnih novčanih sredstava - blagajnici u velikim multinacionalnim korporacijama, bankari, naftni šeići, finansijski savetnici privatnih investitora i drugi sa sličnim odgovornostima. Zaista, menadžeri fondova često su bili nervozni zbog držanja novca neke zemlje čim bi stopa inflacije te zemlje bila veća nego kod drugih zemalja jer, kao što smo videli ranije, brža stopa inflacije vodi ka deprecijaciji valute.

Uprkos teškoćama koje su svojstvene sistemu fiksnih deviznih kurseva, vlade su shvatile da je skoro nemoguće da slede politiku nemešanja u devizne kurseve. Iako su industrijalizovane zemlje dozvolile većini najvažnijih deviznih kurseva da plivaju još od ranih sedamdesetih godina, dolazi do učestalih intervencija centralnih banaka koje pokušavaju da podstaknu devizne kurseve u jednom ili drugom pravcu.

Ovakav sistem je nazvan sistemom **upravljanih plivajućih kurseva**, ali to jedva da opisuje šta se zapravo dešava. Devizna tržišta su jednostavno prevelika da bi neko njima upravljao, uključujući i centralne banke iz raznih zemalja sveta. Ako bi nam se i pričinilo kao da stvari teku prema željama centralnih banaka, to je samo usled toga što se tržište najverovatnije i inače kretalo u tom pravcu.

REZIME

1. Naša plaćanja inostranstvu stvaraju tražnju za devizama (koje takođe možemo posmatrati kao dolarsku ponudu). Plaćanja koja se dobijaju od stranaca stvaraju ponudu inostranih valuta (ili tražnju za dolarima).
2. Međunarodni platni bilans je računovodstveno evidentiranje svih plaćanja preko nacionalnih granica. Deficit u našem platnom bilansu stvara tražnju za devizama koja je veća od ponude, što dovodi do aprecijacije vrednosti inostranih valuta. I obrnuto, mogli bismo da kažemo da dovodi do deprecijacije dolara. Suficit našeg platnog bilansa stvara ponudu deviza koja je veća od tražnje, što dovodi do de-

precijacije vrednosti stranih valuta. I obrnuto, mogli bismo da kažemo da dovodi do aprecijacije dolara.

3. Diferencijalna kretanja stope inflacije, promene u ukusima i razlike u produktivnosti razlog su dugotrajnih kretanja deviznih kurseva. Kratkotrajnu nestabilnost deviznih kurseva uzrokuju globalni investitori koji tragaju za najboljim internacionalnim investicijama.
4. Ako su devizni kursevi slobodni da reaguju na sile tržišta, kretanje deviznih kurseva bi trebalo da eliminiše i deficite i suficite. Sa fiksnim deviznim kursovima, zemlja sa deficitom mora da interveniše i da kupuje sopstveni novac da bi sprečila njegovu deprecijaciju na deviznom tržištu. U ove svrhe ona koristi svoje devizne rezerve, ali proces se okončava kada zemlji koja je u pitanju ponestane rezerve. Postoji tendencija da dođe do međunarodnih finansijskih kriza kada strah od devalvacije dovede do špekulantske rasprodaje novca neke zemlje.

KLJUČNI TERMINI

Aprecijacija, str. 189	Evro, str. 200	Međunarodni monetarni fond (MMF), str. 200
Deficit, str. 188	Evropska monetarna unija, str. 200	Platni bilans, str. 188
Deprecijacija, str. 189	Evropski monetarni sistem (EMS), str. 200	Plivajući devizni kurs, str. 200
Devalvacija, str. 203	Fiksni devizni kurs, str. 200	Rukovođeno plivanje kursa, str. 204
Devizne rezerve, str. 203		
Devizni kurs, str. 185		

PITANJA

- 10.1 Zamislite kako se nalazite u jednom starom sistemu fiksnih deviznih kurseva i da posedujete veliku količinu meksičkih pezosa. Glasine počinju da kruže da će Meksiko uskoro da devalvira pezos. Šta ćete učiniti? Zbog čega?
- 10.2 Šta će se dogoditi sa deviznim kursom dolara/evra ako Evropljani odluče da rasprodaju američke hartije od vrednosti koje su kupovali tokom godina?
- 10.3 Na koji način su zemlje, pod sistemom fiksnih deviznih kurseva, držale fiksni kurs?
- 10.4 Zašto očekivana kretanja kurseva inostranih valuta utiču na investicione odluke globalnih investitora?
- 10.5 *Pitanje za diskusiju:* Objasnite zašto je dolar pao u odnosu na kanadski dolar i evro tokom prvih šest meseci 2003. godine.

MEDIA

RESOURCE LIST

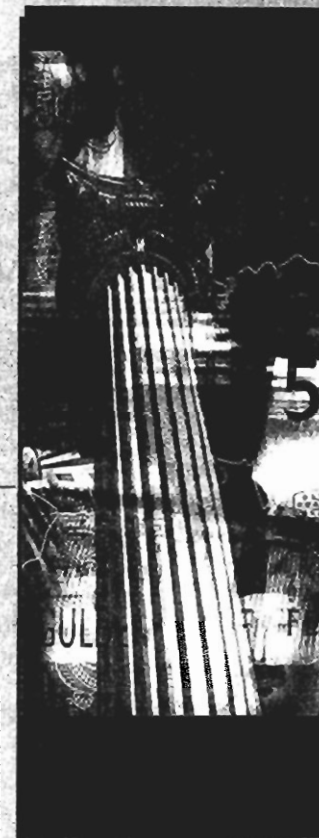


Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

DEO III

Banke i drugi posrednici



Poglavlje 11	Priroda finansijskog posredništva	209
Poglavlje 12	Depozitne finansijske institucije	233
Poglavlje 13	Nedepozitne finansijske institucije	263

Priroda finansijskog posredništva



Skoro da je nemoguće trošiti, štedeti ili davati pozajmice danas a da se ne upustite u odnos sa nekom vrstom **finansijskog posrednika**. U poglavlju 3 smo ukratko objasnili zbog čega su posrednici toliko rasprostranjen fenomen. Sada je vreme da se zađe malo dublje u prirodu ovih institucija. Otpočinjemo sa ispitivanjem ekonomije u osnovi **finansijskog posredništva**. Naš cilj je da razumemo, pre svega, zbog čega ove institucije postoje i gde je njihovo mesto u ukupnom finansijskom pejzažu. Koristeći se ovim okvirom, mi ćemo razmotriti kako su se posrednici razvijali u Sjedinjenim Američkim Državama tokom poslednjih pedeset godina i istražiti dinamične sile koje pokreću njihov razvoj. Završićemo analizom kako se ekonomska uloga, koju igraju ove institucije, izražava kroz specifičan niz menadžerskih izazova.

Ekonomija finansijskog posredništva

Sa tačke gledišta Adama Smita, teško je objasniti postojanje finansijskih posrednika. Još konkretnije, primena principa savršenih tržišta na finansijski sektor znači da kupci i prodavci hartija od vrednosti mogu da obavljaju transakcije međusobno bez troškova, da su hartije od vrednosti beskonačno deljive (obveznice, akcije i tako dalje, i mogu se kupiti u bilo kojoj denominaciji) i da kupci i prodavci finansijskih instrumenata znaju istinski kvalitet onoga što kupuju i prodaju. Zbog toga, u svetu gde su tržišta savršena, čini se da postoji malo razloga za postojanje finansijskih posrednika - kome je uopšte potreban posrednik?

Iz ove perspektive čini se da je logično da pripisujemo postojanje finansijskih posrednika takozvanim tržišnim nesavršenostima, a naročito **transakcionim troškovima**. U imaginarnom svetu savršenih tržišta, novčana sredstva bez napora teku od zajmodavaca ka zajmoprimcima kroz finansijska tržišta u zamenu za hartije od vrednosti kojima se trguje. Međutim, kada su uključene male štediške i mali zajmoprimci, transakcioni troškovi povezani sa prodajom hartija od vrednosti u malim iznosima često su prohibitivno skupi. Dosta bi vremena bilo potrebno, na primer, za male štediške da prelistavaju „Žute strane“ kako bi pronašli male zajmoprimce kojima bi pozajmili novac. Umesto toga, male štediške daju svoj novac bankama, a onda banke daju taj novac malim zajmoprimcima i sve male štediške i svi zajmoprimci koji su uključeni nalaze se u boljoj situaciji jer izbegavaju veliki transakcioni trošak - trošak traganja. Banke i drugi finansijski posrednici smanjuju transakcione troškove - što je dosadan posao, ali neko mora da ga obavlja!

Diversifikacija portfolia je još jedna značajna funkcija finansijskih posrednika. Princip nestavljanja svih svojih jaja u jednu korpu znači da bi investitori trebalo da drže mnoge različite hartije od vrednosti da bi mogli da rasporede svoju izloženost riziku. Formalnije izraženo, moderna teorija portfolija ističe da su investitori kompenzovani samo za rizik koji ostaje nakon što je rizik, koji se može diversifikovati, otklonjen u velikom portfoliju (videti poglavlje 7 radi dodatnih pojedinosti). Direktna implikacija jeste da bi obazrivi investitori trebalo da drže široko diversifikovane portfolije. Ovo može biti teško ako investitor ima samo nekoliko hiljada dolara za investiranje. Tu dolaze finansijski posrednici koji čine jednostavnim i lakim držanje finansijskih potraživanja, podržanih mnogim različitim hartijama od vrednosti. Još konkretnije, uzajamni fond na indeks akcija je posrednik koji nudi malim investitorima način da učestvuju u performansama akcijskog tržišta kao celine i da na taj način ostvaruju korist od diversifikacije svim raspoloživim hartijama od vrednosti.

Međutim, postoje još fundamentalnije sile koje su u osnovi uloge finansijskih posrednika, osim pukog podmazivanja točkova finansija i pružanja lakog načina da se diversifikuje (iako su ove prilično značajne). Finansijski posrednici su glavni kontributori *proizvodnji informacija*. Konkretno, mnogi posrednici su u poslu proizvodnje informacija o kreditnoj sposobnosti zajmoprimaca. Potreba za ovakvim informacijama nastaje usled postojanja javnog neprijatelja broj jedan: **asimetričnih informacija**.

Asimetrične informacije nastaju kada kupci i prodavci *nisu* podjednako obavešteni o stvarnom kvalitetu onoga što kupuju i prodaju. Asimetrija uvek ide u istom pravcu - prodavac zna više od kupca. U pogledu finansijskih instrumenata, asimetrične informacije se odnose na to da emitent hartija od vrednosti (zajmoprimac) ima više informacija od investitora (zajmodavca) o emitentovoj (zajmoprimčevoj) budućoj performansu.

Anketa među komercijalnim bankarima koju su sprovedi vaši omiljeni autori ovog udžbenika, tokom prolećnog raspusta, nije pokazala ni jedan zabeleženi slučaj da je neki zajmoprimac upozorio kreditnog referenta: „Ja sam mnogo

rizičniji nego što Vi mislite. Molim Vas naplatite mi višu kamatnu stopu, tražite dodatni kolateral i ne dajte mi na zajam toliko novca koliko tražim od Vas“. Umesto toga, zajmoprimci teže da umanje svoj rizik i da daju obećanja koja možda neće ispuniti. Ovo ne bi predstavljalo toliko veliki problem kada bi istinski kvalitet zajmoprimca bio uvek očigledan. Nažalost, često to nije tako. Ovo naročito važi u slučaju potrošačkih kredita i kredita malim firmama gde kreditori imaju najčešće ogroman nedostatak informacija. Asimetrične informacije predstavljaju mnogo manji problem kod velikih firmi, zato što ima toliko mnogo javno dostupnih informacija o njihovom kvalitetu i ponašanju.

Asimetrične informacije se javljaju u dva oblika - u vidu negativne selekcije i moralnog hazarda. **Negativna selekcija** nastaje pre nego što se izvrši neka finansijska transakcija. Na primer, negativna selekcija se odnosi na informacije o firmi *pre* nego što banka odobri kredit. Sve male firme teže da sebe predstavljaju kao visoko kvalitetne (tj. nisko rizične), uprkos činjenici da bankari znaju da su neke dobre a neke loše. Međutim, u nedostatku informacija o tome ko je zapravo dobar a ko loš, bankari se suočavaju sa problemom. S jedne strane, ako naplaćuju previsoku kamatnu stopu, dobri zajmoprimci mogu da se povuku sa tržišta kredita, ostavljajući samo loše zajmoprimce. S druge strane, ako bankari naplaćuju suviše nisku kamatnu stopu onda će izgubiti više novca na svojim lošim zajmoprimcima nego što će zaraditi na svojim dobrim zajmoprimcima. Po najnepovoljnijem scenariju, bankari mogu da odluče da uopšte ne kreditiraju male firme koje traže kredit. Ovo je poznato pod nazivom **neuspeh tržišta**.

Moralni hazard nastaje *posle* okončanja finansijske transakcije. Nastaje jer se zajmoprimci tajno upuštaju u aktivnosti koje povećavaju verovatnoću slabe performanse. Na primer, zajmoprimac iz male firme može namerno odabrati rizičnije projekte nakon dobijanja kredita od banke. Na prvi pogled ovo može izgledati iznenađujuće. Zašto bi mala firma preuzela veći rizik kada bi to neminovno povećalo njene šanse za neizvršenje po kreditu i mogućnost da ode u stečaj u tom procesu? Jednostavno rečeno, razlog je u tome što vlasnici učestvuju izvan proporcija u gornjem potencijalu dok kreditori izvan proporcija snose silazni potencijal. Da bismo ovo shvatili, treba znati da kreditor nema ništa više od toga ako firma ima skroman uspeh nego kada ima veliki uspeh, jer kreditor dobija samo glavnica i kamatu. Međutim, vlasnik prolazi daleko bolje kada kompanija ima veliki uspeh nego kada ima skroman uspeh, jer vlasnik dobija celokupan veliki profit. Vlasnik gubi isti iznos bilo da je kompanija poslovala sa skromnim ili sa ogromnim gubitkom. A to je zbog toga što sa ograničenom odgovornošću vlasnik može izgubiti samo akcijski kapital koji je uložio i ništa više od toga. Kao rezultat toga kako vlasnici i kreditori učestvuju u uspehu i neuspehu, uzimanje većeg rizika ide u korist vlasnika. Sasvim je prirodno da će ova asimetrija verovatno držati kreditore budnim noću dok smišljaju kako da se zaštite.

U nedostatku rešenja za probleme negativne selekcije i moralnog hazarda, kreditori će jednostavno odobravati znatno manje kredita pojedincima i malim firmama. Više informacija, međutim, rešava ovaj problem. I u većini slučajeva,

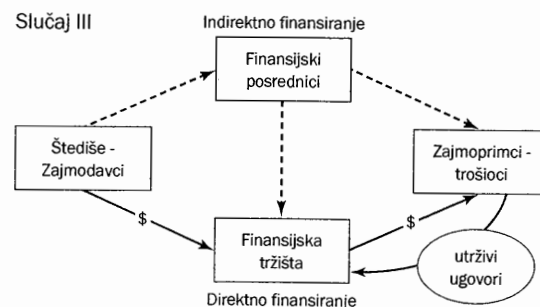
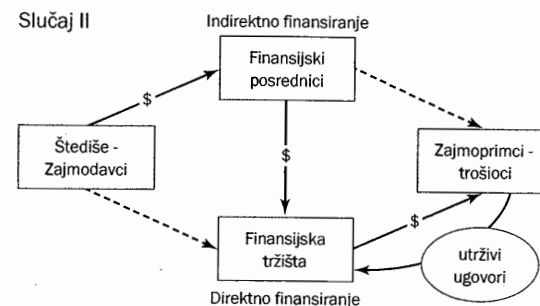
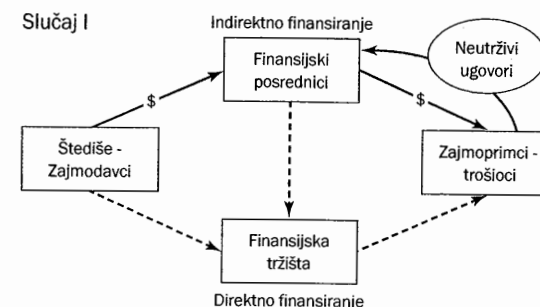
upravo *finasijski posrednici* postaju specijalisti za proizvodnju ovih dodatnih informacija - u fazi nastanka kredita da bi se rešio problem negativne selekcije i nakon davanja novca putem monitorisanja zajmoprimaca da bi se rešavao problem moralnog hazarda. Finasijski posrednici koriste informacije u vezi sa finasijskim ugovorima po meri skrojenim sa ciljem da im se pomogne da razaznaju dobre od loših (i ružnih) pre nego što bilo kakav novac bude dat - i da se obezbede odgovarajući podsticaji za odgovorno ponašanje zajmoprimaca posle toga. Ponekad, ovi ugovori mogu biti veoma restriktivni. Na primer, banka može da ograniči nekog privrednog korisnika kredita da napravi veliku investiciju u novu opremu bez odobrenja banke. Međutim, kako banka razvija odnos sa korisnikom kredita putem monitorisanja performanse i tokom vremena, ona može to odobriti ako je zajmoprimac dobro poslovao i ako može da opravda takvu investiciju. U poglavlju 14 ćemo detaljnije razmatrati kako posrednici izrađuju odgovarajuće finasijske ugovore.

Otkuda to da je proizvodnja informacija delegirana finasijskim posrednicima? Zašto pojedinačni investitori ne proizvode sopstvene informacije o zajmoprimcima umesto posrednika? Ključni razlog je što finasijski posrednici uživaju ekonomiju obima u proizvodnji informacija. Pretpostavimo da mala firma želi da pozajmi \$1 milion dolara. Ona bi mogla da se obrati stotini malih štediša - zajmodavaca i da pozajmi \$10.000 od svakog od njih. Međutim, svaki od ovih štediša bi onda morao da proceni zajmoprimca i svaki od tih štediša bi snosio trošak proizvodnje informacija. Pretpostavimo da ovaj trošak iznosi \$4.000 po pojedinačnoj proceni. Onda bi ukupan trošak proizvodnje informacija, $100 \times 4.000 = \$400.000$, bio najverovatnije prohibitivan. Ako svaki od ovih malih štediša deponuje po \$10.000 u neku banku i delegira odgovornost na banku da izvrši procenu zajmoprimca, onda bi banka informaciju trebalo da proizvede samo jedanput. Tako su ukupni troškovi proizvodnje informacija smanjeni od \$400.000 na \$4.000 i banka postaje jedini kreditor.

Zbog toga što finasijski posrednik ima ekskluzivno pravo korišćenja informacija koje je proizveo, ima i smisla da se na posrednika delegira i odgovornost **monitoringa** nad ponašanjem zajmoprimca tokom trajanja kredita. Zbog toga nije iznenađujuće što su bankarski krediti, na primer, **finasijski ugovori kojima se ne trguje**, a koje banka drži sve do dospeća, tako da može blisko da prati svoj novac do kraja kredita.

Uloga finasijskih posrednika može biti ukratko opisana u dijagramu tokova novčanih sredstava u slici 11.1. Ovo je slično slici 3.1 izuzev što sada ističemo alternativne puteve kojima novčana sredstva teku od štediša - zajmodavaca do zajmoprimaca - trošioca. Kada štediše - zajmodavci investiraju direktno na finasijskim tržištima kupovinom hartija od vrednosti koje su emitovali zajmoprimci - trošioci i koje se mogu preprodavati na sekundarnim tržištima (koje mi nazivamo **hartijama od vrednosti kojima se trguje**), onda je primenljiv slučaj III. Zajmoprimci (emiteniti) na ovom tržištu su poznati subjekti, kao što su velike kompanije, federalne ili gradske vlasti, sa obiljem informacija koje su dostupne za javnost. Međutim, drugi zajmoprimci, kao što su pojedinci i manje

firme, su *problematični u pogledu informacija*. Oni mogu dobiti novčana sredstva samo od finasijskih posrednika koji su specijalizovani za proizvodnju informacija. Slučaj I primenljiv je za njih, gde štediše delegiraju finasijskim posrednicima odgovornost za proizvodnju informacija i za izradu finasijskih ugovora kojima se ne trguje.



SLIKA 11.1 Tokovi novčanih sredstava od štediša ka zajmoprimcima

Finansijski posrednici postoje da bi olakšali diversifikaciju i smanjili transakcione troškove. Oni to mogu učiniti pod slučajem I, u vezi sa kupovinom finansijskih ugovora kojima se ne trguje ili u vezi sa kupovinom hartija od vrednosti kojima se trguje, gde je primenljiv slučaj II. Zanimljivo je da neki finansijski posrednici postoje isključivo u svrhu diversifikacije i smanjenja transakcionih troškova pod slučajem II, kao što su uzajamni fondovi novčanog tržišta, dok drugi finansijski posrednici kupuju utržive i neutržive finansijske instrumente i postoje iz sva tri razloga, kao što je komercijalna banka (gde se mogu primeniti i slučaj I i slučaj II).

Evolucija finansijskih posrednika u Sjedinjenim Američkim Državama

Pošto smo ispitali ekonomsku teoriju o finansijskom posredništvu, sada je vreme da pregledamo pejzaž i da identifikujemo institucionalne igrače. Umesto da počnemo sa opisom kako finansijski posrednici izledaju danas, više će se otkriti uvidom u to kako su finansijski posrednici evoluirali tokom proteklih pola veka. Otkrivamo da su ove institucije prilično dinamične. Iako se fundamentalni razlozi za njihovo postojanje (proizvodnja informacija, diversifikacija i smanjenje transakcionih troškova) nisu promenili, oblik i mešavina finansijskih posrednika izmenili su se dramatično.

Evolucija finansijskog posredništva u Sjedinjenim Državama je iskazana u tabelama 11.1 i 11.2. Tabela 11.1 prikazuje velike finansijske posrednike prema aktivi u dolarima i tabela 11.2 prema procentualnom udelu od 1952. do 2002. godine. U meri u kojoj možemo videti brzinu finansijskog posredništva kao konjsku trku, izgleda da ima čistih pobednika i gubitnika. Na primer, u smislu relativnog značaja (tabela 11.2), pobednici su uzajamni fondovi, penzioni fondovi i uzajamni fondovi novčanog tržišta. **Štedne i kreditne asocijacije (S&L) i uzajamne štedionice** (koje ponekad nazivamo, zajedno sa **kreditnim unijama**, zbirnim nazivom **štedne institucije**) su očigledno veliki gubitnici. Čini nam se da je i bankarska industrija slabo prošla, zajedno sa industrijom životnog osiguranja, doduše u nešto manjoj meri.

TABELA 11.1 Aktiva finansijskih posrednika u Sjedinjenim Državama, 1952-2002. (u milijardama dolara)

	1952.	1960.	1970.	1980.	1990.	2002.
Depozitne institucije						
Komercijalne banke	169	229	517	1.482	3.338	7.357
Štednja i krediti i uzajamna štednja	48	112	253	792	1.358	1.358
Kreditne unije	2	6	18	68	217	563
Osiguravajuća društva						
Životno osiguranje	71	116	201	464	1.367	3.366
Imovina i štete	14	26	51	182	533	912
Penzioni fondovi						
Privatni	11	41	123	495	1.566	3.686
Javni (državne i lokalne vlasti)	7	20	60	197	820	1.968
Finansijske kompanije						
	12	28	64	197	547	1.189
Uzajamni fondovi						
Akcije i obveznice	6	23	53	70	654	3.635
Novčano tržište	0	0	0	76	498	2.224
Ukupno	340	601	1.340	4.023	10.898	26.258

Napomena: kolone se možda neće složiti u zbiru usled zaokruživanja

Izvor: Federal Reserve Flow of Funds Accounts

TABELA 11.2

	1952.	1960.	1970.	1980.	1990.	2002.
Depozitne institucije						
Komercijalne banke	49,7	38,1	38,6	36,8	30,6	28,0
Štednja i krediti i uzajamna štednja	14,1	18,7	18,9	19,7	12,5	5,2
Kreditne unije	0,1	1,0	1,3	1,7	2,0	2,1
Osiguravajuća društva						
Životno osiguranje	21,0	19,3	15,0	11,5	12,5	12,8
Imovina i štete	4,2	4,4	3,8	4,5	4,9	3,5
Penzioni fondovi						
Privatni	3,1	6,8	9,2	12,3	14,4	14,0

Javni (državne i lokalne vlasti)	2,0	3,3	4,5	4,9	7,5	7,5
Finansijske kompanije	3,5	4,6	4,8	4,9	5,0	4,5
Uzajamni fondovi						
Akcije i obveznice	1,9	3,9	4,0	1,7	6,0	13,8
Novčano tržište	0,0	0,0	0,0	1,9	4,6	8,5
Ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Napomena: kolone se možda neće složiti u zbiru usled zaokruživanja

Izvor: Federal Reserve Flow of Funds Accounts

Tabela 11.1 i tabela 11.2 nameću neka zanimljiva pitanja. Na primer, šta je dovelo do promene u miksu finansijskih posrednika? Na koji način ove izmene odražavaju fundamentalnu ekonomiju finansijskog posredništva? I da li su ove promene na bilo koji način međusobno povezane i šta nam nagoveštavaju za budućnost? Izgleda da je profitabilnost finansijskih posrednika bila pod znatnim uticajem određenog broja faktora u okruženju - konkretno, serijom ekonomskih „šokova“, promenama u zakonodavnim barijerama i ključnih finansijskih i tehnoloških inovacija. Umesto da samo navodimo ove događaje, ispitaćemo ovaj evolucionni proces preko tri glavne teme: (1) stalno pomeranje kamatnih stopa, (2) institucionalizacija finansijskih tržišta i (3) transformacija tradicionalnog bankarstva.

Nestabilno kretanje kamatnih stopa

Period koji obuhvata pedesete i rane šezdesete godine često smatramo da je bilo doba nevinosti. Automobili su imali velike motore. Motociklisti nisu nosili kacige. Rokenrol je iznedrio pesme o Pegi Su i plesove poput Peppermint twista. Život je bio jednostavan. To je važilo i za svet finansija. Kamatne stope su bile stabilne. Propisi Federalnih rezervi uspostavljali su plafone stopa za depozite tako da su banke i štedne institucije imale malu konkurenciju za kratkoročna novčana sredstva malih stedišta. Menadžerima ovih ustanova rad je takode bio jednostavan. Išli bi na posao od 09:00 sati. Dali bi neki hipotekarni ili poslovni kredit u podne. Popodne bi igrali golf na osamnaest rupa. Jedini izazov u bankarstvu bio je da se svi ti jeftini depoziti uposle.

Međutim, sredinom šezdesetih godina, ovaj komotni svet je počeo da se menja. Kako je ekonomija rasla, tako je rasla i tražnja za kreditima zajedno sa njom - tražnja za hipotekama, potrošačkim kreditima i poslovnim kreditima. Posledica toga je da je ukupan iznos kredita kao procenat aktive banke skočio sa blizu 45 procenata 1960. godine na skoro 60 procenata u 1980. godini. Tako je izazov u bankarstvu prešao sa nalaženja dovoljno kredita do pronalaženja dovoljno depozita da se zadovolji povećana tražnja za kreditima. Suočavanje sa ovim izazovom prvobitno je bio tipičan fenomen dobra vest - loša vest. Loša vest

je što je okruženje kamatne stope za posredničke depozite postalo sve više nestabilno. Dobra vest bila je da su depozitne ustanove i dalje uživale zaštitu postavljenih plafona na depozitne stope pod **Regulation Q** Federalnih rezervi koje je imalo za cilj da izoluje posrednike od konkurencije kamatnim stopama.

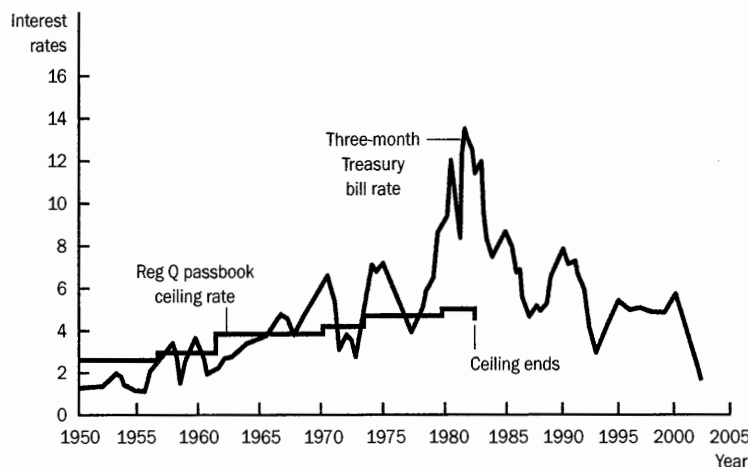
Sigurnosno ćebe Regulation Q. Regulation Q znači odgovornost Federalnih rezervi da postavljaju limite na depozitne stope. Svrha tog propisa je unapređenje stabilnosti u bankarskoj industriji sprečavanjem „destruktivne konkurencije“ među depozitnim institucijama koje pokušavaju da nadmaše jedna drugu nuđenjem sve viših stopa na depozite. Bojazan je bila da bi rezultirajuća povećana cena sredstava vodila većem broju propasti banaka i štedionica i povećala mogućnost nastanka bankarske panike širom sistema poput one koja se javila za vreme Velike depresije.

Regulation Q imao je donekle drugačije posledice. Kada su kratkoročne tržišne kamatne stope premašile plafone iz Regulation Q, instrumenti novčanog tržišta, kao što su zapisi Trezora i komercijalni papiri, postali su privlačnije investicije od depozita. Male štediške su, međutim, bile loše sreće jer ovi instrumenti novčanog tržišta nisu prodavani u malim denominacijama. Bogati pojedinci i korporacijski deponenti koji su bili u mogućnosti da kupuju instrumente tržišta novca, predvodili su egzodus iz depozita, u procesu koji je poznat kao **finansij-ska dezintermedijacija**.

Rađanje uzajamnog fonda novčanog tržišta. Slika 11.2 ocrtava istoriju kratkoročnih kamatnih stopa (predstavljenih tromesečnom stopom zapisa Trezora) i plafonom iz Regulation Q na štedne račune iz bankarske knjige od 1950. do 2002. godine. Iako su tržišne stope povremeno premašivale plafone iz Regulation Q tokom pedesetih godina, ovi periodi su težili da budu kratki i razlika između tržišnih stopa i plafona iz Regulation Q nije bila toliko velika. Stoga, skoro da niko nije primetio kada se pojavila prva pukotina u Regulation Q 1961. godine, kada su banke ponudile prenosive sertifikate o depozitima (CD) koji su zaobilazili Regulation Q jer su bili emitovani u denominacijama od \$100.000 ili većim. Međutim, kada je volatilnost kamatnih stopa eskalirala, sredinom šezdesetih godina, bogati investitori su se prebacili sa štednih računa na velike CD; a kada su kamatne stope skočile 1969. godine, banke su pronašle još rupa u Regulation Q, kao što su emitovanje komercijalnih papira preko svojih holding kompanija i mobilisanje sredstava Evrodolarskim depozitima (depoziti denominovani u dolarima koji se drže u inostranstvu).

Osmišljavanje **uzajamnog fonda novčanog tržišta** 1971. godine zakucalo je ekser u mrtvački sanduk Regulation Q. U fondu novčanog tržišta mali investitori udružuju svoj novac da bi kupili diversifikovani portfolio instrumenata novčanog tržišta, kao što su zapisi Trezora, komercijalni papiri i prenosivi CD, koji bi inače bili nedostupni jer se prodaju isključivo u velikim denominacijama. Fond plaća svojim investitorima kamatu zarađenu na svojim investicijama, umanjeno za malu upravljačku proviziju. Investitori mogu da povuku svoja sredstva u bilo kom tre-

nutku; većina fondova nudi čak i ograničenu isplatu čekom. Zbog toga, po prvi put, male štediše su dobile laki pristup kamatnim stopama novčanog tržišta kao alternativu bankarskim depozitima ograničenim sa Regulation Q. Ovaj novi mehanizam za investiranje malih štediša trajno je izmenio finansijski pejzaž.

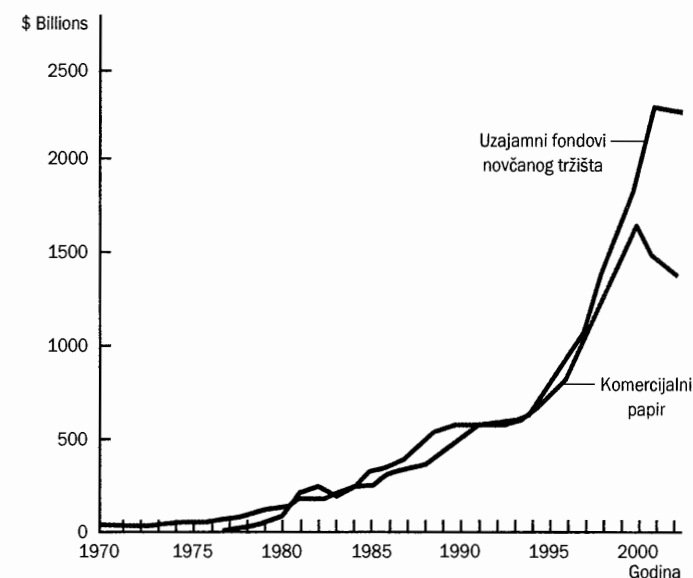


SLIKA 11.2

Kriza štednje i kredita. Slika 11.3 prikazuje da se kasnih sedamdesetih godina ubrzao rast uzajamnih fondova novčanog tržišta kada su male štediše premetile sredstva iz banaka i štedionica kao odgovor na rastuće tržišne kamatne stope. Za S&L, ovo je obeležilo početak propasti jer, za razliku od banaka, one su skoro u potpunosti zavisile za svoja sredstva od malih štediša. Da bi se presekao talas povlačenja depozita, Kongres SAD je poništio Regulation Q u Zakonu o deregulaciji i monetarnoj kontroli depozitnih institucija iz 1980. godine (poznat pod nazivom DIDMCA, što zvuči besmisleno ako pokušate da izgovorite ovu skraćenicu) i Zakonu Garn - St. Germain o depozitnim institucijama iz 1982. godine.¹ Odbacivanje Regulation Q, međutim, bila je još jedna situacija: dobra vest

¹ Regulation Q nije bio eliminisan odmah već se gasio tokom vremena. Zakon DIDMCA odredio je šestomesečni period gašenja. Uz to on je dozvolio NOW račune (prenosiv nalog o povlačenju sredstava) širom nacije („izmišljeni“ 1970. godine **NOW računi** su eksploatisali tehničku rupu u Regulation Q koja je dozvoljavala kamatu po nečemu, što je, praktično, bio čekovni račun. Međutim, federalno zakonodavstvo ograničilo je ove račune na New England). Zakon Garn - St. Germain ubrzao je gašenja koja je inicirao DIDMCA, odredio je promptno uvođenje **depozitnog računa novčanog tržišta (MMDA)**. MMDA je depozit koji plaća kamatu povezanu sa novčanim tržištem i nudi ograničenu mogućnost podizanja čekovima. Njegovo uvođenje je imalo trenutni i dramatični uticaj. Bankarski MMDA računi porasli su od nule, u decembru 1982. godine, kada su po prvi put bili dozvoljeni, na \$340 milijardi do aprila 1983. godine.

- loša vest. Dobra vest je bila što je dozvolio da S&L (kao i druge depozitne institucije) konkurišu za sredstva kada su kamate na novčanom tržištu otišle u astronomske visine (vidi sliku 11.2) ranih osamdesetih godina. Loša vest bila je da su S&L bile svojevremeno navedene propisima da investiraju prvenstveno u dugoročne (obično 30-godišnje) stambene hipoteke sa fiksnom kamatom. Stoga, S&L su bile zaglubljenе u hipoteke iz sedamdesetih godina ili ranije, od kojih je većina donosila zaradu ispod 8 procenata, dok su obnavljale svoje kratkoročne depozite po stopama koje su bile skoro dvostruko više od toga. Do 1980. godine *stopa spreda (rate spread)* između prosečnih prinosa po aktivima i prosečne cene sredstava za S&L industriju okrenuo se od pozitivnog broja, gde je predstavljao profit, na negativni broj, gde je generisao gubitke.



SLIKA 11.3 Komercijalni papir i uzajamni fondovi novčanog tržišta.

Još značajnije, kao rezultat rastućih stopa i strukture S&L bilansa, vrednost S&L-ove aktive pala je ispod vrednosti pasive, čineći industriju ekonomski nesolventnom. Da ovo shvatite, setite se poglavlja 4 gde se vidi da vrednost obveznica pada kada kamatne stope rastu, gde duži rokovi dospeća imaju veći pad za bilo koje dato povećanje stopa. Hipoteke koje su držale S&L ponašale su se kao dugoročne obveznice, tako da su se tržišne vrednosti sunovratile kada su hipotekarne stope porasle sa 8 na više od 16 procenata. Malo je bilo koristi na

strani pasive u bilansima S&L, jer su S&L emitovale veoma malo dugoročnih depozita, tako da nisu uspele da fiksiraju stare niske stope.

Koliko duboko su S&L potonule? Procene stručnjaka u to vreme ukazuju da je ta industrija imala negativnu neto vrednost od otprilike \$150 milijardi krajem 1981.² Međutim, regulatorna i finansijska zajednica su uglavnom ignorisale ove akademske procene. Umesto toga, opšte gledanje na stvar ranih osamdesetih je bilo da S&L samo boluju od kratkotrajnog štucanja u profitabilnosti. Najzad, samo je jedanaest S&L bilo zatvoreno 1980. godine. Deponenti nisu marili zbog toga, jer su oni bili osigurani kod agencije federalne vlade, **Federalne korporacije za osiguranje štednih uloga i kredita (FSLIC)**.

Kako je bilo moguće da su skoro svi bili u mraku u pogledu nesolventnosti ove industrije? Velikim delom odgovor je bio povezan sa pravilima koja su uređivala finansijske izveštaje S&L (što je bez sumnje Vaša najomiljenija tema). Umesto da prikaže ogromnu *negativnu* neto vrednost, kolektivni finansijski izveštaj ove industrije pokazao je *pozitivnu* neto vrednost od preko \$30 milijardi jer su finansijski izveštaji rađeni na osnovu *istorijskih troškova*, što znači da bilo kakav gubitak u tržišnoj vrednosti neke hipoteke nije bio evidentiran izuzev onda kada je S&L hipoteku zaista prodala. Nije ni malo iznenađujuće što je veoma mali broj hipoteka prodat pod takvim uslovima, te otuda gubici nisu bili prijavljivani niti detektovani.

U suštini krizom S&L industrije upravljalo se kao velikom kockarskom igrom. Ako bi kamatne stope pale dovoljno brzo čitav problem bi nestao, izuzev godinu ili dve gubitaka usled negativnog spreda kamatnih stopa. Da bi dozvolili da S&L kupe malo vremena, Kongres je doneo Zakon Garn - St. Germain, koji je dozvolio S&L da investiraju u visokoprinosne potrošačke kredite, poslovne kredite, građevinske kredite, nekretnine, džank obveznice i tako dalje. Tako su S&L dobile dozvolu da investiraju u oblasti za koje su imale veoma malo ekspertize. I kao duboko zaduženi kockari, one su imale svu motivaciju da se klade na dugi rok investiranjem u ovu rizičnu aktivu u nadi da bi neka velika isplata mogla da neutrališe ogromne, ali neprijavljene, ekonomske gubitke koje su pretrpele u svojim hipotekarnim portfolijima.

Kako se ovo kockanje završilo? Kamatne stope su vremenom pale, ali se to nije dogodilo sve do sredine osamdesetih godina i nije ni bilo čudno što su S&L uspele da nagomilaju tako ogromne gubitke po svojim novim rizičnim investicijama. Na kraju, šta su, zapravo, uopšte i S&L znale o džank obveznicama? Šira javnost postala je svesna tog problema 1986. godine, kada je Reganova administracija zatražila \$15 milijardi od Kongresa - samo mali deo onoga što je stvarno bilo potrebno - da bi spasli osiguravajući fond S&L. Većina procena došla je do

2 Vidi tabelu 2 u Edward J. Kane, „The Role of Government in the Thrift Industry's Net-worth Crisis“ u *Financial Services: the Changing Institutions and Government Policy*, edited by Georg J. Benson (New York: Prentice Hall, 1983.g.). Kejn je napomenuo da je ova procena bila podložna nekolici predubeđenja o boljoj situaciji, i da je najznačajnije da nije obuhvatila raspored dospeća za hipotekarne portfolije. Međutim, on citira jednu drugu studiju koja je tada sačinjena i koja je pokušala da ispravi ta predubeđenja i još procenjene gubitke od približno \$100 milijardi.

toga da su krajnji gubici bili reda veličine \$150 milijardi dolara. U poglavlju 15 vrat ćemo se na S&L krizu da bismo ispitali lekcije za osiguranje depozita.

Uspori komercijalnog papira. Konkurentsko dejstvo uzajamnih fondova novčanog tržišta nije bilo ograničeno samo na S&L industriju. Bio je tu i dramatičan efekat na bankarsko poslovanje. Doticanje novca u uzajamne fondove novčanog tržišta stvorilo je ogroman rezervoar sredstava koja su tražila kratkoročne investicije na novčanom tržištu. Ovaj povećani apetit za instrumentima novčanog tržišta delom je bio zadovoljen podjednako dramatičnim povećanjem izdavanja komercijalnih papira. Pre fondova novčanog tržišta, neke vrlo velike korporacije su emitovale komercijalne papire, ali njih je bilo relativno malo i u malim iznosima u poređenju sa situacijom danas. Kao što je prikazano u slici 11.3, rast na tržištu komercijalnih papira paralelan je sa rastom fondova novčanog tržišta. Na čiji se račun ovaj rast javio? Uglavnom na račun komercijalnih banaka. U suštini, banke su izgubile svoje najveće i najkvalitetnije zajmoprimce u korist tržišta komercijalnih papira preko uzajamnih fondova novčanog tržišta.

Banke su reagovala na gubitak svojih kredita odobranvih visokokvalitetnim zajmoprimcima, delimično tako što su ih zamenili kreditima kompanijama sa manjom kreditnom sposobnošću, komercijalnim kreditima za nekretnine i kreditima **manje razvijenim zemljama (LDC)**. Kao rezultat toga, do kraja osamdesetih godina portfoliji bankarskih kredita, u proseku, sastojali su se od rizičnijih zajmoprimaca nego tokom sedamdesetih godina.³

Seoba korporacijskog finansiranja sa tržišta kratkoročnih bankarskih kredita na tržište komercijalnih papira predstavljala je pomeranje sa neutrživih kredita (slučaj I u slici 11.1) ka utrživim komercijalnim papirima (slučaj II i III u slici 11.1). Iako je stvaranje uzajamnog fonda novčanog tržišta bio okidač koji je pokrenuo ovo pomeranje, tehnološke inovacije su bile značajne u nekoliko dimenzija. Prvo, napredak kompjuterske i komunikacione tehnologije omogućio je fondovima novčanog tržišta da nude transakcione usluge zajedno sa diversifikovanim investicionim mehanizmom novčanog tržišta po veoma niskoj ceni. Drugo, nove i sofisticirane analitičke tehnike uvedene su tokom ovog perioda, uključujući matematičke modele za procene aktive i prognozu mogućeg neizvršenja obaveza, što je, kombinovano sa moćnim kompjuterima značilo da specijalizovane usluge monitorisanja komercijalnih banaka više nisu bile neophodne za procenjivanje mnoštva zajmoprimaca. Skoro da je bilo ko mogao da kaže koje firme zaslužuju pristup tržištu komercijalnih papira. Ovo je otvorilo ustave na branama za nove emitente komercijalnih papira.

Inovacije u informacionim tehnologijama takođe su imale dejstvo na to kako su banke kompenzovale gubitak svojih velikih korporativnih klijenata. Zajmoprimci koji su ranije bili isuviše teški čak i za banke, postali su podobni za banke po prvi put. Na primer, kao što ćemo videti detaljnije u poglavlju 14, **kolateral** je

3 Videti Allen N. Berger and Gregory F. Udell, „Collateral, Loan Quality, and Bank Risk“, *Journal of Monetary Economics*, 25 (January 1990), pp. 21-42, za analizu promena u kreditnim portfolijima banaka u periodu sedamdesetih i osamdesetih godina.

značajan mehanizam koji banke koriste za razrešenje problema asimetričnih informacija, naročito za male firme. Ali trošak monitorisanja kolaterala, u obliku računa potraživanja i zaliha, bio je radno intenzivan. Međutim, sa poboljšanjima kompjuterske i informacione tehnologije tokom sedamdesetih godina, ovi troškovi su naglo padali, stvarajući uslove da bankama bude profitabilno odobravanje kolateralizovanog finansiranja sve većem brojem kompanija. Danas, više od polovine svih kratkoročnih bankarskih kredita malim firmama su kolaterizovani računi priliva i/ili zaliha.

Institucionalizacija finansijskih tržišta

Kada individualne štediše same kupuju hartije od vrednosti, novčana sredstva teku *direktno* od štediša ka zajmoprimcima, kao što je to prikazano u slučaju III, slika 11.1. Kada štediše polože svoj novac kod finansijskog posrednika koji kupuje utržiive hartije od vrednosti, ovaj proces je *indirektan*, kao što je to prikazano u slučaju II, slike 11.1. **Institucionalizacija** se odnosi na činjenicu da sve više i više sredstava u SAD teče indirektno u finansijska tržišta preko finansijskih posrednika, naročito penzionih fondova, uzajamnih fondova i osiguravajućih kompanija (slučaj II) a ne direktno od štediša (slučaj III). Kao rezultat, ovi „institucionalni investitori” postali su mnogo značajniji na finansijskim tržištima u odnosu na individualne investitore. Na primer, individualni investitori su posedovali 86 procenata od celokupnog akcijskog kapitala u opticaju 1960. godine, ali su posedovali samo 40 procenata 2002. godine. Institucionalizacija je olakšala kompanijama distribuciju novoemitovanih hartija od vrednosti preko njihovih investicionih bankara, kao što ćemo videti u poglavlju 14.

Šta je prouzrokovalo institucionalizaciju? Jednostavno rečeno, nju je pogurao rast ovih finansijskih posrednika, naročito penzionih i uzajamnih fondova. Ovaj rast je proistekao, delom, iz finansijskih i tehnoloških inovacija koje smo upravo razmatrali. Ali u ovoj priči ima još nečega. Državna politika je takođe podsticala rast penzionih fondova. Poreski zakoni, na primer, podstiču poslodavce da ispomažu svoje zaposlene zamenom nadnice penzionim beneficijama. Ovo je dobro za zaposlene jer ne plaćaju porez na svoje penzione beneficije sve dok ih ne dobiju nakon odlaska u penziju. Odlaganjem plaćanja poreza sve do penzionisanja zaposleni zarađuju složenu kamatu na više novca. Poslodavci su zadovoljni što mogu pomagati na ovaj način, jer su penzione beneficije i plate (nadnice) *neoporezive* za poslodavce.

Zakonodavstvo sedamdesetih i osamdesetih godina je stvaralo određeni broj novih i privlačnih alternativa tradicionalnom **planu definisane beneficije** koji sponzoriraju poslodavci među kojima je najznačajniji bio **plan definisanog doprinosa**. U tradicionalnom planu definisane beneficije, sponzorska kompanija je doprinosila u penzioni fond koji je obećavao specificirane beneficije svojim zaposlenima kada odlaze u penziju. Nasuprot ovakvim planovima, zaposleni koji su pokriveni i osigurani planom definisanog doprinosa mogu birati (unutar limita) aktivu u koju žele da investiraju. Ova fleksibilnost je izuzetno privlačna

za zaposlene iako beneficije koje dobijaju prilikom penzionisanja zavise od toga koliko je uspešna ta aktiva (kao i od toga koliki je doprinos dat za taj plan). Glavna dva plana definisanog doprinosa su plan 403 (b) za neprofitne organizacije i plan 401 (k) za sve ostale.

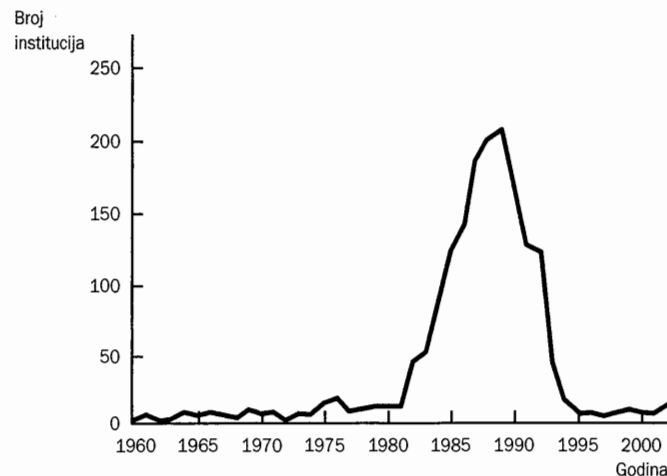
Uzajamni fondovi su znatno dobili zahvaljujući ovim izmenama zakona o penzionim planovima. Planovima sa definisanim doprinosima dopušteno je da uvrste i investicione fondove u meni aktiva koje članovi plana mogu da biraju. Kao rezultat, otprilike 22 procenta aktive svih planova definisanih doprinosa je u uzajamnim fondovima. Uz to, agresivni marketing **familija uzajamnih fondova** (različiti fondovi kojima se upravlja pod istim krovom, kao što su Fidelity Investments ili Vanguard Group) i sve veća privlačnost specijalizovanih fondova, kao što su fondovi obveznica i indeksni fondovi, takođe su hranile rast uzajamnih fondova.

Transformacija tradicionalnog bankarstva

„Bankarstvo sahranjeno lošim kreditima” mogao je biti epitaf bankarske industrije ranih 1990-tih godina. Kao što smo prethodno napomenuli, ulaskom visokokvalitetnih zajmoprimaca na tržište komercijalnih papira tokom sedamdesetih i osamdesetih godina, banke su davale kredite zajmoprimcima sa rizičnijim izgledima. Banke su bile posebno ranjive u odnosu na međunarodnu dužničku krizu koja je nastupila tokom osamdesetih godina i na ekonomske šokove koji su pogadali naftnu industriju, poljoprivredu i nekretnine. Kao rezultat toga, krajem 1980-tih propadanje banaka dostiglo je nivo bez presedana, kao što je prikazano u slici 11.4. Zloslutna predviđanja su preovladavala jer su mnogi kritičari tvrdili da oslabljena bankarska industrija nije uopšte u poziciji da odbije konkurenciju drugih davaoca finansijskih usluga. Uprkos činjenici da su propasti banaka pale na zanemarljivu meru i da se bankarska profitabilnost povratila do sredine 1990-tih godina, ostale su tvrdnje da su komercijalne banke dinosauri i da je bankarstvo industrija u padu. Možda je statistika koja najviše govori u prilog onih koji predskazuju propast prikazana u tabeli 11.2, gde je dat pad bankarskog udela u ukupnoj aktivni posrednika sa 50 procenata na 28 procenata u 2002. godini.

Da parafraziramo Marka Tvena, izveštaji o umiranju bankarstva su vrlo preuveličani. Prvo, takozvani pad komercijalnog bankarstva je ograničen na pad u *relativnom* značaju komercijalnog bankarstva. Iako tabela 11.2 prikazuje da je ideo bankarstva u aktivni posrednika opao, tabela 11.1 prikazuje da je aktiva bankarske industrije u stvari porasla između 1970. i 2002. godine (čak i kada se koriguje za inflaciju). Drugim rečima, aktiva banaka se u stvari povećala - ali ne toliko brzo kao aktiva drugih finansijskih posrednika. Kao što ćemo videti u sledećem poglavlju, mnoge od novih inovativnih aktivnosti na kojima se banke angažuju nisu izražene u bilansima banaka kao aktiva (i stoga nisu uvrštene u tabele 11.1 i 11.2) iako značajno doprinose prihodu banaka. Ovde su

obuhvaćeni, na primer, trgovina svopovima kamatnih stopa i valutnim svopovima, prodaja kreditnih derivata i izdavanje kreditnih garancija.



SLIKA 11.4 Propadanje banaka

Izvor: Federal Deposit Insurance Corporation, 2002 Annual Report

Treće, banke i dalje imaju snažnu komparativnu prednost u kreditiranju pojedinaca i malih preduzeća. Naša gornja rasprava pokazuje da su banke, kao specijalisti za proizvodnju informacija, idealno podesne za odobravanje neutrživih kredita ovim vrstama zajmoprimaca problematičnih u pogledu informacija. Za razliku od finansijskih kompanija (kao što ćemo videti u poglavlju 13) banke prodaju kompletnu paletu proizvoda svojim klijentima, uključujući lične i komercijalne zajmove, tekuće račune, penzione proizvode, trust aktivnosti, obrade platnih spiskova i tako dalje. Banke su jedinstveno opremljene da razvijaju sadržajne odnose koji im olakšavaju monitorisanje svojih zajmoprimaca i ublažavaju neke probleme koji proizilaze iz asimetričnih informacija.

Na kraju, prema rečima jednog drugog slavnog znalca (toliko poznatog da ne znamo ko je on), ako ih ne možete pobediti, onda im se pridružite. Banke su udružile snage sa izvesnim brojem drugih vrsta finansijskih posrednika. Na primer, u poslednjoj deceniji prošlog veka, banke su se spajale sa uzajamnim fondovima (Melon banka je kupila Dreyfus-a); sa investicionim bankama (NationsBank je kupila Montgomery Securities) i sa komercijalnim finansijskim kompanijama (Wachovia i Congress Financial). Sa dramatičnim merdžerom Citicorp i Travelers Insurance, čak su se spajale sa osiguravajućim kompanijama - iako je Citicorp - Travelers merdžer zahtevao intervenciju Kongresa (tj. izmenu federalnog zakona).⁴ Treba znati da banke nisu jedine koje su tu bile aktivne.

4 Najvećim delom ove netradicionalne aktivnosti su isključene ili izostavljene iz aktive banaka

Kupovina banaka od nebankarskih finansijskih posrednika deo je šire konsolidacije čitave industrije finansijskih usluga. Na primer, merdžeru Citicorp - Travelers prethodila je Travelersova akvizicija investicione banke Salomon Smith Barney; a Morgan Stanley (velika investiciona banka) kupio je Dean Witter (velikog brokera i firmu za upravljanje fondovima).

Godine 1999. bankarski zakon je uhvatio korak sa promenama u ovoj industriji kada je Kongres usvojio Gramm - Leach - Bliley Zakon o modernizaciji finansijskih usluga. Kao što je bilo objašnjeno u članku iz *New York Timesa* (videti rubriku U VESTIMA), ovaj zakon je u suštini opozvao Zakon Glass - Steagall, iz 1933. godine eliminisanjem ograničenja na unakrsno - vlasništvo različitih vrsta finansijskih ustanova. Kako banke, osiguravajuće kompanije i investicione banke počinju da koriste odredbe ovog zakona, tradicionalne linije razdvajanja između različitih vrsta posrednika će postajati sve zamagljenije.

Iz gore navedenih razloga, teško je zamisliti da će banke postati beznačajne kao što tvrde neki njihovi najuporniji kritičari. Trend ka konsolidaciji nam sugeriše, međutim, da ćemo najverovatnije videti sve veći broj velikih i kompleksnih finansijskih organizacija koje će prodavati čitavu lepezu finansijskih usluga u rasponu od potrošačkih kredita do uzajamnih fondova, do underwritinga korporacijskih hartija od vrednosti - i sve između njih. Međutim, nije baš jasno da ovo neophodno i povlači sa sobom nestanak male komunalne banke usredsređene na tradicionalne bankarske proizvode: čekovne račune i potrošačke i poslovne kredite.

Finansijski posrednici: aktiva, pasiva i menadžment

Do sada smo analizirali ekonomsku ulogu finansijskih posrednika i kako su se posrednici razvili da ispune tu ulogu. Sad ćemo se osvrnuti na upravljačke izazove koji su zajednički za ove institucije. Upravljanje i poslovanje finansijskog posrednika razlikuje se od proizvodne kompanije zbog prirode bilansa stanja institucije. Baš kao i druge firme, finansijski posrednik emituje finansijski dug na strani pasive svog bilansa u zamenu za novčana sredstva koja daju štedište. Međutim, na strani aktive bilansa stanja finansijski posrednik se suštinski razlikuje od konvencionalnih preduzeća. Proizvodna kompanija, na primer, ima uglavnom **realna sredstva** - stvari koje se mogu videti i dodirnuti. Proizvođač kartona, na primer, ima svoju zgradu (*svoju fabriku*), mašine za guveriranje (*svoju opremu*) i sirovu hartiju (*svoje zalihe*) kao aktivu. Finansijski posrednici, s druge strane, imaju uglavnom **finansijsku aktivu**. Banka, na primer, ima uglavnom kredite i hartije od vrednosti kao aktivu. Stoga, banka, kao i drugi finansijski posrednici, ima potraživanja sa *obe* strane svog bilansa. Ova karakteristika primorava finansijske posrednike da se usredsrede na **kreditni rizik i rizik kamat-**

u tabelama 11.1 i 11.2 najviše zbog toga što prema propisima one moraju da se obavljaju u subsidijarima holding kompanija, razdvojeno od aktive komercijalne banke.

nih stopa tokom svog normalnog poslovanja. Oba ova rizika utiču na vrednost aktive i pasive i otuda na neto vrednost finansijske institucije.

Kada finansijski posrednik kupi neutrživa potraživanja od preduzeća ili pojedinca, njegova glavna briga je *kreditni rizik* jer on teži da drži ovu aktivu do dospeća i očekuje da zaradi novčane prilive koje je obećao zajmoprimac. Neizvršenje obaveze znači izostanak novčanog priliva (kao što je neispunjenje zajmoprimca da plati kamatu), a to je loša vest za posrednika.



Novosti

Kongres usvojio opšti Zakon koji ublažava zakone o bankama

Kongres je, u novembru 1999. godine, doneo zakon kao prekretnicu, koji je otvorio vrata za novu eru na Wall Streetu u kojoj će komercijalne banke, firme za hartije od vrednosti, i osiguravajuće kompanije lakše i jeftinije da ulaze u poslovanje jedan drugog. Gramm - Leach - Bliley zakon o modernizaciji finansijskih usluga, koji mnogi smatraju najznačajnijim zakonom o bankama u poslednjih 66 godina, usvojen je u Senatu sa 90 prema 8 glasova i u Predstavničkom domu sa 362 prema 57 glasova.

„Danas je Kongres glasao da modernizuje pravila koja su regulisala finansijske usluge još od Velike depresije i zameni ih sistemom za dvadeset i prvi vek“ rekao je Sekretar Trezora, Lawrence H. Summers. „Ovaj istorijski zakon će na bolji način omogućiti američkim preduzećima da konkurišu novoj ekonomiji.“ Bela kuća je procenila da ovaj zakon može uštedeti potrošačima do \$18 milijardi dolara godišnje kako novi finansijski konglomerati postižu ekonomiju obima i smanjuju troškove.

Odluka da se ukine Glass - Steagallov zakon iz 1933. godine izazvala je zloslutne opomene šačice protivnika da će deregulacija Volstrita jednoga dana doneti slom finansijskog sistema nacije. Prvobitna zamisao u osnovi Glass - Stea-

gallovog zakona bila je da će odvajanje bankara od brokera smanjiti potencijalne sukobe interesa za koje se mislilo da su doprineli špekulativnoj histeriji sa akcijama pre Depresije.

Nakon usvajanja predloga zakona, Senator Paul Wellstone, nedavno preminuli član Demokratske stranke iz Minesote, rekao je da je „Kongres bio opredeljen da zaboravi lekcije iz naših grešaka iz prošlosti.“ „Na desetine banaka je propalo tokom Velike depresije kao posledica nesolidne bankarske prakse i njihov neuspeh je samo produbio krizu.“ Gospodin Wellstone je rekao „Glass - Steagall je bio zamišljen da zaštiti naš finansijski sistem izolovanjem komercijalnog bankarstva od drugih oblika rizika. To je bio jedan od nekoliko stabilizatora osmišljenih da se spreči ponavljanje slične tragedije.“

Pobornici zakona odbili su te argumente. Oni su odgovorili da su istoričari i ekonomisti zaključili da Glass - Steagallov zakon nije bio ispravan odgovor na bankarsku krizu jer je do propadanja 11.000 banaka doveo neuspeh Federalne rezerve u sprovođenju monetarne politike, a ne špekulisanje na tržištu akcija.

Izvor: Stephen Labaton „Congress Passes Wide-Ranging Bill Easing Bank Laws“, New York Times, Nov. 5, 1999. p. A. 1. Copyright New York Times Company. Reprinted with permission.

Sve ovo sugeriše da finansijski posrednik ima podsticaj da neprestano monitoriše svoje zajmoprimce. Ovakav odnos omogućava finansijskom posredniku da pribavi informacije tokom vremena o stvarnom kvalitetu svojih komitenata

da bi onda on mogao da naplaćuje nižu stopu za usluge svojim visokokvalitetnim komitentima, a svojim niskokvalitetnim komitentima, visoku stopu.

Menadžeri finansijskih posrednika takođe moraju da brinu o *riziku kamatne stope*. Ako banka, na primer, investira u *petogodišnje* kredite sa fiksnom stopom i mobilise sredstva izdavanjem *šestomesečnih* depozita, onda će ona biti veoma ranjiva prema oscilacijama u kamatnim stopama. Konkretno, otpočnimo u veseljem tonu pretpostavljajući da krediti zarađuju 9 procenata a da depoziti koštaju 6 procenata. Ova strategija trenutno zarađuje banci *kamatni spread* od plus 3 procenta (9 procenata minus 6 procenata). Međutim, ako kratkoročne kamatne stope porastu na 10 procenata za šest meseci od sada, banka će morati da obnovi svoje depozite po 10 procenata ali će ostati sa svojim kreditima od 9 procenata u naredne četiri i po godine. Bančin *spread* će stoga pasti sa plus 3 procenta na minus 1 procenat, što će akcionare učiniti veoma nesrećnim jer umesto da zaradi veliki profit banka će izgubiti novac. Ako se kratkoročne kamatne stope smanje na 4 procenta, akcionari će biti ushićeni zbog povećanja bančinog kamatnog *spreda* na 5 procenta i poboljšanja profitabilnosti banke. U stvarnosti, akcionari bi trebalo da su zabrinuti od samog početka zbog ročne neusklađenosti aktive i pasive. Ročna neusklađenost je jednostavno vrsta spekulisanja oko kamatnih stopa. Da bi se ovo izbeglo, većina finansijskih posrednika trudi se da ima aktivu čiji rokovi dospeća u proseku odlikavaju rokove dospeća njihove pasive. Značajni izuzetak je bila, kao što smo to razmatrali u prethodnom odeljku, S&L industrija koja je upala u nevolje tokom ranih 1980-tih godina.

Finansijski posrednici moraju sprovesti procedure upravljanja rizikom, tako da mogu da monitorišu ove rizike i da postave odgovarajuća ograničenja za svaki od njih. Način na koji se kreditni rizik i rizik kamatne stope razlikuju među finansijskim posrednicima odražava se na njihove bilanse. Slika 11.5 prikazuje sažete bilanse (T-račune) nekih od glavnih finansijskih posrednika u Sjedinjenim Američkim Državama. Aktiva je prikazana na levoj strani T-računa, a pasiva i akcijski kapital na desnoj strani.

Depozitne institucije su prikazane na vrhu slike. Kao što njihovo ime kazuje, sve ove institucije imaju depozite na desnoj strani svojih bilansa. Zato što su ovi depoziti uglavnom kratkoročnog dospeća nije čudno što depozitne institucije obično investiraju u relativno kratkoročnu aktivu. Depozitne institucije se takođe suočavaju sa kreditnim rizikom jer investiraju puno u neutržive privatne kredite. Konkretno, banke daju komercijalne (poslovne) kredite, kredite za komercijalne nekretnine i potrošačke kredite. Uzajamne štedionice, asocijacije za štednju i kredite i kreditne unije daju potrošačke i hipotekarne kredite.

Nedepozitni finansijski posrednici prikazani su na dnu slike 11.5. Kao i depozitne institucije, neke od ovih institucija suočene su sa kreditnim rizikom koji je povezan sa neutrživim finansijskim potraživanjima. Kompanije za životno osiguranje, na primer, investiraju u neutržive obveznice (poznate kao **Privatni plasmani**) kompanija srednje veličine; a komercijalne finansijske kompanije daju poslovne kredite; kompanije za finansiranje potrošača daju potrošačke kredite; a firme za venčer kapital investiraju u neutrživ akcijski kapital malih startup firmi.

Aktiva je prikazana na levoj strani T-računa, a pasiva i akcijski kapital na desnoj strani T-računa.

Depository Financial Intermediaries			
Komercijalne banke		Asocijacije za štednju i kredite	
Državne hartije od vrednosti	Depoziti	Državne hartije od vrednosti	Depoziti
Potrošački krediti	Akcijski kapital	Hipoteke	Akcijski kapital*
Komercijalni krediti			
Hipoteke			
Uzajamne štedionice		Kreditne unije	
Državne hartije od vrednosti	Depoziti*	Državne hartije od vrednosti	Depoziti*
Potrošački krediti		Potrošački krediti	
Hipoteke			
Nondepository Financial Intermediaries			
Kompanije za životno osiguranje		Kompanije za osiguranje imovine i osiguranje od nesreća	
Hartije od vrednosti	Polise osiguranja	Hartije od vrednosti	Polise osiguranja
Privatni plasmani	Anuiteti		Akcijski kapital*
Kapital u nekretninama	Akcijski kapital*		
Hipoteke			
Penzioni fondovi		Komercijalne finansijske kompanije	
Hartije od vrednosti	Penziona pasiva	Komercijalni krediti & lizing	Dugovi
Kapital u nekretninama			Akcijski kapital
Hipoteke			
Kompanije za finansiranje potrošača		Uzajamni fondovi	
Potrošački krediti	Dugovi	Hartije od vrednosti	Akcijski kapital
	Akcijski kapital		
Uzajamni fondovi novčanog tržišta		Investicione banke	
Instrumenti novčanog tržišta	Akcijski kapital	Hartije od vrednosti	Dugovi
			Akcijski kapital
Fondovi venčer kapitala			
Neutrživ akcijski kapital u startap firme	Akcijski kapital		

*uzajamne institucije ne emituju akcijski kapital već su tehnički u vlasništvu svojih deponenata ili vlasnika polisa.

SLIKA 11.5 Bilansi odabranih posrednika.

Kao i kod depozitnih finansijskih posrednika, ročnost aktive nedepozitnih finansijskih posrednika odlikava ročnost njihove pasive. Usled toga što se pasiva kompanija za osiguranje života uglavnom sastoji od polisa osiguranja i dugoročnih anuiteta, kompanije za osiguranje života preferiraju dugoročne obveznice, hipoteke i kapital u nekretninama. Slično tome, penzioni fondovi investiraju u akcije, dugoročne obveznice, hipoteke i kapital u komercijalnim nekretninama jer je njihova penziona pasiva izuzetno dugoročna. Kompanije za finansiranje potrošača i komercijalne finansijske kompanije imaju veliki deo svoje aktive u kratkoročnim neutrživim kreditima, tako da mobilisu sredstva emitovanjem kratkoročnih dugova, naročito komercijalnih papira. Kod uzajamnih fondova, rizik kamatnih stopa je praktično eliminisan jer se desna strana bilansa sastoji u potpunosti samo od akcijskog kapitala. Zbog toga ne postoje obaveze koje zahtevaju fiksirana plaćanja u dolarima, tako da nema rizika za sam fond kada se kamatne stope pomeraju na gore ili na dole. Naravno, investitori u uzajamni fond (imaoci akcijskog kapitala) zarađuju više ili manje, prema tome kako se kreću stope.

Sada kada smo okončali ovaj opšti pregled finansijskih posrednika, možemo da se upustimo u detaljniju analizu strukture i performanse najznačajnijih institucija. Poglavlje 12 fokusira depozit institucije, dok se Poglavlje 13 bavi nedepozitnim institucijama.

REZIME

1. Asimetrične informacije predstavljaju glavni izazov za zajmodavaoce na kreditnim tržištima, naročito za one koji daju kredite pojedincima i malim firmama. Asimetrične informacije se javljaju u dva oblika, negativna selekcija i moralni hazard. Negativna selekcija se javlja pre odobravanja kredita jer kreditori ne mogu lako da prave razliku između visoko kvalitetnih i nisko kvalitetnih zajmoprimaca. Moralni hazard nastaje nakon odobravanja kredita jer zajmoprimci onda imaju podsticaj da postanu rizičniji.
2. Finansijski posrednici postoje delom jer su specijalisti u proizvodnji informacija. Posrednici, takođe, smanjuju transakcione troškove i olakšavaju diversifikaciju.
3. Sastav finansijskih posrednika od Drugog svetskog rata značajno se promenio. Naročito su penzioni fondovi, uzajamni fondovi akcija i obveznica i uzajamni fondovi novčanog tržišta znatno narasli dok su depozitne institucije i kompanije za osiguranje pale u relativnim pokazateljima.
4. Povećani nivo i volatilnost kamatnih stopa, koji je otpočeo sredinom 1960-tih godina i opao sredinom 1980-tih godina, doveo je do stvaranja uzajamnog fonda novčanog tržišta, koji je izmenio strukturu finansijskog sistema. Nakon enormnog

rasta kamatnih stopa, počev od 1979. godine, ukinut je Regulation Q, S&L industrija se skoro srušila i banke su značajno izmenile strukturu pasive koju su nudile svojim deponentima.

5. Rastući značaj penzionih fondova, kompanija za životno osiguranje i uzajamnih fondova doveo je do institucionalizacije finansijskih tržišta jer su sredstva koja teku kroz ove institucije sve više zamenjivale direktno investiranje u akcije i obveznice individualnih investitora.
6. Opadanje bankarskog udela u aktivni posrednika, tokom poslednjih pedeset godina, sugeriše da ako se ovaj trend nastavi banke mogu postati manje značajan igrač na finansijskoj sceni. Međutim, značaj banaka kao kreditora malih firmi i pojedinaca (uz nudoenje usluga čekovnih računa), sugeriše da će one biti prisutne još dugo vremena.
7. Za razliku od drugih vrsta kompanija, finansijski posrednici tipično imaju finansijske instrumente sa obe strane bilansa. Ovo stvara posebne izazove za ove institucije, uključujući i neophodnost da upravljaju kreditnim rizikom i rizikom kamatnih stopa.

KLJUČNI TERMINI

Asimetrična informacija, str. 210	Institucionalizacija, str. 222	Privatni plasman, str. 227
Depozitna institucija, str. 227	Kolateral, str. 221	Realna aktiva, str. 225
Depozitni račun novčanog tržišta (MMDA), str. 218n	Kreditna unija, str. 227	Regulation Q, str. 217
Diversifikacija portfolija, str. 210	Kreditni rizik, str. 225	Rizik kamatne stope, str. 225
Familija uzajamnog fonda, str. 223	Manje razvijena zemlja (LDC), str. 221	Štedne i kreditne asocijacije (S&L), str. 214
Federalna korporacija za osiguranje štednje i kredita (FSLIC), str. 220	Monitoring, str. 212	Štedne institucije, str. 214
Finansijska aktiva, str. 225	Moralni hazard, str. 211	Transakcioni trošak, str. 210
Finansijska desintermedijacija, str. 217	Nedepozitni finansijski posrednik, str. 227	Tržišni neuspeh, str. 211
Finansijski posrednik, str. 209	Negativna selekcija, str. 211	Utržive hartije od vrednosti, str. 212
Finansijsko posredništvo, str. 209	Neutrživ finansijski ugovor, str. 212	Uzajamne štedionice, str. 214
	NOW račun, str. 218n	Uzajamni fond novčanog tržišta, str. 217
	Plan definisane beneficije, str. 222	
	Plan definisanog doprinosa, str. 222	

PITANJA

- 11.1 Jedan od glavnih razloga za uvođenje depozitnih limita iz Regulation Q bio je da se spreči destruktivna konkurencija između depozitnih institucija. Da li se slažete sa ovakvom logikom?
- 11.2 Prema nekim procenama S&L kriza bi nas koštala \$150 milijardi (u dolarima iz 1981. godine) da smo ugasili sve ekonomski nesolventne S&L 1981. Sada ispada da nas je to koštalo, po ovoj sadašnjoj vrednosti, negde oko \$150 milijardi (u dolarima 1995.). Da li smo dobili ili smo izgubili odugovlačenjem?
- 11.3 Primetili smo u poglavlju 6 da što brže tržište apsorbuje nove informacije, utoliko je ono efikasnije. Da li mislite da je institucionalizacija imala neki uticaj na informacionu efikasnost tržišta akcija i obveznica?
- 11.4 Asimetrične informacije predstavljaju znatno manji problem velikim kompanijama nego malim kompanijama. Šta mislite, koliko bi za vas teže bilo, kao privatnom investitoru, da procenite pravi kreditni kvalitet vaše prodavnice bicikla u susedstvu ili vaše lokalne prodavnice čestitki?
- 11.5 Asortiman finansijskih usluga koje nude banke dramatično je porastao tokom protekle decenije. Ovaj trend je zasnovan na pretpostavci da komitenti žele ovu vrstu „šopinga na jednom mestu“. Da li će bankari na kraju ipak zameniti brokere akcijama i agente osiguravajućih kompanija sada kada su uklonjene regulatorne barijere?
- 11.6 *Pitanje za raspravu:* Bili smo svedoci fenomenalnog rasta privatnih penzionih planova, naročito novih planova definisanih doprinosa, koji nude fleksibilnost u alokaciji aktive. Ove privatne planove podržava državna poreska politika. S obzirom na njihov izuzetan uspeh, da li oni koji odlučuju o politici treba da razmotre smanjenje socijalnog osiguranja povećanjem iznosa prihvatljivih doprinosa dozvoljenih privatnim planovima?

MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Depozitne finansijske institucije



Depozitne institucije su najvažniji izvori potrošačkih kredita i kredita za male firme. Pored toga, depozitne obaveze ovih institucija predstavljaju ugaoni kamen novčane mase. Pošto su komercijalne banke daleko najveće depozitne institucije u SAD, najviše vremena posvetićemo njima - ispitujući kako se njima upravlja i istražujući ključne trendove ove industrije. Onda ćemo se osvrnuti ukratko na nebankarske depozitne institucije da bismo upotpunili sliku.

Osnove upravljanja bankama

Banke su poslovne firme. Kao što to čine proizvođači frizbija, lanci brze hrane i izdavači udžbenika, banke kupuju inpute, malo ih masiraju, malo ih kade tamjanom, izgovore magične reči i iz rerne iskoči neki autput. Ako imaju sreće, mogu da prodaju finalni proizvod po ceni iznad troškova za kupovinu repromaterijala pre svega.

Za bankare glavni repromaterijal je novac. Kupuju ga na dugoj tezgi koju postavljaju u radnji, onda otrče na drugu stranu tezge, sednu iza ogromnog stola (malo zadihani) i prodaju ga čim mogu nekom drugom. Ako su stvarno dobri u svom poslu, nekad mogu čak da ga prodaju natrag istoj osobi od koje su ga kupili (trik koji su bankari pokupili od dilera polovnih kola iz Los Angelesa). Jedini način da prepoznate da li bankari kupuju novac ili ga prodaju jeste da pratite da li stoje ili sede. Iz nekog nepoznatog razloga, verovatno nasledna osobina, bankari uvek stoje kada kupuju vaš novac (uzimaju vaš depozit na šalteru) ali bez izuzetka sede kada oni prodaju (daju kredite ili kupuju hartije od vrednosti).

O bankarima možemo da mislimo kao o prepakivačima novca. Ovo ih čini finansijskim posrednicima jer imaju finansijska potraživanja na strani aktive i na strani pasive u svom bilansu stanja. Pasiva predstavlja bančine *izvore sredstava* a aktiva predstavlja bančinu *upotrebu sredstava*. Banke se angažuju u ovom procesu kupovine i prodaje novca iz jednog jednostavnog razloga: nadaju se da ostvare profit kupujući novac od Petra po nižoj ceni od one po kojoj prodaju Pavlu. Naš prvi zadatak je da vidimo kako bankari uspeavaju u ovome. Onda se okrećemo nekim glavnim trendovima u bankarstvu i otkrivamo da su, pored ustajanja i sedanja, bankari morali da počnu sa ozbiljnom gimnastikom samo da bi ostali konkurentni.

Upotreba bankarskih sredstava

Tabele 12.1 i 12.2 pokazuju aktivu u koju banke investiraju i glavne trendove alokacije aktive tokom proteklih trideset godina. Tabela 12.1 sadrži dolarske iznose, a tabela 12.2 pokazuje procentnu distribuciju. Kakvi su trendovi vidljivi tokom tri protekle decenije? Pomenuli smo u prethodnom poglavlju da je bankarstvo počelo dramatično da se menja sredinom 1960-tih godina sa porastom tražnje za kreditima. Ovaj trend se nastavio 1970-tih i 1980-tih godina sa proporcijom ukupnih kredita (firmama plus hipoteke plus potrošački plus ostali) povećanom sa 53 procenta od ukupne aktive u 1970. godini na 62 procenta od ukupne aktive u 1990. godini, pri čemu je najveći porast tokom ovog perioda koncentrisan na hipoteke. Rast hipoteka, naročito hipotekarnih kredita za komercijalne nekretnine, postao je veliki problem za banke tokom recesije 1990-1991 kada se vrednost nekretnina sunovratila - najdramatičnije na Severoistoku i Jugozapadu. Porast kredita se odrazio na pad novca i investicija u državne i lokalne hartije od vrednosti. Hartije od vrednosti vlade SAD, u holdingu banaka, koje su visoko utržive i mogu biti pretvorene u likvidna sredstva uz kratku najavu, ostale su uglavnom konstantne.

TABELA 12.1. Aktiva osiguranih komercijalnih banaka 1970 - 2002. (u mlrd dolara)

	1970.	1980.	1990.	2002.
Gotovina	93	332	318	384
HoV vlade SAD i agencija	71	163	427	911
HoV država i lokalne samouprave	67	146	84	103
Druge HoV	3	16	94	321
Kredit firmama	112	391	615	912
Hipotekarni krediti	73	269	829	2.068
Potrošački krediti	66	187	403	704
Drugi krediti	47	169	263	478

Razna aktiva	38	183	356	1.196
Ukupno	570	1.856	3.389	7.077

Izvor: FDIC Statistics on Depository Institutions. Sve brojke su sa kraja godine.

TABELA 12.2 Aktiva osiguranih komercijalnih banaka 1970-2002 (procentna distribucija)

	1970.	1980.	1990.	2002.
Gotovina	16	18	9	5
HoV vlade SAD i agencija	12	9	13	13
HoV država i lokalne samouprave	12	8	2	1
Druge HoV	1	1	3	5
Kredit firmama	20	21	18	13
Hipotekarni krediti	13	14	24	29
Potrošački krediti	12	10	12	10
Drugi krediti	8	9	8	7
Razna aktiva	7	10	11	17
Ukupno	100	100	100	100

Izvor: FDIC Statistics on Depository Institutions. Sve brojke su sa kraja godine.

Pored dugoročnih trendova, ima cikličnih fluktuacija koje nisu obuhvaćene u tabelama. Na primer, između 1990. i 1993. godine ukupni krediti su pali sa 62 procenta na 58 procenta, pri čemu je gro pada uzrokovano smanjenjem kredita firmama sa 18 procenata na 14 procenata. Ovaj pad i sa njim povezan porast portfolija hartija od vrednosti javio se tokom i odmah posle recesije 1990-1991. godine, što je u potpunosti konzistentno sa istorijskom supstitucijom kredita hartijama od vrednosti koja se javlja kada se tražnja za kreditima smanjuje tokom recesije. Drugim rečima, banke su tradicionalno tretirale svoje portfolije vladinih hartija od vrednosti kao rezidualno korišćenje novca - kupovina vladinih hartija od vrednosti kada je tražnja za kreditima mala i njihova prodaja tokom poslovnog ozdravljenja, kada je privatna tražnja za kreditima jača.¹

Zbog čega akcije nisu uključene u aktivu banaka? Razlog je što je komercijalnim bankama tradicionalno bilo zakonom zabranjeno da poseduju akcije zato što su akcije suviše rizične. Ova zabrana uvedena je Zakonom o nacionalnoj

¹ Za detaljniju raspravu o ovom objašnjenju i empirijskim dokazima u pogledu smanjenja kreditiranja tokom recesije 1990-1991. godine, vidite „Did Risk-based Capital Allocate Bank Credit and Cause a „Credit Crunch“ in the U.S.?” by Allen N. Berger and Gregory F. Udell in the *Journal of Money, Credit and Banking* 26 (1994)

valuti iz 1863. godine i Zakonom o nacionalnoj banci iz 1864. godine i potvrđivana je iznova u kasnijoj legislativi. Banke *kupuju* milijarde dolara vrednosti akcija, ali ne za sebe. One ih kupuju za trustove, imovinu i penzione fondove kojima upravljaju za druge. Takav holding u sektorima trustova nije uključen u vlastitu aktivu banke.

Izvori bankarskih sredstava

Tabele 12.3 i 12.4 prikazuju izvore bankarskih sredstava i njihove promene tokom proteklih četvrt veka. Tabela 12.3 sadrži dolarske iznose a tabela 12.4 procentnu distribuciju. Obratite pažnju na to kako su **transakcioni depoziti**, koji su bili *glavni izvor* bankarskih sredstava - 43 procenta u 1970. godini - pali po značaju, smanjenjem na 10 procenata u 2002. godini. Transakcioni depoziti su depoziti sa privilegijom neograničenog izdavanja čekova. Gro ovog pada se javio u 1970-tim godinama i direktno se pripisuje dejstvu Regulation Q kombinovano sa opštim porastom kamatnih stopa na drugu vrstu aktive koji se dogodio tokom ovog perioda. Čak i u današnjem okruženju niske kamatne stope, pojedinci i firme nisu voljni da drže više transakcionih depozita nego što im je stvarno potrebno za njihova dnevna plaćanja. Naučili su da se isplati ekonomisati sa svojim čekovnim računima jer držati više nego što je apsolutno potrebno znači žrtvovati prihod od kamate.

TABELA 12.3 Pasiva i kapital osiguranih komercijalnih banaka 1970-2002. (mlrd dolara)

	1970.	1980.	1990.	2002.
Transakcioni depoziti	247	435	685	710
Netransakcioni depozit	235	752	1.672	3.321
Strani depoziti	1	293	294	658
Uzeti krediti	20	178	385	1.171
Razne obaveze	26	90	135	569
Akcionarski kapital	41	108	218	648
Ukupno	570	1.856	3.389	7.077

Izvor: FDIC Statistics on Depository Institutions. Sve brojeve su sa kraja godine

TABELA 12.4 Pasiva i kapital osiguranih komercijalnih banaka 1970-2002, (procentna distribucija)

	1970.	1980.	1990.	2002.
Transakcioni depoziti	43	23	20	10
Netransakcioni depozit	41	41	49	47
Strani depoziti	0	15	10	9
Uzeti krediti	4	10	11	17
Razne obaveze	5	5	4	8
Akcionarski kapital	7	6	6	9
Ukupno	100	100	100	100

Netransakcioni depoziti se sastoje od domaćih depozita koji su sa ograničenim pravom na izdavanje čekova ili bez prava na izdavanje čekova: uglavnom **štednja i oročeni depoziti**. Računi štednje su depoziti koji mogu da se povuku u bilo koje vreme. U ovu kategoriju se uključuju **depozitni računi novčanog tržišta** koji su najpre predstavljani u poglavlju 3 i šire diskutovani u prethodnom poglavlju. Na ove račune se plaća stopa novčanog tržišta i nude ograničene funkcije čekova. Oročeni depoziti se sastoje od depozita koji imaju rok dospeća kojim je određeno kada deponent prima natrag svoj depozit plus kamatu. Mnogi od njih su mali CD do \$100.000 koje kupuju građani. Međutim, na kraju 2002. godine oko \$1.000 milijardi ukupnih depozita sastojalo se od velikih oročenih depozita (svaki iznad \$100.000) pod nazivom **prenosivi sertifikat o depozitu**. Oko polovine njih su domaći depoziti i uključeni su u stavku netransakcioni depoziti u tabeli 12.3 sa ostatkom uključenim u strane depozite.

Prenosivi CD bio je naročito značajan izvor sredstava za banke krajem 1970-tih i početkom 1980-tih godina. Kao što smo naveli u prethodnom poglavlju, prenosivi CD predstavljao je prvu veliku rupu u Regulation Q. Obično emitovan u denominacijama od \$100.000 i više, prenosivi CD može da se proda na sekundarnom tržištu ako imalac mora da mobiliše sredstva pre njegovog dospeća. Tako, on služi kao alternativa za zapise Trezora korporacijskim finansijskim direktorima koji imaju višak sredstava za investiranje na kratak rok. Njegov značaj kao izvora finansiranja je opao tek nedavno. Uzeti krediti, međutim, postali su sve značajniji tokom poslednjih 30 godina. Oni obuhvataju široku lepezu izvora sredstava van kategorije domaćih depozita, kao što su:

1. Krediti od Federalnih rezervi.
2. Krediti sa **tržišta federalnih (Fed) sredstava**. Federalna sredstva su neobezbeđeni krediti između banaka (često preko noći) koji se izmiruju transferima sredstava istog dana kada je kredit dat.
3. Krediti banaka od njihovih filijala u inostranstvu, njihovih roditeljskih holding kompanija i njihovih subsidijara i afilijacija.

4. **Sporazumi o reotkupu.** Banke često prodaju hartije od vrednosti i prihvataju da ih kupe natrag na kasniji datum (često narednog dana). Kao što smo opisali u poglavlju 8, kada banka proda hartije od vrednosti korporaciji ili drugoj banci po sporazumu da ih reotkupi - nazvanim RP ili repoi - banka se obavezuje da kupi hartije od vrednosti natrag na određeni budući datum po unapred određenoj ceni. U stvari, pošto banka koristi sredstva dok ne reotkupi hartije od vrednosti, ona uzima ta sredstva na zajam sa hartijama od vrednosti kao kolateralom. Kamatna stopa se utvrđuje kao razlika između današnje prodajne cene i sutrašnje više cene reotkupa. Sa RP preko noći, banka ostvaruje pristup kratkoročnim sredstvima, za koja se nada da će ih iskoristiti profitabilno a korporacija zarađuje kamatu pri čemu ne žrtvuje likvidnost. Kada se takva transakcija radi između banke i nekog od njenih sopstvenih korporativnih deponenata, bilans banke pokazuje rast zaduženja i odgovarajući pad obaveza po transakcionim depozitima.



„Da imate ovde račun, to bi bila druga priča.“

© The New Yorker Collection 1988 Robert Weber from cartoonbank.com. All Rights Reserved

Drugi izvor bankarskih sredstava, onaj koji je sve više dobijao na značaju, mada se ne pokazuje na ovim tabelama, nastaje iz prodaje aktive kroz **sekjuritizaciju**. Sekjuritizacija uključuje transformaciju neutrživog finansijskog instrumenta u utrživu hartiju od vrednosti. Banke mobilišu nova sredstva pakovanjem nekih svojih kredita u hartije od vrednosti i onda prodaju te hartije od vrednosti, koje su kolateralizovane osnovnom aktivom, investitorima. Pored sekjuritizacije,

zovanja stambenih hipoteka, banke takođe sekjuritizuju komercijalne hipoteke, automobilske kredite, studentske kredite i kredite po kreditnim karticama. Međutim, neki krediti, kao krediti malim i srednjim kompanijama, teško se sekjuritizuju, verovatno zbog upornih nerešenih problema asimetričnih informacija diskutovanih u poglavlju 11.

Najzad dolazi izvor finansiranja iz akcionarskog kapitala. On predstavlja iznos vlasničkog interesa u banci.² Setite se da akcijski kapital daje vlasnicima sve plodove prosperiteta, uključujući pravo na sve buduće dividende, ali ograničava njihovu odgovornost na investirani iznos.

Profitabilnost banke

Kao što smo napomenuli na početku ovog poglavlja, upravljanje bankom se sastoji u kupovini novca po nižoj ceni od one po kojoj se prodaje. Uspeh ili promašaj se evidentiraju u bilansu uspeha. Tabela 12.5 pokazuje bilans uspeha svih komercijalnih banaka koje su osigurane kod Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), što obuhvata praktično sve banke u SAD. Tabela 12.6 pokazuje bilans uspeha izražen kao procenat od ukupne aktive.

Koliko su banke platile za svoj novac? Odgovor je naveden pod *kamatni troškovi* - \$121 milijarda u 2002. godini. Za koliko su prodale svoj novac? Odgovor je naveden pod *ukupan kamatni prihod* - \$358 milijardi u 2002. godini. Obratite pažnju na to da se ukupan prihod od kamate deli na dve kategorije, *kamata na kredite* i *kamata na hartije od vrednosti i investicije*. Razlika između ukupnog prihoda od kamate i kamatnih troškova, **neto kamatni prihod**, jedan je od brojeva koji najviše otkrivaju u bankarskim finansijskim izveštajima. U određenom smislu je analogan bruto profitu proizvodne kompanije. Neto kamatni prihod, izražen kao procenat od ukupne aktive banke, naziva se **neto kamatna marža** banke (NIM u Tabeli 12.6). Ovo je bankarski **spread kamatne stope**. U 2002. godini neto kamatna marža za ukupnu bankarsku industriju bila je 3,35 procenta (= \$237 milijardi / \$7.077 milijardi) u poređenju sa 2,92 procenta u 1990. godini.

2 Preciznije, akcijski kapital naveden u tabeli 12.3 izračunava se na osnovu računovodstvenih pravila. Ova pravila, međutim, imaju neke nedostatke. Prvo, ona su toliko komplikovana da mogu da uspravaju, često danima, čak i najposvećenije računovođe. Drugo, ona se zasnivaju prvenstveno na metodama *računovodstva istorijskih troškova* o kojima smo raspravljali u prethodnom poglavlju, koja ne mogu da odraze promene tržišne vrednosti mnogih vrsta aktive i pasive banke. Računovodstvena pravila istorijskih troškova isto tako generalno ne odražavaju vrednost bančine *franšize* koja je možda izgrađivana tokom godina. Treće, tržište akcija ionako obično ignoriše računovodstvene brojke. Valorizovanje na tržištu akcija (koje je jednako ceni akcija puta broj akcija u opticaju) često je znatno manje (ili više) od računovodstvene valorizacije (često nazvane **knjigovodstvena vrednost** koja je jednaka akcionarskom kapitalu u bilansu). Ovo objašnjava zašto banke često akviriraju druge banke za ogromne umnoške njihove knjigovodstvene vrednosti.

TABELA 12.5 Bilans uspeha osiguranih komercijalnih banaka 1970-2002. (mlrd dolara)

	1970.	1980.	1990.	2002.
Kamata na kredite	24	152	235	277
Kamata na HoV i investicije	7	23	69	81
Ukupan kamatni prihod	31	175	304	358
Troškovi po kamati	13	120	205	121
Neto kamatni prihod	18	55	99	237
Naknade za usluge i provizije	2	8	16	30
Drugi operativni prihod	2	8	56	142
Neto operativni prihod pre troškova	22	71	171	409
Plate i nadnice	8	25	52	100
Drugi operativni troškovi	7	26	96	181
Neto operativni prihod	7	20	23	128
Dobit od HoV (gubici)	0	-1	1	6
Porezi	2	5	8	44
Neto prihod posle oporezivanja	5	14	16	90

Izvor: FDIC Statistics on Depository Institutions

TABELA 12.6 Bilans uspeha osiguranih komercijalnih banaka 1970-2002. (procenat od aktive)

	1970.	1980.	1990.	2002.
Kamata na kredite	4,17	9,88	6,93	3,91
Kamata na HoV	1,13	1,50	2,04	1,14
Ukupan kamatni prihod	5,30	11,38	8,97	5,06
Troškovi po kamati	2,17	7,80	6,05	1,71
Neto kamatni prihod (NIM*)	3,13	3,57	2,92	3,35
Naknade za usluge i provizije	0,35	0,49	0,47	0,42
Drugi operativni prihod	0,38	0,53	1,65	2,01
Neto operativni prihod pre troškova	3,85	4,59	5,05	5,78
Plate i nadnice	1,34	1,60	1,53	1,41
Drugi operativni troškovi	1,28	1,72	2,83	2,56
Neto operativni prihod	1,23	1,27	0,68	1,81
Dobit od HoV (gubici)	-0,02	-0,03	0,03	0,08

Porezi	0,33	0,32	0,24	0,62
Neto prihod posle oporezivanja (ROA*)	0,89	0,91	0,47	1,27

*kada se izrazi kao procenat od ukupne aktive

Izvor: FDIC Statistics on Depository Institutions

Mnogi faktori utiču na bankarsku neto kamatnu maržu. Ako banka pruža bolju uslugu od svojih konkurenata, ona može da prođe sa višim stopama na svoje kredite i da plaća nižu stopu na svoje depozite. Ako ima neku *monopolsku moć*, možda zato što je jedini konkurent u gradu pao na leđa, može biti u mogućnosti da to iskoristi - opet, naplaćujući višu stopu na svoje kredite i plaćajući nižu stopu na svoje depozite. Banke danas, međutim, teško mogu da imaju monopolsku moć zbog ogromne konkurencije sa kojom su suočene od drugih banaka i od *nebankarskih konkurenata*.

Neto kamatnu maržu takođe pogađa bankarski rizik. Kao što je navedeno u prethodnom poglavlju, spred kamatne stope će se promeniti ako je prosečna ročnost aktive različita od prosečne ročnosti pasive i nivo kamatnih stopa se menja. Ovo je posledica *rizika kamatne stope*. Za S&L, rastući trošak kratkoročnih depozita početkom 1980-tih godina, kombinovan sa malim poboljšanjem prinosa na hipoteke, brzo je preokrenuo njihovu neto kamatnu maržu u negativnu. *Kreditni rizik* može da pogodi neto kamatnu maržu. Ako banka investira više u državne hartije od vrednosti sa niskim prinosom a manje u kredite, njena neto kamatna marža će da padne. Isto tako neto kamatna marža će da padne ako se banka u svom kreditnom portfoliju pomera sa rizičnih na sigurnije kredite.

Krećući se niz bilans uspeha u tabeli 12.5 vidimo da su *naknade za usluge i provizije*, plus *drugi operativni prihodi*, postali značajniji u nedavnim decenijama kako su se banke pomerile sa tradicionalnih kamatnih prihoda na više netradicionalne izvore prihoda. (Više o ovome u drugom delu ovog poglavlja). Ako dodamo ove druge izvore prihoda neto kamatnom prihodu dobijemo *neto operativni prihod pre troškova*.

Sledeće stavke su operativni troškovi. *Plate i nadnice* su naročito značajne zato što su banke vrlo radno intenzivna preduzeća. Velikim delom banke postaju uspešne kada su njihovi zaposleni produktivni i njihovo osoblje malobrojno. Tako koeficijent plata i nadnica podeljen ukupnom aktivom prikazan u tabeli 12.6 predstavlja ključni koeficijent *efikasnosti* u bankarstvu. Drugi operativni troškovi uključuju iznos kojim banke doprinose svojim *rezervama za gubitke po kreditima* (poznate kao *rezervisanja za gubitke po kreditima*), iznos amortizacije opreme i iznos troškova zgrade.

Pre nego što stignemo do „bottom line”, moramo dodati dobit od hartija od vrednosti (ili oduzeti gubitke) i poreze. Zato što su bankarski izveštaji delimično sastavljeni na osnovu *računovodstva istorijskih troškova*, hartije od vrednosti koje se drže za investiranje prikazuju se u bilansu po ceni po kojoj su kupljene -

nezavisno od toga da li se njihova tržišna vrednost povećala ili smanjila. Jedini trenutak u kome se profit ili gubitak odražavaju u finansijskim izveštajima je kada se investiciona hartija od vrednosti proda.³ Ako se proda uz dobitak iznad knjigovodstvene vrednosti (iznos po kojoj je banka kupila hartiju), onda se „dobit“ dodaje u bilansu uspeha. Ako je prodana uz gubitak prema knjigovodstvenoj vrednosti, onda se „gubitak“ oduzima od bilansa uspeha.

„Bottom line“ je *neto prihod posle poreza*. Kada se neto prihod posle poreza izrazi kao procenat od ukupne aktive, imamo meru profitabilnosti koja se naziva **povraćaj na aktivu ili (ROA - return on assets)** (vidite tabelu 12.6). ROA iznad 1 procenta bankarski analitičar generalno smatraju povoljnim. ROA za sve banke u 2002. godini bio je 1,27 procenta. Uzmite u obzir da je ROA za bankarsku industriju u 1990. godini bio samo 0,47 procenta. Ovo je bio odraz poteškoća koje su banke imale krajem 1980-tih godina kako je opisano u prethodnom poglavlju. ROA se može interpretirati kao merenje uspeha banke u plasiranju njene aktive. Ako želimo da se usmerimo uže na uspeh banke u ostvarivanju profita za njene akcionare, onda treba da pogledamo **povraćaj na kapital ili ROE - return on equity**. ROE je neto prihod podeljen sa akcionarskim kapitalom i bio je 13,9 procenata (= \$90 milijardi / \$648 milijardi) u 2002. godini u poređenju sa samo 7,3 procenata u 1990. godini.

Bankarski rizik

Profitabilnost je samo deo priče o performansu banke. Kao što smo diskutovali u poglavlju 7, postoji isključivost između rizika i povraćaja - viši povraćaji dolaze sa više rizika. Samo zato što ROA i ROE banke idu gore ne znači da će akcionari biti zadovoljni. Svako povećanje profitabilnosti mora da se kompenzuje saglasno povezanom povećanju rizika pre nego što se predsedniku banke uruči veliki bonus.

Banke su suočene sa mnogim vrstama rizika. Kao bilo koja kompanija sa dugom u bilansu, banke su rizičnije zbog svog *leveridža*. Kao i drugi finansijski posrednici, banke su suočene sa *kreditnim rizikom* i *rizikom kamatne stope*. Ali, za razliku od drugih finansijskih posrednika, banke i druge depozitne institucije stoje pred jedinstvenom formom *rizika likvidnosti*. Banke iz velikih novčanih centara dodaju još jedan sloj rizika koji je povezan sa njihovim nastupanjem u svojstvu dilera deviznim valutama i hartijama od vrednosti. Ovo nazivamo *trgovački rizik*. Svaki od ovih rizika je dovoljno važan da zasluži poseban tretman.

Rizik leveridža. *Leveridž* znači da je dug kombinovan sa kapitalom radi za kupovinu aktive. *Leveridž* pojačava rizik firme jer dug zahteva fiksno plaćanje emitenta u budućnosti. Što je više kapitala u bilansu stanja, firma je manje rizična jer više kapitala znači da firma može da apsorbuje veći gubitak vrednosti

³ Neke hartije od vrednosti su **marked-to-market**, tj. promene njihove tržišne vrednosti se knjiže kada se jave. Sve hartije od vrednosti kojima se aktivno trguje ili sve hartije od vrednosti koje banka ne namerava da drži do ročnosti, spadaju u ovu kategoriju.

aktive bez dolaženja u neizvršenje svojih obaveza. Najdirektnija mera rizika *leveridža*, otuda, je odnos akcionarskog kapitala prema ukupnoj aktivu, poznat kao *koeficijent leveridža*. U tabeli 12.4 linija upravo iznad „ukupno“ pokazuje koeficijent *leveridža* za bankarsku industriju - 9 procenata u 2002. godini.

Koeficijent *leveridža* u tabeli 12.4 za bankarsku industriju kao celinu prikazuje znatne razlike u *leveridžu* od banke do banke. U 1980-tim godinama koeficijent *leveridža* za velike banke bio je znatno niži nego što je bio za male banke. Ovo je zabrinulo bankarske regulatore, naročito zato što je aktiva velikih banaka težila da bude rizičnija. Kao rezultat, regulatori u SAD, kao i u mnogim drugim zemljama, primenili su **zahteve za kapitalom zasnovane na riziku (RBC - risk based capital)** početkom 1990-tih godina. Sami RBC koeficijenti su nešto komplikovaniji i nisu naročito precizni, ali ideja je prosta: rizičnija aktiva, viši zahtevi za kapitalom. Diskutovaćemo o RBC detaljnije u poglavlju 15.

Kreditni rizik. *Kreditni rizik* nastaje zbog toga što neki bankarski zajmoprimci mogu doći u situaciju da nisu u stanju da vrate svoje kredite. Dalje, mnogi od ovih kredita su dati zajmoprimcima čiji je rizik teško procenjivati i čiju je performansu teško monitorisati. To jest, to su krediti koje karakterišu problemi asimetričnih informacija, negativna selekcija i moralni hazard, koje smo diskutovali u prethodnom poglavlju. Uspeh u odobravanju ovih kredita zavisi od sposobnosti banke da pribavi informacije o ovim zajmoprimcima i strukturira svoje kredite na odgovarajući način. Konkretno, rizičniji kredit treba da ima višu kamatnu stopu i/ili se suoči sa višim zahtevima za **kolateralom**.

Kako znamo koliko je rizičan portfolio banke? To nije lako - naročito za autsajdere. Jedna mera su **otpisi kredita** kao procenat od ukupnih kredita (vidite tabelu 12.7). *Otpisi kredita* su iznos kreditnog portolija koji je bio „otpisan“ tokom godine jer neki zajmoprimci nisu mogli da otplate svoje kredite. Kvalitet ovog koeficijenta je njegova preciznost - to su krediti koji su stvarno postali loši tokom prethodne godine. Međutim, to je mera koja *gleda unatrag*. Pokazuje kako su se ponašali krediti u prošlosti. Ne pokazuje nužno kakvu će performansu imati u budućnosti tekući bančin kreditni portfolio. Mera kreditnog rizika koja *gleda unapred* je koeficijent **nonperforming kredita** prema ukupnim kreditima. *Nonperforming krediti* su oni sa otplatama kamate koje kasne preko 30 dana. Krediti koji su spori u pogledu plaćanja kamate danas imaju veću verovatnoću da će biti neplaćeni u budućnosti. Međutim, zato što ni koeficijent otpisa ni koeficijent *nonperforming kredita* nisu precizni indikatori rizika, oba se obično koriste za procenjivanje kreditnog rizika.

TABELA 12.7 Koeficijenti kreditnog rizika 1980-2002. (procenti kredita)

	1980.	1990.	2002.
Otpisi	0,65	1,43	1,07
Nonperforming krediti	n. p.	5,97	2,68

Rizik kamatne stope. Kao što smo govorili u prethodnom poglavlju, **rizik kamatne stope** potiče iz ročne neusklađenosti aktive i pasive banke. Na primer, ako se kamatne stope povećavaju, banka čija aktiva ima dužu ročnost od njene pasive biće pogođena padom neto kamatne marže zato što banka mora da plati po višim stopama obnavljanje svojih depozita, pre nego što bude imala priliku da replasira svoju aktivu niskog prinosa. Pored toga, *sadašnja vrednost* njene aktive pašće za više nego što je sadašnja vrednost njene pasive zato što su dugoročne hartije od vrednosti osetljivije na promene kamatnih stopa od kratkoročnih hartija od vrednosti (vidite poglavlje 4). Tako rizik kamatne stope pogađa bilans uspeha i tržišnu vrednost aktive i pasive u bilansu stanja banke.

Možemo da budemo precizniji i da identifikujemo rizik kamatne stope razlikama u **dospećima obnavljanja cene** aktive i pasive. *Dospeće obnavljanja cene* je precizniji izraz od *dospeća* jer mnogi bankarski krediti imaju **plivajuće kamatne stope**. Da bi se videlo zašto je to važno, obratite pažnju da je kod kredita sa plivajućom kamatnom stopom kamatna stopa vezana za neki indeks ili repernu stopu koja se menja povremeno, kao što su **prime rate**, **LIBOR**, ili **stopa federalnih sredstava**.⁴ Tako, ako je kamatna stopa na dvogodišnji kredit precizirana kao „prime rate plus 2 procenta plivajući“, onda bi kreditna stopa bila 10¼ procenta ako bi prime rate danas bila 8¼ procenta. Ako se prime rate poveća sutra na 9 procenta, onda će se kamatna stopa na ovaj kredit sutra povećati na 11 procenta. Zato, uprkos dospeća od dve godine, dospeće obnavljanja cene za ovaj kredit je stvarno samo jedan dan za svrhu rizika kamatne stope. Mnogi krediti sa promenljivom stopom se prilagođavaju u utvrđenim intervalima, kao što je svakih 90 dana ili svakih šest meseci. Dospeće obnavljanja cene za ove kredite je 90 dana ili šest meseci respektivno.

Ima mnogo mera za rizik kamatne stope. Najprostiji i najčešće u upotrebi je mera **jednogodišnje obnavljanje cene GAP**. Računa se uzimanjem aktive banke kojoj će se obnavljati cena za kraće od jedne godine (zato što dospeva za manje od jedne godine ili zato što ima plivajuću stopu) i oduzimanjem od pasive banke kojoj će cena biti obnovljena za manje od jedne godine. Ova razlika se često izražava kao procenat od ukupne aktive i naziva se **GAP koeficijent**. Na primer, ako banka ima negativan GAP koeficijent, to znači da će imati promenu cene više u pasivi nego u aktivu u narednih godinu dana.⁵

4 LIBOR i stope federalnih sredstava, kao što je opisano u poglavlju 6, slobodno se formiraju na tržištu, dok je prime rate više administrativna stopa koju banke određuju da bi iskazale troškove kredita za svoje zajmoprimce najveće kreditne sposobnosti.

5 GAP koeficijent nam ne kaže ništa o uticaju kamatnih stopa na neto kamatnu maržu za dve godine od sada. Kao rezultat, menadžeri većih i sofisticiranijih banaka često se usredsređuju na GAP duracije, koji je komplikovanija mera za rizik kamatne stope zasnovana na konceptu *duracije* ili *prosečnog dospeća novčanih tokova*. (Videti dodatak uz poglavlje 5 za diskusiju o duraciji). GAP duracije je mera osetljivosti tržišne vrednosti akcionarskog kapitala banke na promene kamatnih stopa. Ovo implicitno uzima u obzir ne samo uticaj na *neto kamatnu maržu* u narednoj godini nego takođe u svim narednim godinama.

NOVOSTI

Gledišta: Banke srednje veličine naročito su ranjive na promene kamatne stope

Sa rekordno niskim kamatnim stopama i volatilnim tržištem akcija, mnoge finansijske institucije srednje veličine neprimetno uzimaju više rizika da bi održale performansu. Ukoliko valjana analiza ne prati ovu isključivost rizik - nagrada, one mogu nenamerno sebe dovesti do gubitka prihoda.

Primarni rizik na strani aktive i pasive u bilansu stanja je što kad kamatne stope rastu, institucije su izložene dvostrukom tržišnom gubitku zbog neusklađenosti kamatnih stopa koje mogu naškoditi rezultatima.

Problem je naročito akutan za finansijske institucije srednje veličine, jer je njihovo modeliranje aktive i pasive manje rigorozno i disciplinovano u poređenju sa većim institucijama. Bankarski regulatori rutinski izveštavaju da mnoge institucije ili ne sprovode dovoljno modeliranja aktiva - pasiva ili ne sprovode dovoljno evaluiranja za utvrđivanje efektivnosti svojih modela.

Usložavanje problema je u tome što srednje institucije nemaju pristup derivatnim proizvodima koje većina velikih institucija koristi za osnovne hedžing strategije.

Pritisak da posluju nagoni bankare prema većim kreditnim rizicima i rizicima kamatne stope. U najboljem slučaju, ako stope i otpis ostanu stabilni, strategija će dobro funkcionisati i proizvoditi dobar povraćaj na akcionarski kapital. Međutim, rizik je znan - ukoliko finansijsko modeliranje institucije ne može da pruži inpute za donošenje informisanih odluka.

Najčešći problem potiče od bankara koji se bore da ponovo uposte sredstva iz refinansiranja koja

su im pritekla. Kako otplate umanjuju kreditne holdinge, banke žure da održe neto prihode od kamate.

Da bi odbile konkurenciju, banke svesno ili nesvesno uzimaju veći kreditni rizik ili rizik kamatne stope nego što bi normalno to činile. Konkretno, upućeni komercijalni zajmoprimci pokušavaju da fiksiraju dugoročno finansiranje kojim se mogu koristiti prednosti najnižih stopa u poslednjih četrdeset godina. Umesto da idu na dve do tri godine - kako su mnogi to činili samo pre 18 meseci - sada zajmoprimci traže da vežu kredite niskih troškova na sedam godina ili duže. Da bi neutralisale rizik, banke koje daju ove kredite su ili obezbedile Federal Home Loan Bank avanse ili su zasitile tržište certifikatima o depozitu. U oba slučaja, banke su smanjile iznos fleksibilnosti aktiva - pasiva koju će imati u budućnosti.

Svako pamti debakl sa kamatnim stopama koji je prouzrokovao krizu štedionica i kreditnih institucija tokom 1980-ih godina i dovelo neke uzajamne fondove novčanog tržišta da pređu cenu od \$1 za jedinicu početkom 1990-ih godina. Finansijske institucije srednje veličine mogu znatno izbeći ove greške ako ispitaju svoje modele i prilagođavaju se u hodu.

Autori ovog gledišta, Chris Nichols i Steve Brown, su kopredsednici Bank Investment Group, subsidiary Pacific Coast Banker's Bank na tržištu kapitala korespondentske banke u San Francisku.

Izvor: Copyright 2002 Thomson Media. All Rights Reserved. AMERICAN BANKER. New York, NY, Sept 27, 2002. Chris Nichols and Steve Brown. Reprinted with permission.

Banke mogu da umanje svoj rizik kamatne stope menjanjem ročnosti svoje aktive ili pasive. Međutim, ako zajmoprimci i deponenti banke preferiraju postojeću strukturu kredita i depozita, onda banka neće moći da ih privoli na promenu bez smanjenja kamatnih stopa na kredite i povećanja stopa na depozite, sužavajući na taj način svoju neto kamatnu maržu. Banke mogu ovo da izbegnu

hedžingom rizika kamatne stope korišćenjem derivata kao što su svopovi kamatnih stopa, finansijski fjučersi i finansijske opcije. Pošto derivati mogu da budu rizični, svi bankari treba da pročitaju poglavlje 9 pre nego što urade bilo šta i onda da se skrupulozno pridržavaju ograničenja brzine na 55 milja na sat.

Trgovački rizik. Banke su izložene **trgovačkom riziku** jer nastupaju kao dileri finansijskih instrumenata kao što su obveznice, devize i derivati. Kao što smo opisali u poglavlju 6, dileri kupuju po kupovnoj ceni i prodaju po prodajnoj ceni da bi izvršili naloge publike. Nešto manje formalno, dilerska trgovina znači kupovanje finansijskih instrumenata sa namerom da se prodaju u bliskoj budućnosti po višoj ceni. Vrlo često, naravno, cene padnu pre nego što diler proda a to znači gubitak a ne profit. Za veće banke, trgovački rizik može da bude znatan jer one su među najvećim dilerima na tržištima deviza, državnih obveznica i svopova. Banke i bankarski regulatori pokušavaju da razviju poboljšane mere za trgovački rizik koje *gledaju unapred*. Konkretno, fokus je na generisanju procene **dnevnih prihoda izloženih riziku (DEaR - daily earnings at risk)**. DeaR predstavlja iznos novca koji banka može da izgubi u jednom danu na svoj trgovački portfolio ako tržišta krenu u pogrešnom pravcu. Izazov u razvoju dobre mere za DeaR je statistička procena verovatnoće nepovoljnih promena cena na ovim tržištima.

Rizik likvidnosti. Banke i druge depozitne institucije imaju **rizik likvidnosti** jer transakcioni depoziti i štednja mogu da se povuku u bilo koje vreme. Kada povlačenje znatno nadmaši nove depozite u kratkom periodu, banke moraju da žure da nadoknade nedostatak sredstava. Godinama banke rešavaju ovaj problem likvidnosti tako što imaju lotove državnih obveznica pri ruci koje mogu lako da prodaju za novac. Zato ne čudi što je koeficijent gotovine plus hartije od vrednosti prema ukupnoj aktivni tradicionalna mera za likvidnost banaka. U tabeli 12.2 vidimo da je ovaj koeficijent pao sa 41 procenta u 1970. godini na 24 procenta u 2002. godini, prvenstveno zato što su banke prodale državne hartije od vrednosti kako bi finansirale porast tražnje za kreditima tokom ovog perioda. Banke su, takođe, finansirale ovaj porast kredita netradicionalnim izvorima sredstava kao što su prenosivi CD, repo sporazumi, devizni depoziti i zaduživanje na tržištu federalnih sredstava. Ovi novi izvori postali su korisni alati za upravljanje likvidnošću sami za sebe. Zato je kapacitet zaduživanja na ovim „netradicionalnim“ tržištima postao značajniji izvor bankarske likvidnosti od prodaje državnih hartija od vrednosti, čineći tradicionalni koeficijent (novac + hartije od vrednosti) /aktiva slabim indikatorom likvidnosti banke.

Glavni trendovi u upravljanju bankama

Američka bankarska industrija je u periodu tranzicije. Tokom najvećeg dela stoleća bankarstvo je bilo udoban posao koji se sastojao iz uzimanja depozita i davanja kredita. Državni propisi su izolovale banke od međusobne konkurencije i od konkurencije drugih finansijskih institucija. Nedavne promene ovih propisa u kombinaciji sa dinamičnim silama na delu na finansijskom tržištu generisale su tri glavna trenda u ovoj industriji: konsolidaciju, netradicionalno bankarstvo i globalizaciju.

Konsolidacije unutar bankarske industrije

McFaddenov zakon. Jedna od glavnih prepreka za konkurenciju u bankarstvu, tokom najvećeg dela dvadesetog veka, bio je McFaddenov zakon iz 1927. godine, koji je zabranjivao bankama da otvaraju filijale preko linija država članica Unije. Ironično, McFaddenov zakon je donet da bi sprečio formiranje malog broja bankarskih konglomerata širom nacije koji bi mogli da monopolišu finansijska tržišta. McFaddenov zakon sprečava banku iz Teksasa da otvori filijalu u Oklahomi ili u bilo kojoj drugoj saveznoj državi. Godinama su mnoge savezne države imale restrikcije koje su ograničavale i zabranjivale otvaranje filijala unutar linija savezne države. Rezultat svega ovoga? Mnogo i mnogo sićušnih banaka. Početkom 1980-tih godina bilo je oko 14.400 banaka u SAD, od kojih je oko 40 procenata imalo aktivu ispod \$25 miliona. Nasuprot tome, prosečna veličina deset najvećih banaka u SAD u to vreme bila je oko \$60 milijardi.

Da bi se videle implikacije svega ovoga, zamislite da ste vlasnik male banke u srednjem Ilinoisu u 1970. godini. U to vreme Ilinois je zabranjivao bilo kakvo otvaranje filijala unutar države. Zato, niste imali potrebe da brinete o velikim čikaškim bankama, kao što su First National, Continental Illinois, Harris Bank ili Northern Trust, da će vam ukrasti komitente. Dalje, McFaddenov zakon je zgodno zabranjivao bankama iz Ajove i Indijane da otvore ekspoziture preko puta ulice. Nije još uvek bilo bankomata i uzajamni fondovi novčanog tržišta bili su još uvek nekoliko godina daleko. Stanovnici gradova praktično nisu imali izbor. Prilično lepo vreme da se ima mala banka, a?

Erozija McFaddena. Ovom lepo uređenom svetu nije bilo suđeno da traje. McFaddenov zakon je imao jedan broj rupa koje su se sve više koristile tokom vremena. Velike banke su mogle da vode *ofise za proizvodnju kredita* preko linija saveznih država. Sve velike Njujorške banke, na primer, imale su ofise za proizvodnju kredita u najvećem broju većih gradskih oblasti do 1970-tih godina. Ovi ofisi su korišćeni za prodaju kreditnih usluga velikim i srednjim lokalnim kompanijama (mada nisu mogli da primaju depozite). Takođe, zakon o iskupu S&L tokom 1980-tih godina dozvoljavao je da banke akviriraju propale štedio-

nice preko državnih linija. Najznačajniji je bio, međutim, izuzetak u McFaddenovom zakonu, i kasnijim zakonima, koji je dozvoljavao **bankarskoj holding kompaniji** da akvirira banku u drugoj saveznoj državi, ako je takva akvizicija *izričito dozvoljena zakonom države*.⁶ Bankarska holding kompanija, uzgred rečeno, jeste roditeljska kompanija koja može posedovati jednu ili više banaka subsidi-jara. U 1975. godini Mejn je postao prva savezna država koja je dozvolila holding kompanijama da efektivno prekorače filijalama liniju države kupovinom bana-ka u Mejnu, ako bankarske holding kompanije iz Mejna dobiju recipročna prava.

Ništa se nije mnogo promenilo kao odgovor na legislativu Mejna do 1982. godine, kada je Njujork doneo sličan zakon o reciprocitetu a Masačusets doneo zakon koji poziva na pakt o reciprocitetu za Novu Englesku. Njujorško otvara-nje je preplašilo mnoge državne zakonodavce širom zemlje koji su se bojali da će velike njujorške banke preuzeti bankarsku industriju. Kako je ispalo, regionalni paktovi su stvoreni širom zemlje, mada nije čudno što su svi regionalni paktovi formirani u 1980-tim godinama isključili Njujork. Međutim, neke države posle Mejna donele su zakone o reciprocitetu (na primer, Kentaki i Lujzijana) a neke su otišle još dalje i dozvolile akvizicije bez reciprociteta (na primer, Ajdaho i Njudžerzi).

Pošto je zemlja postala šareni kilt različitih međudržavnih bankarskih zakona, broj akvizicija preko državnih linija ubrzano se širio. Kao rezultat, neke banke koje su bile samo regionalni igrači u 1970-tim godinama postale su *super-regionalni*, kvazi nacionalni igrači do 1990-tih godina. U tom procesu one su, takođe, postale neke od najvećih banaka u zemlji, delom zbog toga što su nju-jorške banke donekle bile isključene iz igre akvizicija zato što su bile izvan mno-gih regionalnih paktova. Deset najvećih banaka početkom 1980-tih godina bile su locirane u velikim finansijskim centrima, dok je sredinom 1990-tih godina četiri od najvećih banaka bilo iz nefinansijskih centara. Sredinom 1990-tih godina, skoro 30 procenata aktive domaćih banaka bilo je u vlasništvu bankar-skih holding kompanija izvan odnosne države a sedam bankarskih holding kompanija imalo je banke u deset ili više saveznih država.⁷ Čak su banke iz veli-kih finansijskih centara ušle u dejstvo tokom 1990-tih godina sa merdžerima kao što su Chemical and Manufacturers Hanover, First Chicago i NBD (mada je NBD bila banka sa sedištem u Detroitu), Chase i Chemical.

U 1994. godini Kongres je usvojio Riegle - Neal Interstate Banking and Bran-ching Efficiency Act, koji je u suštini ukinuo McFaddenov zakon. Po ovom

⁶ Ustvari, federalni zakoni o filijalama su sadržani ne samo u McFaddenovom zakonu iz 1927. godine već takođe u National Bank Act od 1864. godine, Banking Act iz 1933. godine i Douglas Amendment na Bank Holding Company Act iz 1956. godine. Douglas Amendment je zabranio bankarskim holding kompanijama da akviriraju banke preko granica država, ukoliko nije izričito dozvoljeno zakonom države. Međutim, McFaddenov zakon se obično uzima u značenju cele mreže restriktivnih federalnih zakona o filijalama.

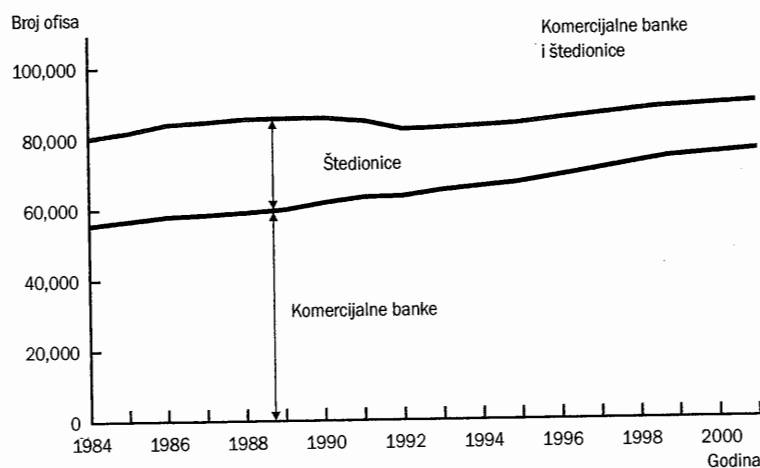
⁷ Videti Allen N. Berger, Anil K. Kashyap and Joseph M. Scalise, „The transformation of the US Banking Industry: What A Long Strange Trip It's Been” in the *Brookings Papers on Economic Activities* 2 (1995).

zakonu, bankarskim holding kompanijama je dozvoljeno da akviriraju banke u bilo kojoj drugoj saveznoj državi, a 1997. godine bankama je dozvoljeno da otva-rajaju filijale iste bankarske korporacije u drugim državama (ukoliko njihova država nije donela zakon koji zabranjuje takvo međudržavno bankarstvo - što su učinile samo dve savezne države), bez pribegavanja šaradi sa holding kompa-nijama.

Merenje konsolidacije. Koliko je odmakla konsolidacija? Jedna mera je broj ba-naka. Dok je u SAD 1980. godine bilo 14.404 individualne banke, u 2002. bilo ih je samo 7.887, što je pad od 45 procenata. Međutim, ova mera umanjuje veličinu pada broja, jer mnoge pojedinačno licencirane banke su ispod kišobrana iste holding kompanije. Bolja mera konsolidacije zato je broj nezavisnih bankarskih organizacija, pri čemu je nezavisna bankarska organizacija nezavisna banka (koja nije u vlasništvu holding kompanije) ili holding kompanija koja je vlasnik subsidi-jarnih banaka. Po ovoj meri, holding kompanija koja poseduje 20 banaka računaće se kao jedna nezavisna organizacija. Broj nezavisnih bankarskih orga-nizacija pao je sa 12.380 u 1980. godini na 6.490 u 2002. godini, što je smanjenje od 48 procenata. Tokom ovog perioda procenat ukupne aktive bankarskih orga-nizacija od \$100 miliona ili manje pao je sa 17 procenata na manje od 3 procenta. Interesantno, uprkos dramatičnom smanjenju broja banaka i bankarskih organi-zacija broj bankarskih ofisa (centrale plus filijale) ostao je upadljivo stabilan na oko 80.000, ako se uključe i štedionice (videti sliku 12.1). Ovo sugerira da, do sada, raspoloživost bankarskih usluga nije bila ugrožena konsolidacijom. Ustvari, povećanje raspoloživosti Interneta i telefonskog bankarstva i rast broja ATM, kombinovano sa stabilnim brojem fizičkih bankarskih ofisa, sugerira da potrošači imaju bolji pristup bankarskim uslugama nego što su ikad imali u prošlosti.

Ekonomičnost i konsolidacije. Šta stoji iza ove konsolidacije? Skoro se svi slaže da su veštački zidovi koje je izgradio McFaddenov zakon stvorili suviše mnogo banaka. Ali većina banaka daje fundamentalnije razloge za konsolidaciju. Neki tvrde da banke moraju biti dovoljno velike da nude široki meni raznih proi-zvoda. Drugi tvrde upravo suprotno - da mada banke moraju da budu velike, finansijski supermarketi ne funkcionišu. Umesto toga, banke moraju da se usredsrede na niše u kojima su naročito dobre. Interesantno, ima nešto u šta ve-ćina bankara veruje kao u religioznu postavku: **ekonomija veličine** u bankar-stvu. Konvencionalna mudrost u industriji tvrdi da ima značajne **ekonomije obuhvata** u bankarstvu. Ekonomija obuhvata znači da je ponuda dva ili više proizvoda efikasnija od ponude samo jednog. Banke su oduvek pružale razno-vrsne proizvode povezane sa bankarstvom (komercijalni krediti, potrošački krediti, tekući računi, CD i td) i nedavno se meni proširio da obuhvati raznovr-sne netradicionalne aktivnosti (koje opisujemo u narednoj sekciji). Otuda, izgleda sasvim uverljivo da banke moraju da uživaju ekonomiju obuhvata, pri čemu merdžeri pružaju brza sredstva za proširenje menija proizvoda.

Postoji samo jedan problem sa argumentima veličine i obuhvata - nedostatak empirijskih dokaza. Stručne studije sugerišu ekonomiju veličine do \$5 milijardi. Za banke sa aktivom preko \$5 milijardi dokazi su mešoviti. Ako ekonomija veličine postoji za ove banke, one ne izgledaju dovoljno velike da budu glavna motivacija iza nedavnog zamaha merdžera vrlo velikih banaka. Da bi se dobio osećaj veličine banke od \$5 milijardi uzmite u obzir da je 1998. godine kombinacija NationsBank - BankAmerica bio merdžer od \$500 milijardi. Relativno je malo empirijskih dokaza da ukazuju na postojanje ekonomije *obuhvata* u bankarstvu.



SLIKA 12.1 Ofisi institucija osiguranih kod FDIC (na dan 30 juna 1984-2001)

Kako onda možemo da pomirimo akademsko gledište sa bankarskim gledištem? Prvo, nivo od \$5 milijardi uključuje ogromnu većinu banaka. Tabela 12.8 pokazuje distribuciju veličine pojedinačnih banaka na kraju 2002. godine. Od 7.887 banaka u SAD, 53 procenta su ispod \$100 miliona veličine aktive i 95 procenta su ispod \$1 milijarde. Za ove banke, argument ekonomija veličine može da stoji i mnoge od njih će verovatno nestati. Drugo, merdžeri i akvizicije koje obuhvataju banke sa aktivom većom od \$5 milijardi, kao što je bio merdžer J. P. Morgan - Chase i merdžer NationsBank - BankAmerica, proizvode ekonomičnije i oštrije bankarske organizacije eliminisanjem poslova i racionalizovanjem operacija u pozadinskim službama. Međutim, bankari mogu biti nekorektni kada pripisuju ove uštede *ekonomiji veličine i obuhvata*. Ako su jedna ili obe strane u megabankarskom merdžeru neefikasne pre merdžera, onda merdžer može da

pruži priliku da urade *tačno ono što je trebalo da urade* pre merdžera: smanje troškove i racionalizuju operacije.

Nedavni dokazi upućuju na to, da mada ekonomija veličine i obuhvata izgleda ne karakteriše banke sa aktivom većom od \$5 milijardi, neefikasnost izgleda da to čini.⁸ Ovo objašnjava zašto efikasna banka može da želi da akvirira neefikasnu banku (po niskoj ceni), izbaci stari menadžment i nametne svoj način poslovanja da bi akviriranu aktivu učinila efikasnijom. Zašto je bilo toliko neefikasnih banaka? Sasvim verovatno zbog toga što je bankarska regulativa, kao Regulation Q i McFaddenov zakon, godinama štitila neefikasne bankare.

TABELA 12.8 Osigurane komercijalne banke prema veličini (kraj 2002.)

Veličina aktive	Broj banaka	% od ukupnog broja	% od ukupne aktive
Manje od \$100 miliona	4.168	53	3
Od \$100 do \$1 milijarde	3.314	42	12
Preko \$1 milijarde	405	5	85
Ukupno	7.887	100	100

Netradicionalno bankarstvo

Tokom većeg dela prošlog veka banke su bile oštro ograničene u pogledu dozvoljivih aktivnosti. Organizaciona forma bankarske holding kompanije, pomenuta napred, pružila je bankama više regulatorne slobode. Federalne rezerve imaju ovlašćenje da određuju koje su aktivnosti dozvoljene u bankarskoj holding kompaniji preko usko ograničenih bankarskih aktivnosti koje se sprovode u banci subsidijaru. Dozvoljene aktivnosti, međutim, moraju da budu „blisko vezane za bankarstvo”. Na primer, bankarske holding kompanije mogu da ponude usluge obrade podataka, osiguranje kredita, usluge u vezi sa kreditnim karticama i investicioni konsalting. Međutim, pre 1999. godine, **Glass - Steagallov zakon** od 1933. godine, sprečio je velike komercijalne banke da se angažuju u aktivnosti za koje je izgledalo da najviše žele - mada ima nekih značajnih izuzetaka. Banke mogu da upisuju municipalne opšte obligacione obveznice i da nastupaju kao agenti za privatne plasmane (neregistrovane hartije od vrednosti koje ne mogu da se prodaju širokoj publici). Tokom godina, međutim, Glass - Steagallov zakon zabranjivao je jedan od najlukrativnijih delova investicionog bankarskog poslovanja - upisivanje (underwriting) domaćeg korporacionog duga i akcija.

⁸ Videti Allen N. Berger and David Humphrey, „The Dominance of Inefficiencies over Scale and Product Mix in Banking,” *Journal of Monetary Economics* 28, 1991, and the *Journal of Banking and Finance* (Special Issue on Efficiency), 1993

NOVOSTI

Velike banke signaliziraju da se možda spremaju za akvizicije

Posle dve godine pritajenosti, mnoge od velikih nacionalnih banaka jedva čekaju da ponovo brzo rastu - kupovinom drugih banaka. Sa cenama svojih akcija u porastu, niskim troškovima kapitala na raspolaganju i usporavanjem internih izgleda za rast, glavni direktori u bankama su počeli da doju nagoveštaje da se prikladaju radi akvizicija.

U Citigroup Inc. glavni izvršni direktor Sandy Weill, serijski akvirer koji nije najavio veliku akviziciju banke od maja 2002. godine, izjavio je da se priprema za akvizicije iz ritejl bankarstva. U J. P. Morgan Chase & Co. glavni izvršni direktor William Harrison nedavno je izjavio da će razmotriti akviziciju da bi proširio poslovanje banke sa potrošačima. Velike zverke iz Wells Fargo & Co. i Bank of America Corp., su izjavile da vrebaju. G. Kennedy Thompson, predsednik i glavni izvršni direktor Wachovia Corp, nedavno je izneo mišljenje investitorima da će „nekoliko nacionalnih banaka“ verovatno nastati tokom godina pred nama i izrazio želju da budu jedna od njih.

Ostaje da se vidi da li su bankari naučili iz svojih grešaka, tokom poslednje runde merđera i akvizicija, koje su imale vrhunac 1998. godine, kada su velike banke uzele učešće u 10 značajnih merđera vrednovanih na \$155 milijardi. Neki od tih poslova, kažu analitičari, bili su preceñeni i loše sprovedeni. Pošto je platio skoro \$33 milijardi za J. P. Morgana u 2000. godini, na primer, Chase Manhattan je gledao prošle godine kako vrednost kombinovanog subjekta pada blizu tog nivoa. U mnogim slučajevima, akvireri su morali da kompenzuju visoke cene akvizicija jakim sasecanjem troškova, što je erodiralo usluge komitentima i koštalo ih poslova.

Nedavno, neke velike banke su primile upite od manjih rivala koji traže udvarače, kažu bankari iz tih većih institucija. To bi išlo na ruku namerama velikih banaka da povećaju svoje polje poslovanja, geografsko pokrivanje ili svoj tržišni udeo na postojećoj teritoriji.

Jedan broj banaka, naročito manje regionalne banke, smatraju se zrelim za potencijalno preuzi-

manje. Neke male i srednje institucije su videle da se profit smanjuje. Mada su niske kamatne stope umanjile njihove troškove mobilisanja sredstava, dugoročne stope po kojima daju kredite i investiraju pale su takođe, sužavajući profitne marže. To bi moglo da odvede neke od njih u naručja jačih udvarača koji su više diversifikovani i otuda manje oslonjeni na kreditno poslovanje.

Najveće potencijalne mete koje su pomenuli analitičari i bankarski direktori uključuju takve „super-regionalce“ kao što je moćna kuća u Novoj Engleskoj Fleet Boston Financial Corp., PNC Financial Services Group Inc., sa sedištem u Pitsburgu, Commercial Inc., KeyCorp u Klivlendu i U. S. Bancorp, Minneapolis.

Citygroup, čiji direktori opisuju delokrug poslovanja kompanije u ritejl bankarstvu kao „ograničeno“, nije otkrila veliku akviziciju ritejl banke od objavljivanja svoje kupovine Golden State Bancorp u maju 2002. godine od \$5,8 milijardi, koja je pojačala njeno prisustvo u Kaliforniji.

„Profitni pul u ritejl bankarstvu SAD je najveći profitni pul u kome mi nismo igrači broj 1, 2 ili 3“, kazao je predsednik Citigroup Robert Willumstad, koji vodi ritejl poslove. „Mi bez sumnje imamo nameru da unapredimo svoju franšizu, naročito na ključnim tržištima ritejl bankarstva - Kaliforniji, Floridi i Severoistočnim državama.“

Bank of America će verovatno imati u vidu jedan broj akvizicija, uključujući one koje bi popunile srednjoj zapadne i severoistočne praznine u svojoj franšizi od obale do obale ili kupovinu prodajne brokerske snage za hartije od vrednosti. Kompanija nije bila u fazi traganja, pre godinu dana, ali sada aktivno ide u kupovinu, kažu ljudi koji poznaju banku. Portparol banke je odbio da komentariše.

Izvor: Mitchell Pacelle, Carrick Mollencomp, and Jathon Sapsford. Wall Street Journal, June 23, 2003, p. C1. Copyright 2003 by DOW JONES & CO. INC. Reproduced by permission of DOW JONES & CO. INC. in textbook format via Copyright Clearance Center.

Sile konkurencije, međutim, teško mogu da se suzbiju. Početkom 1963. godine banke su se otisnule u strategiju testiranja sivih zona Glass - Steagalla i prepustile da sud bude arbitar. Banke su osporile restrikcije na široki spektar aktivnosti koje obuhvataju upisivanje municipalnih prihodnih obveznica, upisivanje komercijalnih papira, diskontno brokerstvo, upravljanje i konsalting otvorenih i zatvorenih uzajamnih fondova, kao i upisivanje hartija od vrednosti podržanih hipotekom. U nekim slučajevima bile su uspešne, ali u drugim slučajevima nisu.

Konačno 1987. godine Federalne rezerve su popustile pod pritiskom (ili uvažile neizbežno, zavisno od vašeg gledišta) i dozvolile bankarskim holding kompanijama da osnivaju subsidijare za investiciono bankarstvo, ili **Sekcija 20 afilijacija**, da se angažuju na takozvanim *nepodobnim aktivnostima* (treba li sada da se zovu „podobne“ aktivnosti?). Federalne rezerve su dale privilegije za upisivanje korporacionih obveznica šačici komercijalnih banaka 1989. godine i ubrzo posle toga J. P. Morgan je dobio pravo da upisuje korporacione akcije U suštini, Federalne rezerve su reinterpretilale značenje „blisko povezano sa bankarstvom“, ali su održale u životu Glass - Steagall ograničavanjem aktivnosti Sekcije 20 u korporacijskom pokroviteljstvu i drugim nepodobnim aktivnostima na 5 procenata (ili manje), od ukupnih bankarskih prihoda od investiranja. Ovo ograničenje bilo je kasnije povećano na 10 a onda na 25 procenata.

Popuštanje u 1997. godini na 25 procenata ubrzalo je jedan broj bankarskih akvizicija investicionih bankarskih firmi, uključujući NationsBank (sada BankAmerica), akviriranje Montgomery Securities i Citibank kombinaciju sa Salomon Smith Barney (preko merđera Citibank sa Travelers Group koji je uključivao Salomon Smith Barney). Ne iznenađuje nas ako vas ove akvizicije i promene naziva ostavljaju da se pitate ko je koga progutao i zašto. Poslednji tragovi Glass - Steagallovog zakona su bile uklonjeni kada je u Kongresu donet Gramm - Leach - Bliley zakon 1999. godine.

Drugi veliki prodor u netradicionalno bankarstvo bio je u oblasti **vanbilansnih** aktivnosti. Široko definisano, vanbilansne aktivnosti stvaraju potencijalnu (ili uslovnu) izloženost banke ali nisu klasifikovane u računovodstvene svrhe kao aktiva ili pasiva. Tako, tokom 1970-tih i 1980-tih godina, banke su postale glavni igrači u prodaji i trgovini novim instrumentima kao što su svopovi kamatne stope, finansijski fjučersi i finansijske opcije. Banke su dramatično povećale svoje poslovanje garancijama i kreditima. Dobar primer je stendbaj **akreditiv** koji podržava emisiju municipalnih obveznica. Opština emituje obveznice podržane garancijom u formi akreditiva banke. Ako opština ne izvrši obavezu, vlasnici obveznica mogu da traže plaćanje od banke.

Zašto su banke, naročito velike, sprovodile netradicionalne aktivnosti tako revnosno? Jedan od razloga je gubitak velikog posla kreditiranja privrede u korist finansijskih tržišta, kao što smo izneli u Poglavlju 11. Drugi faktor bili su novi zahtevi za adekvatnošću kapitala (leveridž) uvedeni početkom i sredinom 1980-tih godina, kada su bankarski regulatori povećali minimalni zahtev za koeficijentom akcionarskog kapitala prema ukupnoj aktivni. Ovo je ograničilo

„bilansne aktivnosti” velikih banaka koje su bile slabije kapitalizovane u poređenju sa malim bankama i unapredilo netradicionalne bankarske aktivnosti koji nisu pogodile veličinu aktive u „bilansu” banke.

Globalizacija

Pre samo 30 godina, skoro bez izuzetaka, američke banke su ostajale unutar granica svojih država. Poljem međunarodnog bankarstva dominirale su britanske banke. Stvari su se dramatično promenile od tada. Sada mnoge velike američke banke znatan deo svog poslovanja obavljaju u inostranstvu, kreditirajući strance i upisujući hartije od vrednosti na stranim tržištima. Slično, strane banke obavljaju veliki deo posla u ovoj zemlji, kreditirajući Amerikance i upisujući na domaćem tržištu SAD.

Američke banke u inostranstvu. U 1960. godini samo osam američkih banaka je imalo filijale u inostranstvu i aktiva tih filijala bila je ukupno manja od \$4 milijarde. Sada više od 100 američkih banaka ima filijale u inostranstvu a ukupna aktiva tih filijala prelazi \$500 milijardi. Šta je uzrok ove velike ekspanzije američkih banaka u stranim zemljama? Jedan od razloga je brzi rast spoljne trgovine i ekspanzija američkih multinacionalnih korporacija koji se dogodio od 1960. godine. Američke firme angažovane na uvozu ili izvozu kao i američke multinacionalne kompanije sa subsidijarima i afilijacijama u inostranstvu često imaju potrebu za bankarskim uslugama u inostranstvu. Strane banke mogu da posluže ako je potrebno ali filijala američke banke u inostranstvu može da bude još pogodnija. Nema jezičkih problema, firma i filijala imaju iste poslovne običaje i praksu i, u slučaju multinacionalnih kompanija, roditeljska firma i roditeljska banka mogu već da imaju dugogodišnje veze jedna sa drugom.

Pored filijala u inostranstvu, američke banke, takođe, učestvuju u međunarodnom finansiranju kroz korporacije iz Edge zakona, koje su domaći subsidijari angažovani strogo na bankarskim poslovima sa inostranstvom. Godine 1919. Kongres je doneo **Edge Act** (predlagač senator Walter Edge iz Njudžerzija) da bi se omogućilo da američke banke osnuju specijalne subsidijare koji će im olakšati uključ enje u međunarodno finansiranje. Korporacije iz Edge zakona imaju sedište u SAD, ali su bile izuzete iz zabrana McFaddenovog zakona o širenju filijala po drugim državama, tako da banka može da ima subsidijara iz Edge zakona u nekoliko različitih saveznih država - jednu u Floridi, na primer, specijalizovanu za finansiranje trgovine sa Latinskom Amerikom, jednu u Njujorku, jednu na Zapadnoj obali itd.

Strane banke u SAD. Kao što su američke banke značajno prisutne u inostranstvu, tako inostrane banke imaju značajnu ulogu u ovoj zemlji. Na primer, u tipičnoj godini oko trećine dolarskog obima svih kredita komercijalnih banaka privredi u SAD plasiraju filijale ili subsidijari banaka u stranom vlasništvu. Mnoge velike i dobro poznate banke su u stranom vlasništvu: the United Cali-

fornia Bank, the First Hawaiian Bank i the Bank of the West, sve su u vlasništvu francuske banke BNP Paribas. The Union Bank of California u većinskom je vlasništvu Bank of Tokyo - Mitsubishi, Ltd., Harris Bank of Chicago u vlasništvu je Bank of Montreal. Marine Midland Bank iz Bufala u vlasništvu je Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC), koja je promenila ime u HSBC. Sve u svemu, blizu hiljadu ofisa stranih banaka sada posluje u SAD.

Strane banke posluju ovde kroz četiri glavne organizacione forme. One mogu da otvore *filijalu* roditeljske banke, otvore ili kupe banku *subsidijara*, otvore *agenciju* ili *predstavništvo*. Filijala je integralni deo strane banke i obično nosi ime te banke. Subsidijar je pravno odvojen od inostrane banke koja je njegov akcionar, obično ima svoj statut i može ali ne mora da nosi ime svog inostranog vlasnika. Filijale i subsidijari su bankarske institucije sa punim servisom. Agencije imaju ograničena ovlašćenja u poređenju sa filijalama i subsidijarima, mogu da odobravaju kredite ali ne mogu da primaju depozite. Predstavništva ne mogu da primaju depozite niti da daju kredite. Ona, najvećim delom ostvaruju, kontakte sa potencijalnim komitentima roditeljske organizacije (praveći svečane večere) i obavljaju funkcije odnosa sa javnošću (sponzorisanjem rok ili filharmonijskih koncerata). Strane banke mogu i da dalje komplikuju stvari ako imaju u SAD korporaciju iz Edžovog zakona.

Do 1978. godine strane banke koje su poslovale u SAD bile su uglavnom neregulisane. Nisu morale da drže rezerve kod Federalnih Rezervi, mogle su da imaju filijale preko državnih linija i imale su brojna druga prava i privilegije koje su bile uskraćene domaćim bankama. Ovo se promenilo donošenjem International Banking Acta iz 1978. godine, koji je podveo strane banke pod suštinski istu federalnu regulativu koja se primenjuje na domaće banke. Međutim, postojala je vrlo važna klauzula o retroaktivnoj primeni u ovom zakonu. Ova odredba je dozvolila stranim bankama da zadrže svoje „nelegalne” filijale u drugim saveznm državama i nastave sa poslovanjem hartijama od vrednosti. To jest, restrikcije u pogledu međudržavnog bankarstva i aktivnosti sa hartijama od vrednosti primenjivale su se samo za *nove* strane banke koje su počinjale da posluju u SAD posle 1978. godine.

Evrot tržišta. Širenje međunarodne trgovine i rast američkih multinacionalnih kompanija ohrabrilu je širenje američkih banaka u inostranstvu, ali to nisu bili jedini faktori stimulisanja filijala u inostranstvu. Plafon za depozitne kamatne stope iz Regulation Q imao je svoju ulogu.

Tokom 1960-tih godina kada je Regulation Q nametnuo plafone za kamatne stope u SAD, evropske banke su bile u mogućnosti da ponude atraktivnije prinose potencijalnim deponentima, u odnosu na one koje su američke banke mogle da plaćaju. Ne samo da nije bilo plafona za kamatne stope u većini stranih zemalja, već i drugi propisi, kao što su obavezne rezerve na depozite, bili su po pravilu manje stroge od onih u SAD. Kao rezultat, strane banke su mogle da nadkupe američke banke za oročene depozite.

Ovi depoziti kod stranih banaka, uglavnom u Londonu, ne samo da su plaćale više prinose od američkih banaka, već su, kao dodatnu privlačnost za komotnost i sigurnost Amerikanaca, knjiženi kao plativi u *dolarima* a ne u funtama, francima ili bilo kojoj valuti zemlje domaćina. Prirodno, svakako, ti depoziti su postali poznati kao *evrodolari*. Ovaj izraz se proširio da znači uopšte depozite u bankama u inostranstvu - i dalje najvećim delom u Londonu, ali sada i u drugim mestima u Evropi, Aziji i Karibima - koji su u bankarskim knjigama kao plativi u SAD dolarima a ne u novcu zemlje u kojoj je banka locirana.

Kao što smo naznačili u poglavlju 8, evrodolari se stvore kada Amerikanac transferiše dolarski depozit iz američke banke u stranu banku i drži ga u dolarima (a ne konvertuje u funte, na primer, ako banka u koju je novac transferisan ima sedište u Londonu). Evrodolari se takođe stvore kada strani imalac depozita u američkoj banci učini istu stvar, kao kada francuskom izvozniku bude plaćeno čekom vučenim na američku banku i on deponuje ček kod pariske banke sa instrukcijama da se zadrži kao dolarski depozit umesto da se konvertuje u ekvivalentni iznos u francima. Zašto bi neko želeo to da uradi? Zato što se dolari još uvek smatraju sigurnijim od drugih valuta i više se prihvataju u međunarodnim transakcijama u odnosu na druge valute.

Reagujući na to, mnoge američke banke su odlučile da otvore svoje *sopstvene* filijale u inostranstvu, da bi izbegle domaću regulativu i da se nadmeću za sredstva na ravnopravnoj osnovi sa svojom inostranom konkurencijom. Tokom perioda skupog novca, kada njihovi uobičajeni domaći izvori sredstava presuše zbog ograničenja Federalnih rezervi, Regulation Q i finansijske dezintermedijacije, američke banke kreću da uzimaju na zajam ove evrodolare natrag iz svojih filijala u inostranstvu. Kao što smo naveli ranije u ovom poglavlju, ovi krediti iz stranih afilijacija su postali nov značajan izvor bankarskih sredstava i uključeni su pod „raznu pasivu” u tabelama 12.3 i 12.4.

Od \$685 milijardi u filijama američkih banaka u inostranstvu na kraju 2002. godine, znatan deo bio je u londonskim filijalama i filijalama na Bahamima i Kajmanskim ostrvima. Filijale u Londonu je lako razumeti: London je međunarodni finansijski centar stolicima i ostaje srce evrodolarskog tržišta. Ali kako su Bahami i Kajmani uopšte ušli u igru? Bahami i Kajman su poreski raj, sa skoro nultim porezima i praktično bez regulative. Praktično sva aktiva u filijalama tamo ne drži se u filijalama punog servisa već u filijalama „školjkama”, koje su prvenstveno knjigovodstvene operacije, pri čemu odluke o mobilisanju sredstava i kreditiranju dolaze iz centrala banaka u SAD. Rast britanskih poreza, početkom 1970-tih godina, doveo je do znatne seobe kreditnih operacija iz Londona na Bahame. Kajmanska ostrva su kasnije ušla u igru kada su Bahami dobila nezavisnost, izazivajući zabrinutost (dok se videlo da nema osnova) da će doći do povećanja regulative i poreza.

Upravo onako kao što je evrodolarsko tržište *novčano tržište evromarketa*, *evrobond* je *dugoročni* deo evromarketa. Evrobondovi su obveznice koje se prodaju (a) izvan matične zemlje zajmoprimca i (b) emituju izvan zemlje u čijoj valuti je denominovana glavnica i kamata obveznice. Tipična emisija danas

može da bude, na primer, obveznica koju prodaje investitorima u Velikoj Britaniji General Mills, korporacija sa sedištem u Mineapolisu, sa glavnicom i kamatom plativom u dolarima. Ovo tržište evroobveznica sve više koriste američke kompanije zato što ono ima brojne poreske prednosti i relativno malo državne regulative. Ovo tržište nije ograničeno na poslovne zajmoprimce, već je veliki izvor sredstava za strane vlade. Ustvari, prve evroobveznice su se pojavile 1963. godine kada je jedna britanska investiciona banka bila pokrovitelj emisije obveznica na dolare za italijansku agenciju za autoputeve.

Evrobondove na tržište donose konzorcijumi koji sarađuju preko nekoliko državnih granica. Na primer, bondovi denominirani u dolarima (znači da su glavnica i kamata izraženi u dolarima) mogu da emituju švedska korporacija ili latinoamerička vlada. Mogu da se prodaju kroz pokroviteljsku grupu koju čine inostrane filijale njujorške investicione bankarske firme, nekoliko banaka u Francuskoj i Italiji i konzorcijum nemačkih banaka. Delovi emisije tako završavaju u rukama pojedinačnih i institucionalnih investitora u jednom broju različitih evropskih zemalja. Filijale u inostranstvu nekoliko velikih američkih komercijalnih banaka su vrlo aktivne na tržištu evrobondova.

U 1981. godini, u pokušaju da se povрати nešto od ofšor evrotržišnog poslovanja, Federalne Rezerve su odobrile osnivanje **International Banking Facilities (IBF)** na američkom tlu. Karipske filijale cvetale su zato što posluju u ambijentu skoro potpuno bez regulative i poreza. Svrha IBF je da pruži bankama uporedive uslove ovde i da tako namami ofšor bankarstvo natrag u SAD. Američke i strane banke sada mogu da imaju IBF koje su u geografskim granicama SAD ali su regulisane *kao da su* locirane u inostranstvu. Ustvari, IBF je domaća filijala koju Federalne Rezerve tretiraju kao da je strana filijala. Ove transakcije se smatraju ofšor transakcijama, oslobođene domaće regulative, kao što su obavezne rezerve i procene osiguranja depozita.

Nije neophodno da roditeljska banka otvori odvojeni ofis da bi ustanovila IBF. Suštinski, IBF su knjigovodstvene operacije, baš kao filijale školjke. Banka koja želi da otpočne IBF jednostavno obavesti Federalne Rezerve i onda odvoji svoju IBF aktivu, pasivu i povezane transakcije od svih drugih. Ovo stvara novi set knjiga koje su izuzete od uobičajenih pravila i regulative koje se primenjuju na domaće transakcije. Dalje, mnoge savezne države su donele propise koje izuzimaju prihod IBF od državnih i lokalnih poreza čime pružaju okruženje koje jako liči na poreske rajeve u inostranstvu.

Toliko o dobroj vesti. Loša vest je da usluge IBF nisu raspoložive domaćim rezidentima. IBF mogu da obavljaju samo poslove koji su međunarodne prirode u pogledu izvora i korisnika sredstava. One imaju dozvolu da primaju depozite i da kreditiraju samo inostrane komitente. Strani subsidijari američkih multinacionalnih kompanija su uključeni među podobne deponente i zajmoprimce, uz uslov da sredstva ne potiču iz domaćih izvora i ne koriste se za domaće svrhe.

Nebankarske depozitne institucije - štedionice

Pored komercijalnih banaka ima još tri vrste depozitnih institucija: štedno kreditne asocijacije, uzajamne štedne banke i kreditne unije. Zajedno ove tri institucije čine *štednu* industriju. Zovu se štedne jer su im glavni izvor sredstava depoziti potrošača. Na strani aktive, štedno kreditne asocijacije prvenstveno investiraju u stambene hipoteke i danas je uslov da najmanje 70 procenata aktive imaju u stambenim kreditima. Uzajamne štedne banke, koje postoje uglavnom na istoku, slične su štedno kreditnim mada su istorijski imale više potrošačkih kredita. Kreditne unije prvenstveno investiraju u potrošačke kredite.

Kao što smo diskutovali u poglavlju 11, štedno kreditna industrija je skoro propala tokom 1980-tih godina. Početkom te decenije bila je suočena sa posledicama ekstremne ročne neusklađenosti u bilansu (dugoročne hipoteke sa fiksnom kamatnom stopom finansirane kratkoročnim depozitima) kombinovano sa ogromnim naglim porastom kamatnih stopa. U drugoj polovini te decenije pretrpele su velike gubitke u novodozvoljenim aktivnostima, naročito u komercijalnim hipotekama i nekretninama. Mada je ta industrija započela deceniju sa aktivom na nivou 43 procenata aktive komercijalnih banaka, završila je tu deceniju samo sa 32 procenata. Industrija uzajamnih štednih banaka pretrpela je sličnu sudbinu, sa padom aktive u odnosu na komercijalne banke sa 11,8 procenata na 9,3 procenta. Tokom 1990-tih godina ovaj trend se ubrzao do tačke da je u 2002. godini kombinovana aktiva štedno kreditnih asocijacija i uzajamnih štednih banaka bila manja od 20 procenata aktive banaka. Ustvari, mnoge od najboljih štedno kreditnih asocijacija promenile su svoju licencu u licencu komercijalne banke.

Kreditne unije nisu bile pogođene problemima od kojih su patile štedno kreditne asocijacije i uzajamne štedne banke, jer nisu imale hipoteke u svom bilansu kada su kamatne stope uzletele početkom 1980-tih godina. Kreditne unije su kooperativne organizovane oko zajedničke grupe (najčešće zaposlenih u istoj kompaniji). Većina kreditnih unija su sasvim male, mada neke prelaze \$1 milijardu aktive.

Upravljačka pitanja za štedionice su slična kao kod komercijalnih banaka. Kao i kod komercijalnih banaka njihov uspeh zavisi od sposobnosti da plasiraju novac po višoj ceni od njegove cene koštanja, što se odražava u njihovoj *neto kamatnoj marži*. Takođe, kao banke, štedionice su suočene sa rizikom leveridža, kreditnim rizikom i rizikom kamatne stope, kao i rizikom likvidnosti. Zbog svog intenzivnog investiranja u hipoteke, rizik kamatne stope je naročito značajan problem za uzajamne štedne banke i štedno kreditne asocijacije. Tako naša ranija diskusija u pogledu gap koeficijenta važi i kod štednih institucija. U svetlu njihovog opadajućeg značaja na finansijskoj sceni, međutim, nema šta mnogo da se doda o njima.

REZIME

1. Tokom nekoliko proteklih decenija, komercijalne banke su smanjile svoje holdinge novca i državnih i lokalnih hartija od vrednosti i povećale svoje holdinge kredita, naročito kredita u nekretnine.
2. Na stani pasive, transakcioni depoziti, koji su bili na nivou 43 procenata pasive banaka u 1970. godini, pali su na 10 procenata u 2002. godini. Njihovo mesto su zauzeli veliki prenosivi CD i pozajmljena sredstva, kao što su kupovina federalnih sredstava i prodaja hartija od vrednosti po sporazumima o reotkupu.
3. Ključne determinante profitabilnosti banke uključuju: (a) neto kamatnu maržu, koja meri spread između prinosa na aktivu i troškova pasive, (b) rezervisanja za gubitke po kreditima i (c) plate i nadnice.
4. Uspešno upravljanje bankom zahteva dobro upravljanje rizicima. Ima pet glavnih izvora rizika u bankarstvu: rizik leveridža, kreditni rizik, rizik kamatne stope, trgovački rizik i rizik likvidnosti.
5. Od početka 1980-tih godina, banke prolaze kroz period konsolidacije, koja potiče delom iz erozije regulatornih barijera za bankarstvo koje prelazi državne linije. Ova konsolidacija će proizvesti, širom industrije, dobitke u efikasnosti od ekonomije veličine kod malih banaka i eliminisanja neefikasnog menadžmenta kod malih i velikih banaka.
6. Tokom protekle dve decenije, sa padom regulatornih barijera, banke sve više uvode netradicionalne vanbilansne aktivnosti, kao što su *underwriting* i usluge investicionog konsaltinga.
7. Od 1960-tih godina, američke banke su postale aktivnije na inostranim tržištima a strane banke mnogo aktivnije na američkim tržištima.

KLJUČNI TERMINI

Afilijacije iz Sekcije 20, str. 253	Dospeće za novu cenu, str. 244	Glass - Steagall zakon, str. 251
Akreditiv, str. 253	Edge zakon, str. 254	Istorijsko računovodstvo troškova, str. 241
Bankarska holding kompanija, str. 248	Ekonomija obima, str. 249	Jednogodišnji Gap novih cena, str. 244
Depozitni računi novčanog tržišta, str. 237	Ekonomija veličine, str. 249	Knjigovodstvena vrednost, str. 239n
Dnevni prihod u riziku (DeaR), str. 246	Evrodolar, str. 256	Kolateral, str. 243
	Evroobveznica, str. 256	Kreditni rizik, str. 243
	Evrotržište, str. 256	Leveridž, str. 242
	GAP koeficijent, str. 244	

LIBOR, str. 244	Povraćaj na aktivu (ROA), str. 242	Stopa federalnih sredstava, str. 237
Međunarodne bankarske olakšice (IBF), str. 257	Povraćaj po akcionarskom kapitalu (ROE), str. 242	Štedni depozit, str. 237
Neto kamatna marža, str. 239	Prajm rej, str. 237	Transakcioni depozit, str. 236
Neto kamatni prihod, str. 239	Prenosivi CD, str. 237	Trgovački rizik, str. 242, 246
Netransakcioni depozit, str. 237	Rizik kamatne stope, str. 244	Tržište fed funds rate, str. 237
Nonperforming krediti, str. 243	Rizik likvidnosti, str. 246	Vanbilansni, str. 253
Oročeni depozit, str. 255	Sekjuritizacija, str. 238	Zahtev za rizičnim kapitalom (RBC), str. 243
Otpis kredita, str. 243	Sporazum o reotkupu, str. 238	
Plivajuća kamatna stopa, str. 244	Spred kamatne stope, str. 239	

PITANJA

- 12.1 Kako su se promenili glavni izvori sredstava banaka u proteklih 30 godina?
- 12.2 Zašto bankarski regulatori uglavnom žele da banke imaju više akcionarskog kapitala, dok bankari obično žele da imaju manje?
- 12.3 Zašto su banke zamenile mnoge kredite sa fiksnom stopom kreditima sa plivajućom kamatnom stopom?
- 12.4 Bankari drže više likvidne aktive nego većina poslovnih firmi. Zašto?
- 12.5 Bankari insistiraju da postoji ekonomija veličine u bankarstvu. Akademici insistiraju da ne postoji izuzev na nivoima ispod banaka srednje veličine. Ko je u pravu? Zašto?
- 12.6 Zašto potrošač treba da bude klijent kod kreditne unije a ne kod prave banke?
- 12.7 *Pitanje za diskusiju:* da li je smanjenje regulatornih barijera, uključujući plafone kamate na depozite, restrikcije na bankarstvo izvan saveznih država i restrikcije protiv netradicionalnih aktivnosti, proizvelo sigurniji ili rizičniji bankarski sistem?
- 12.8 *Pitanje za diskusiju:* tokom većine ovog stoleća komercijalno bankarstvo je bilo odvojeno od provajdera drugih finansijskih usluga. Sada su se banke kombinovale sa svima od uzajamnih fondova do investicionih banaka. Da li ima smisla učiniti konačni veliki korak i dozvoliti nefinansijskim organizacijama (kao što su IBM, Microsoft ili Boeing) da poseduju banke ili obrnuto?



MEDIA

RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Nedepozitne finansijske institucije



Nekad davno, tako počinje priča, postojale su depozitne finansijske institucije i nedepozitne finansijske institucije i nikad se njih dve nisu srele. Pre nekoliko decenija ti dani su počeli da nestaju. Oštra razlika između depozitnih i nedepozitnih institucija je nestajala pošto su razne finansijske institucije agresivno počele jedna drugoj da osvajaju teritoriju. U ovom poglavlju govorićemo o svim većim nedepozitnim finansijskim institucijama, kao i o preklapanju i sukobima koji su između njih buknuili.

Društva za osiguranje života

Prvo **društvo za osiguranje života** u Sjedinjenim državama (Presbyterian Minister's Fund) osnovano je neposredno pre Rata za nezavisnost i još uvek postoji. U zemlji sada postoji više od 1.500 društava za osiguranje života sa ukupnom aktivom od oko \$3,4 mlrd krajem 2002 godine. Neka društva, kao Prudential Insurance Company i Metropolitan Life, spadaju u najveće i najpoznatije korporacije na svetu.

Društva za osiguranje života su strukturirana ili kao akcionarska društva ili kao uzajamne asocijacije. U akcionarskim društvima, firmu poseduju i kontrolišu regularni akcionari; u uzajamnim, vlasništvo i kontrolu tehnički zadržavaju vlasnici polisa. Više od 90 procenata društava za osiguranje života predstavljaju akcionarska društva ali uzajamna društva su mnogo veća i kontrolišu skoro polovinu aktive.

Superviziju nad društvima za osiguranje života, skoro u potpunosti, sprovode države - članice Unije u kojima ta društva posluju. Društvo mora da poseduje licencu i da podnosi izveštaje u svim državama u kojima prodaje osiguranje života. Regulatorna obuhvata praktično svaki aspekt posla, uključujući prodaju,

stope premije i dozvoljene investicije i društvo je obično pod nadzorom državnog funkcionera osiguranja koji je nekad i državni bankarski funkcioner.

Firme koje prodaju osiguranje života su se specijalizovale isključivo za prodaju polisa za **doživotno** osiguranje građana. Ove polise imaju konstantnu premiju, koju vlasnik polise plaća tokom celokupnog trajanja polise. Tokom prvih godina, ova konstantna premija je viša od aktuarske statističke verovatnoće ali kasnije ona postaje niža od one koju zahteva aktuarska verovatnoća. (Aktuari osiguravajuće kompanije su statističari specijalisti za procenu verovatnoće smrtnosti.)

Pošto su početne premije bile više nego što je potrebno, prema aktuarskim statistikama, polise doživotnog osiguranja formiraju rezerve. Ove rezerve omogućavaju štednju koja daje prinos u novčanju vrednosti po osnovu koje vlasnik polise može da uzme kredit ili sasvim podigne sredstva u bilo kom momentu otkazivanjem polise.

Polise za doživotno osiguranje razlikuju se od **životnog osiguranja**, gde su premije relativno niske na početku ali koje rastu kako vlasnik polise stari i kako postoji veća statistička verovatnoća umiranja. Polise za životno osiguranje su čisto osiguranje bez elemenata rezervi ili štednje.

U toku 1980-tih godina, industrija osiguranja života je naglo počela da ističe grupno osiguranje (koje se, na primer, nudi preko poslodavca) u istoj meri kao i polise za pojedince. Pored ovoga, društva za osiguranje života počela su da nude nove vrste polisa za osiguranje života, pod nazivom polise za osiguranje sa **univerzalnim rokom** i **varijabilnim rokom**. Do tada, doživotno osiguranje je bio vrlo profitabilan proizvod društva za osiguranje života, velikim delom zato što se po ovim polisama na komponentu štednje plaćala vrlo mala kamata.¹ Najveći broj potrošača, ipak nije bio upoznat sa ovim jer se efektivna kamatna stopa nije prikazivala. Ali u okruženju niskih i stabilnih kamatnih stopa niko o tome nije ni vodio računa. Međutim, u okruženju brzog rasta kamatne stope tokom kasnih 1970-tih (pogledajte poglavlje 11) mali štediša je to zapazio. Mnoge male štediša su poništile svoje polise za doživotno osiguranje (ili su uzeli kredit na osnovu svojih novčanih iznosa) i kupili su kombinaciju životnog osiguranja i uzajamnih fondova na novčanom tržištu.

Industrija životnog osiguranja je reagovala uvođenjem univerzalne životne polise i varijabilne životne polise. Univerzalne i varijabilne životne polise suštinski raščlanjavaju životno osiguranje i komponentu štednje sa odgođenim porezom iz polise za doživotno osiguranje. Na štednu komponentu univerzalne životne polise plaća se kamatna stopa sa novčanog tržišta koja se menja sa uslovima na tržištu. Štedna komponenta u varijabilnoj životnoj polisi se nalazi u

¹ Da bismo bili fer, potrebno je napomenuti da su po američkim poreskim zakonima kupci mnogih proizvoda životnog osiguranja imali (a i sada imaju) odlaganje poreza. Porez na dohodak, po zaradama od kumulirane novčane vrednosti se odgađaju sve dok se polisa ne isplati do kraja ili dok se ne otkaže. Čak i sa ovim odlaganjem poreza, prinos posle oporezivanja štedne komponente na polisi doživotnog osiguranja sredinom 1970-tih bio je znatno ispod tržišnih stopa.

meniju investicionih opcija, uključujući uzajamni fond novčanog tržišta, fond obveznica i bar jedan akcionarski fond.

U skladu sa ovakvim razvojem, društva za osiguranje života menjala su svoju politiku investiranja. Tradicionalno, koristila su premije polisa koje su dobijale (iznad onog što su plaćale na ime beneficija) uglavnom za kupovinu dugoročnih korporacijskih obveznica i komercijalnih hipoteka. Kasnije, prihvatila su se rizičnijih preduzetničkih investicija, kao što su obične akcije i nekretnine. Metropolitan Life, je na primer, platio \$400 miliona 1981. godine za kupovinu Pan Am Building u Njujorku.²

Penzioni fondovi

Mnogi ljudi finansijski bolje stoje kada umru nego dok su živi, jer kada umru isplaćuje se pozamašan iznos na osnovu njihovih polisa za osiguranje života. Problemi se javljaju kada oni žive suviše dugo posle završene radne karijere i kada shvate da socijalno osiguranje ne može ni približno da podmiri njihove svakodnevne potrebe, ne pominjući povremenu kupovinu luksuznih predmeta. *Penzioni planovi* su namenjeni da popune ovu prazninu, da bi se omogućilo penzionerima da održe pristojan standard života.

Najveći deo aktive *penzionog fonda* su planovi u koje uplaćuju poslodavci. Ima dve varijante ovih planova, kao što je spomenuto u poglavlju 11: **planovi sa definisanim nadoknadama** i **planovi sa definisanim doprinosom**. U planu sa definisanim nadoknadama definisane su penzione nadoknade (predviđeno planom) a doprinosi zaposlenih se usklađuju sa ovim nadoknadama. U planu sa definisanim doprinosom, definisani su doprinosi (predviđeno planom) a nadoknade zavise od učinka aktive u planu. Do 1980-tih ogromna masa privatne penzione aktive bila je u planovima sa definisanim nadoknadama. Od tada planovi sa definisanim nadoknadama su izgubili na značaju u pogledu novih penzionih doprinosa pred planovima sa definisanim doprinosom. (Neki poslodavci ipak nude oba plana). Sada je iznos sredstava u planovima sa definisanim doprinosom približno jednak iznosu sredstava u planovima sa definisanim nadoknadama.

Penzioni planovi sa definisanim nadoknadama sadrže dva povezana problema a to je **trajno sticanje prava** na nadoknadu i **finansiranje** budućih nadoknada. Penzione nadoknade treba da se po planu odobre zaposlenom i da, kada eventualno napusti posao, može da zadrži penzione nadoknade koje je već stekao. Mnoge firme traže da osoba bude na platnom spisku određen broj godina, pre trajnog sticanja prava na nadoknade; ako on ili ona napuste posao ili budu pre toga otpušteni sva penzionna prava biće ukinuta. Drugi planovi pružaju oko 25 procenata posle određenog broja godina, uz postepeno povećanje od 100 procenata tokom dodatnog broja godina. Specifične odredbe o trajnom pravu na

² Društvo je 1992. izmenilo naziv na Met Life Building.

nadoknade svakako spadaju u najvažnije klauzule svakog ugovora o penzionom planu. Poslodavci uglavnom daju prednost odlaganju sticanja tajnog prava na nadoknade što je duže moguće, tako da bi jedan službenik dva puta razmislio (ili tri puta) pre nego što napusti posao da bi otišao bilo gde.

Stipulacije o finansiranju su isto tako značajne. Definisana penzion obaveza o nadoknadama će biti u potpunosti finansirana kada se dovoljno novca odvaja za tu svrhu tako da, posle ostvarenja očekivane stope prihoda, bude dovoljno sredstava za isplatu obećane penzije kada za to dođe vreme. Zbog dejstva kamate na kamatu tokom vremena, nije obavezno da se celokupan konačni iznos ostavi na stranu danas. Ako se očekuje da će novac prihodovati kamatu od 7 procenata, onda treba da se izdvoji samo \$1.000 na stranu da bi se popunio penzioni fond od \$1.070 koji se duguje godinu dana od danas ... odnosno penzija od \$7.612 koja dospeva posle 30 godina od danas (jer je $\$1.000 (1 + 0,07)^{30} = \7.612).

Sa ovim ciframa - \$1.070 godina dana od danas ili \$7.612 trideset godina od danas i planiranim prinosom od 7 procenata - ako se *manje* od \$1.000 izdvaja danas na stranu, kaže se da je penzija samo delimično finansirana. Mnoge kompanije imaju nizak nivo finansiranja svojih planova sa definisanim nadoknadama, planirajući da ispune svoje penzione finansijske obaveze iz tekućeg prihoda u momentu kada penzije dospeju za isplatu. Ovo funkcioniše, naravno, samo ako su prihodi dovoljni da se podmire takve obaveze. Penzioni planovi sa definisanim nadoknadama investiraju u raznu finansijsku aktivu uključujući akcije, obveznice i druge instrumente.

Zbog zloupotrebe i nepoštenog upravljanja mnogim privatnim penzionim planovima Kongres je 1974. godine doneo **Zakon o obezbeđenju penzionog fonda zaposlenih (ERISA - Employee Retirement Income Security Act)**, kojim se utvrđuju minimalni standardi u pogledu izveštavanja, obelodanjivanja, trajnog sticanja prava na nadoknade, finansiranja i investiranja. To isto je regulisala i **Korporacija za garantovanje penzija (Pension Benefit Guaranty Corporation)**, poznata verovali ili ne, kao Penny Benny. Ova Korporacija garantuje neke nadoknade iz planova sa definisanim nadoknadama u slučaju da društvo ode u stečaj ili, iz nekog drugog razloga, ne bude u stanju da ispuni svoje narasle penzione obaveze.

Jedan aspekt penzija koji je vredno posebno istaći, jeste pitanje muškog i ženskog pola. Žene prosečno žive sedam godina duže od muškaraca. Zbog ovoga, mnogi penzioni planovi sa definisanim nadoknadama ranije su plaćali manji mesečni penzioni prihod ženama nego muškarcima. (Zato što u proseku žene dožive da prime više čekova). Međutim, američki Vrhovni sud je 1983. godine, sa 4 od 5 glasova, doneo odluku da su nejednake mesečne nadoknade za muškarce i žene nezakonite, jer to predstavlja oblik diskriminacije polova. Sud je smatrao da pojedinačno ženi ne mogu mesečno da se isplaćuju niže nadoknade nego muškarcu, samo zato što žene žive duže od muškaraca. Odlučio je da mesečne isplate moraju da budu jednake, mada ovo znači da će, u proseku, žene biti više isplaćene od muškaraca tokom njihovog životnog veka.

Slično pitanje muškog i ženskog pola postoji i u oblasti osiguranja, gde su premije, bazirane na relativnom riziku, standardna praksa. Polise za osiguranje života za žene koštaju manje nego za muškarce u pogledu mesečnih premija, jer, pošto žene prosečno žive duže od muškaraca, na njihove premije će se pripisivati kamata kod osiguravajuće kompanije duže pre nego što će se one iskoristiti za plaćanje nadoknade u slučaju smrti. Drugim rečima, pošto duže žive, žene su u odnosu na muškarce povoljniji rizik za osiguranje života. U slučaju auto osiguranja, žene takođe plaćaju manje premije od muškaraca istih starosnih godina jer evidencije o nesrećnim slučajevima pokazuju da su žene bolji rizik - tj. njima se ređe dešavaju nesrećni slučajevi. Suprotno polise zdravstvenog osiguranja su često *skuplje* za žene nego za muškarce. Postoji velika kontroverznost po pitanju ovih razlika u polovima u oblasti osiguranja; suprotno kontroverznosti po pitanju penzija, međutim, to još nije rešeno ni zakonskim propisima ni sudskom odlukom.

Zahvaljujući zakonskim propisima, iz ranih 1980-tih godina, planovi sa definisanim doprinosom su postali vrlo atraktivna alternativa planovima sa definisanim nadoknadom. U planovima sa definisanim doprinosom zaobilaze se problemi trajnog sticanja prava na nadoknadu i finansiranja, jer nadoknade isključivo zavise od učinka aktive na individualnim računima u okviru plana. Pored ovoga, svaki zaposleni pojedinac, koji je pokriven planom sa definisanim doprinosom, ima mogućnost da bira (u okviru limita) aktivu u koju on ili ona žele da investiraju. Asortiman izbora može da bude vrlo širok, zavisno od plana koji je poslodavac predvideo. Izbor aktive jednog zaposlenog može da bude (a verovatno će i biti) sasvim različit od drugih, čak i kada su pokriveni planom istog poslodavca. Mnogi planovi omogućavaju zaposlenima da promene alokaciju aktive. Konačno, nadoknade svakog pojedinačnog penzionera će zavisiti od učinka određene aktive tokom vremenskog perioda za koji se penzioner - pojedinac odlučio.

Prema planovima sa definisanim doprinosom, *zaposleni* kao i poslodavci mogu da uplaćuju sredstva u plan. To je vrlo privlačna odlika ovih planova. Doprinosi poslodavca se odbijaju od poreza, a doprinosi zaposlenih su oslobođeni poreza na lični prihod kada ga ostvare. Kao i u slučaju planova sa definisanim nadoknadom, zaposleni ne plaćaju porez na prihod na penzione nadoknade sve dok ih ne prime posle penzionisanja. To znači da se *porez odgađa* do penzije za dolare unete u penzioni fond. Dva glavna plana sa definisanim doprinosom su plan 403 (b) za zaposlene u neprofitnim organizacijama i plan 401 (k) za zaposlene u profitnim organizacijama. Kao što smo naveli u poglavlju 11, sve veći deo sredstava plana sa definisanim doprinosima ide u uzajamne fondove.

Pored penzionih planova zaposlenih koje sponzorišu poslodavci, nekim pojedincima su dati poreski podsticaji da kreiraju svoje sopstvene penzione planove - **Keoghovi planovi** za samozaposlene i **Individualni penzioni računi (IRAs)** za radnike koji nisu pokriveni sponzorskim penzionim planovima kompanije.³ Ovo je obično u vidu depozitnog računa kod banke ili štedne institucije

3 Keoghovi planovi su nazvani po predstavniku Eugene F. Keoghu iz New Yorka, koji je

ili u vidu udela u uzajamnom fondu bilo koje vrste, uz kamatu ili dividende sa porezom odloženim do penzionisanja.

Društva za osiguranje imovine i lica

Društva za osiguranje imovine i lica ne mogu lako da sačine planove kao što to mogu društva za osiguranje života, zato što ona nemaju prost ekvivalent aktuarskih tabela mortaliteta, na kojima bi se videlo kolike iznose će ona približno da isplaćuju svake godine u neodređenom budućem periodu. Oko 3.000 društava širom zemlje nudi osiguranje od nesrećnih slučajeva kao što su saobraćajni udesi, požar, krađa, lična nemarnost, loše rukovanje i skoro svih drugih koje možete da zamislite. Govori se da će Lloyd's of London dati osiguranje za bilo koji slučaj - po određenoj ceni.

NOVOSTI

Mnoge kompanije se bore da ne dođe do smanjenja sredstava u penzionim fondovima

Posle trogodišnjeg tržišta medveda, mnoge velike američke kompanije troše velike količine novca da zaustave smanjenje penzionih planova, koji su ponekad i drastično išli na dole. Mnoge kompanije takođe razmatraju na koji način da smanje svoje penzione obaveze prema radnicima, verovatno umanjujući nadoknade za milione.

Najveći penzioni pad se pripisuje kompaniji General Motors, iz koje je stigla izjava u utorak da su njeni penzioni planovi u SAD, na kraju godine, pokazali deficit od \$19,3 milijardi, i pored iznosa od \$2,6 milijardi koji je kompanija unela. U General Motorsu su, takođe, izjavili da će se penzioni troškovi utrostručiti u 2003. godini što će snažno oboriti njihov profit.

Ovi problemi nisu povezani sa bilo kojom promenom broja ljudi koji odlaze u penziju ili sa povećanjem njihovih nadoknada. Zapravo, investicije iz ovih fondova su bile vrlo slabe zadnjih godina. Kao što su cene akcija i drugih investicija pale,

isto tako je pao prihod od novca izdvojenog na stranu za više od 44 miliona sadašnjih i budućih penzionera iz privatnog sektora.

Istovremeno, neuobičajeno niske kamatne stope i dalje ugrožavaju penzione planove. Uticaj cena obveznica je u finansijskim kalkulacijama, korišćenim za utvrđivanje sadašnje vrednosti penzionih obaveza, a ne na prihod penzionih fondova.

Pad cena čini da su buduće penzione obaveze veće u tekućem bilansu. Kompanije, da bi ispunile svoje obaveze prema radnicima i da bi se uskladile sa penzionim zakonima, primorane su na izdvajanje više novca.

Sve ovo uznemirava i investitore i zaposlene. Mada je interesovanje za tradicionalne penzije opalo kada su akcije bujale i kada je izgledalo da planovi 401 (k) idu samo na gore, mnoge kompanije i dalje nude tradicionalne planove sa definisanom nadoknadom - vrste planova po kojima kompanije obećavaju mesečne isplate od penzionisanja do smrti. Tržište medveda je

spenzorisao zakonske propise na osnovu kojih su kreirani penzioni planovi za samozaposlena lica.

naučilo zaposlene da ponovo cene takve penzije zato što sponzorska društva absorbiraju tržišni rizik a federalna država je osigurala nadoknade. Imajući u vidu veliki raskol koji su prouzrokovale penzije, kompanije i grupe koje ih predstavljaju u Vašingtonu razmatraju niz mera za kontrolu šteta koje bi mogle da imaju trajan uticaj na dobrobit Amerikanaca u starosti. Najviše diskutovane zakonske mere bi dozvolile da kompanije prime-

njuju više stope od onih koje su mogle da primenjuju u prošlosti, kada su vršile značajne kalkulacije penzija osetljivih na kamatne stope. Odobravanje viših stopa smanjilo bi penzione obaveze kompanije, postičući time da njihovi planovi budu stabilniji

Izvor: Mary Williams Walsh, „Many Companies Fight Shortfalls in Pension Funds“ New York Times, 13. januar 2003. str. A. 1.

Posmatrano u dolarima, obaveza osiguranja automobila je najvažnija od svih oblika osiguranja imovine i od nesrećnih slučajeva. Najneuobičajenija polisa osiguranja svih vremena je verovatno retroaktivno osiguranje od požara Grand Hotela MGM u Las Vegasu kupljeno *posle* strašnog požara koji se dogodio 1980. godine, u kome je 84 ljudi poginulo a 700 ranjeno. Pošto je bilo neizvesno koliko bi požar mogao da košta hotel zbog nemarnog vođenja sporova, hotel se osigurao za sva plaćanja iznad jednog određenog iznosa.

Društva za osiguranje imovine i lica, kao što su društva za osiguranje života, skoro isključivo regulišu i nadziru države u kojima posluju. Federalno učešće je neznatno. Državne komisije za osiguranje utvrđuju raspon stopa - kurseva, donose operativne standarde i vrše kompletnu superviziju politike relevantnih društava. Njihove investicione politike odražavaju činjenicu da su ona potpuno oporezovana i da gubici od nesrećnih slučajeva mogu da budu neočekivani i vrlo varijabilni. Prema tome, ona su veliki kupci municipalnih obveznica oslobođenih poreza i likvidnih kratkoročnih hartija od vrednosti.

Uzajamni fondovi

Uzajamni fondovi na novčanom tržištu dominiraju na američkoj finansijskoj sceni od 1970-tih godina, kao što smo već videli u poglavlju 11. Daleko ranije, u 1950-tim godinama, uzajamni fondovi akcijskog tržišta - zajednički nazvani **uzajamni fondovi** ili *investicione kompanije* - izazivali su opšte oduševljenje. Uzajamni fond prikuplja sredstva mnogih lica; menadžeri fonda investiraju novac u diversifikovane portfolije hartija od vrednosti i pokušavaju da postignu neki planirani cilj, kao što je dugoročni rast kapitala ili visoki tekući prihod ili možda samo skroman prihod ali uz minimalni rizik.

Otvoreni uzajamni fondovi, koji su posebna vrsta, prodaju otkupljive udele publici. Takvi udeli predstavljaju proporcionalno vlasništvo u portfoliju hartija od vrednosti uzajamnog fonda. Kada se radi o otvorenom fondu, vlasnik udela

može, u svakom momentu, direktno da se obrati i kupi dodatne udele ili unovči udele po njihovoj **neto vrednosti aktive** (NAV - nett asset value). Neto vrednost aktive po udelu je vrednost svakog udela; ona se obračunava dnevno na bazi tržišne vrednosti hartija od vrednosti koje poseduje fond i objavljuje se, svakog dana, u finansijskom delu dnevne štampe.

Pretpostavimo da uzajamni fond raspolaže hartijama od vrednosti ukupne tržišne vrednosti od milion dolara na kraju današnjeg tržišta, da nema obaveza i da ima u opticaju 10.000 udela. Neto vrednost jednog udela u ovom fondu bi bila milion dolara podeljeno sa 10.000 udela, odnosno \$100 po udelu. Ako padne vrednost akcija koje čine portfolio fonda, neto vrednost po udelu će srazmerno pasti.

Mnogi fondovi prodaju svoje udele direktno publici po tekućoj neto vrednosti aktive. Ovi fondovi se nazivaju **fondovi bez opterećenja**. Drugi fondovi poznati kao **fondovi sa opterećenjem**, zaračunavaju prodajnu proviziju, često 8,5 procenata od neto vrednosti aktive.

Zatvorene investicione kompanije, kojih je malo, sasvim su različite od onih koje smo opisali. Zatvoreni fondovi izdaju ograničeni broj akcija i ne otkupljuju svoje akcije na zahtev, kao što je slučaj sa udelima kod otvorenih fondova. Umesto toga, akcijama zatvorenog fonda trguje se na tržištu akcija i ako želite da ih kupite ili prodate morate da poslužete sa trećom stranom, kao da kupujete ili prodajete akcije IBM ili Xerox.

Komisija za hartije od vrednosti reguliše uzajamne fondove prema odredbama Zakona o hartijama od vrednosti i berzi iz 1933. i 1934. godine i Zakona o investicionim kompanijama iz 1940. godine. Primarni cilj regulisanja odnosi se na ispunjavanje zahteva za izveštavanje i obelodanjivanje i zaštiti investitora od nepoštenog poslovanja menadžera fonda.

Uzajamni fondovi su se vrlo brzo razvijali tokom 1950-tih a najviše tokom 1960-th godina, ali 1970-tih i 1980-tih za ove fondove su naišla teška vremena (nezavisno od uzajamnih fondova na novčanom tržištu, koji su se iz sasvim posebnih razloga, razvijali kao što smo to već videli u poglavlju 11). Ponovno oživljavanje akcijskog tržišta, 1980-tih i 1990-tih, dovelo je uzajamne fondove do novih visina popularnosti. Mnoge investitore su onedavno privukle *familije* uzajamnih fondova, gde mnogi od njih funkcionišu pod jednim menadžerskim kušobranom i gde investitori mogu lako da transferišu novac među fondovima u krugu familije. Tipično, familija uzajamnih fondova će uključiti obveznice i sredstva na novčanom tržištu zajedno sa nizom raznih akcijskih uzajamnih fondova. Dve najveće familije fondova, Fidelity Investments i Vanguard Group, posedovale se 150 odnosno 90 raznih fondova 2003. godine. Postojanje velikog asortimana fondova u familiji vrlo je korisno za uzajamne fondove koji nastoje da prikupe aktivu investiranu u penzione planove sa definisanim doprinosom.

Finansijske kompanije

Postoje tri široke kategorije: **finansijske kompanije**, **komercijalne finansijske kompanije** i **potrošačko finansijske kompanije**, mada su često obuhvaćene pod istim korporacijskim kišobranom. Potrošačke finansijske kompanije odobravaju potrošačke kredite. Neke kompanije su specijalizovane za finansiranje kreditnim karticama; one se nazivaju **specijalizovane finansijske kompanije**. Komercijalne finansijske kompanije obično odobravaju komercijalne kredite na osnovu garancije (kolateralu). Krediti koje odobravaju finansijske kompanije tradicionalno su rizičniji od kredita koje odobravaju komercijalne banke. Pošto su mnogi njihovi krediti kratkoročni, finansijske kompanije se zadužuju u znatnim iznosima na tržištu komercijalnih papira. U stvari, ovo je najveća kategorija emitenta komercijalnog papira. Neke od najuspešnijih finansijskih institucija u Sjedinjenim Državama su finansijske kompanije, od kojih je najistaknutija General Electric Capital Corporation.

Istorijski, komercijalno finansijske kompanije imaju važnu ulogu u finansiranju razvoja podkapitalisanih društvo. Mnogi veruju da je otkup preduzeća pozajmljenim sredstvima (**LBO - leveraged buyouts**) tokom kasnih 1970-th započeo Michael Milken i investiciona banka u kojoj je on radio, Drexel Burnham Lambert. Akvizicija kompanije pozajmljenim sredstvima finansira se u suštini dugom. Tokom postupka, društvo se transformiše i od niskog leveridža (nizak koeficijent dug/akcijski kapital) prelazi na vrlo visok leveridž. Ako su kompaniju, po ovom osnovu, preuzeli bivši menadžeri firme, postupak će se zvati menadžerski otkup akcija pozajmljenim sredstvima (LBO). U stvari, ovaj postupak LBO je postojao mnogo godina pre nego što se na sceni pojavio Milken, ali pod drugim nazivom: „*bootstrap*“ finansiranje. Umesto da se dug plasira putem visokorizičnih obveznica (pogledajte poglavlje 8), dug su tipično obezbeđivao preko komercijalne finansijske kompanije. Postoji još jedna vrlo važna razlika: „Bootstrap“ finansiranje su komercijalne finansijske kompanije nudile (i sada nude) malim i srednjim društvima za poslove koji iznose \$50 miliona ili manje. Tržište za otkup preduzeća kupovinom visoko rizičnih obveznica (LBO), koje je bilo aktuelno sredinom 1980-tih, i koje je ponovo oživelo 1990-tih, predviđeno je za veće kompanije. Prava oštorumnost Milken-a je u tome što je uočio da finansiranje otkupa preduzeća pozajmljenim sredstvima (LBO) može da se usmerava na tržišta kotiranih hartija od vrednosti, preko visoko rizičnih obveznica, pošto je ono ranije bilo ograničeno na nekotirane zajmove malim društvima koje su odobrile komercijalne finansijske kompanije.

Neke finansijske kompanije se nazivaju **kaptivne finansijske kompanije**. General Motors Acceptance Corporation (GMAC) je dobar primer. GMAC je subsidijarna finansijska kompanija firme General Motors. Njene glavne aktivnosti su finansiranje zajmova za automobile i zakupi za kupce automobila firme GM, kao i finansiranje zaliha dilera firme General Motors. Mnoge različite vrste komercijalnih i maloprodajno orijentisanih firmi imaju finansijske kompanije, na primer kompanije J. C. Penney i Caterpillar.

Brokери hartija od vrednosti, dileri i investicione banke

Brokeri hartija od vrednosti, dileri i investicione banke su od ključnog značaja za distribuciju i trgovinu hartijama od vrednosti ogromnih iznosa, uključujući korporacijske akcije, obveznice i hartije od vrednosti lokalne uprave kao i američke državne hartije od vrednosti. Investicione banke s jedne strane i brokeri i dileri s druge strane razlikuju se po tome što posluju na *primarnim* i *sekundarnim* tržištima hartija od vrednosti. Kao što je rečeno u poglavlju 6, primarna tržišta se odnose na prodaju i distribuciju hartija od vrednosti kada ih *prvobitno emituje* korporacija ili državna poslovница. Sekundarna tržišta obuhvataju narednu *trgovinu* hartijama od vrednosti kada su one već u opticaju. Njujorška berza akcija je primer sekundarnog tržišta.

Investicione banke svoje aktivnosti pokroviteljstva emisija obavljaju na primarnim tržištima prodajom i distribuiranjem novih akcija i obveznica direktno od korporacija emitenata njihovim prvim kupcima. Njihov uspeh se najčešće meri prema volumenu hartija od vrednosti raznih kategorija koje su oni upisali, što je evidentno na **tabeli rangiranja**. Upis emisije se tipično obavlja preko **sindikata**, u koji je uključeno više investicionih banaka i brokerskih firmi. Sindikat organizuje **menadžerska grupa** investicionih banaka sa jednim menadžerom koji se imenuje kao *vodeći menadžer*. Vodeći menadžer ima posebna zaduženja koja obuhvataju određivanje konačne alokacije hartija od vrednosti u sindikatu. Tabela rangiranja se javlja u dva oblika: potpuno poverenje svakom menadžeru i potpuno poverenje glavnom menadžeru.

Investicione banke ostvaruju znatan iznos svog prihoda savetima koje pružaju firmama u merdžerima ili pripajanju. Saveti se daju firmama po raznim pitanjima uključujući odgovarajuću cenu koju jedna firma treba da plati za drugu i kako bi transakcija trebalo da se strukturira. Takođe se daju strateški saveti bilo kupljenoj (ciljanoj) firmi ili firmi koja obavlja **neprijateljsko preuzimanje**. Neprijateljsko preuzimanje je kada jedna firma preuzima drugu (ciljnu) firmu protiv volje menadžmenta te firme.

NOVOSTI

Investicione banke i nekorektna analiza investicija: da li su investitori morali da znaju više?

Komisija za hartije od vrednosti je, u maju 2003. godine, objavila zaključke svog dugogodišnjeg istraživanja sukoba interesa u investicionom bankarstvu. Istraživanje je podstaknuto pričama o analitičarima akcija koji kroje svoje analitičke

izveštaje u korist potencijalnih klijenata - emitenata a ne da pomognu investitorima da odaberu najbolje akcije.

Pošto su investitori gledali kako vrednosti njihovih portfolija akcija i planova 401 (k) padaju tokom

2000-te i 2001. godine, bujale su priče o sumnjivom poslovanju investicionih banaka. E-mejlovi i druga dokumenta su se pojavila o tome kako su analitičari akcija istovremeno savetovali investitore da kupuju akcije a privatno se podsmevali tim istim društvima. Drugo sumnjivo poslovanje je bilo pridobijanje rukovodilaca potencijalnih klijenata za garantovanje emisije tako što su im nudene jako tražene akcije iz vrućih incijalnih javnih ponuda (IPO). Tvrdilo se takođe da su banke koristile strategije „lošeg rukovodilaca“ tako što su nudile zajmove ispod njihove prave cene da bi privukle firme - garante emisije.

Na osnovu ispitivanja, Komisija za hartije od vrednosti je izrekla kazne, penale i druge troškove u iznosu od \$1,4 mld u industriji investicionog bankarstva i suspendovala doživotno dva akcionar-ska analitičara. Oformljeni su i fondovi za unapređenje obrazovanja pojedinih investitora kao i preporuka da kompenzacija ovih analitičara bude vezana za preciznost njihovih procena a ne za njihovu sposobnost da pronalaze firme - garante emisija.

Na osnovu ispitivanja koja je obavila Komisija za hartije od vrednosti bilo je lako uočiti rezultate

sukoba interesa između odgovornosti investicione banke prema njenim klijentima i odgovornosti prema njenim akcionarima. Mnogi sofisticirani institucionalni investitori su bili dobro upoznati sa ovim problemima i uvek su koristili dobru dozu skepticizma kada su koristili analize investicija u hartije od vrednosti koje su davali analitičari.

Neka zapažanja su pokazala da će takvih potencijalnih sukoba biti i više u budućnosti zato što se po Zakonu Gramm - Leach - Bliley (GLBA) odobrava povećano unakrsno vlasništvo finansijskih firmi. Eksperti, kao što je Mark Olson, guverner Fed-a, tvrdili su da su neki sukobi interesa postojali i pre donošenja ovog zakona (GLBA). U suštini, ključni faktor koji je doprineo tržištu bikova, krajem 1990-tih godina, bio je taj što su mnogi investitori prihvatili sva optimistička predviđanja o vrednostima akcija ne razmišljajući o motivacijama koje su u osnovi istraživanja. Ovo dobrovoljno odbacivanje sumnje je karakteristika *mehura* na tržištu akcija i sasvim je neprihvatljivo da je uzrok tome bilo donošenje Zakona GLBA.

Brokeri i dileri su prisutni na sekundarnim tržištima i trguju „korišćenim“ ili hartijama od vrednosti u opticaju. Razlika između brokera i dilera je u tome što brokeri ne kupuju i ne prodaju hartije od vrednosti za svoj sopstveni račun. Onu uparuju kupce i prodavce za određenu hartiju od vrednosti i zarađuju proviziju ili honorar za njihovo povezivanje. Dileri, s druge strane, „uzimaju poziciju“ u hartijama od vrednosti kako je to već detaljno opisano u poglavlju 6. Posebno, dileri oglašavaju kupovne cene po kojima će oni kupiti hartije i prodajne cene (ili tražene) po kojima će ih prodavati. Nešto manje zvanično, oni kupuju hartije od vrednosti za svoj sopstveni račun i nadaju se da će ih prodati brzo po višoj ceni. Ako pogreše i cena padne pre nego što ih se oslobode, njihov očekivani profit će se pretvoriti u gubitak.

Mnoge berzanske kuće širom zemlje, kao što je Merrill Lynch i Morgan Stanley, nastupaju u svim svojstvima. Nazivaju se brokeri - dileri zato što ponekad istupaju kao agenti (brokeri) i izvršavaju naloge za kupovinu ili prodaju hartija od vrednosti na raznim berzama a ponekad rade kao dileri, kotirajući cene za razne akcije i obveznice. Takođe rade i kao investicioni bankari za neke hartije od vrednosti kojima posluju.

Mnoge velike berzanske firme su proširile svoje aktivnosti na pružanje novih finansijskih usluga koje su ranije smatrane da su izvan njihovog delokruga rada. Merrill Lynch je bio inovator jer je počeo 1977. godine sa računom za upravljanje novcem (Cash Account Management - CMA). CMA se sastoji od finansijskog paketa koji sadrži kreditne kartice, instant zajmove, pravo na izdavanje čekova, investiranje u uzajamne fondove na novčanom tržištu i kompletno vođenje evidencija - uključujući mesečne izvode. Merrill Lynch i Morgan Stanley spadaju u vrhunske provajdere familije uzajamnih fondova. Na kraju, kao što smo spomenuli u prethodnom poglavlju, komercijalne banke, investicione banke i brokeri - dileri su se sada spojili pod kišobranima holding kompanija, a najdramatičniji primer je spajanje Salomon Smith Barney i Citibank (zajedno sa Travelers Insurance).

Fondovi venčer kapitala, fondovi mezanin duga i hedž fondovi

Pošto su uzajamni fondovi popularni za investitore sa iskustvom kao i za nove investitore, neki fondovi izlaze na mnogo uža tržišta. **Fondovi venčer kapitala, fondovi mezanin dugova i hedž fondovi** obično nisu dostupni publici i zbog toga se ovi fondovi ne registruju kod Komisije za hartije od vrednosti. Ove fondove najčešće finansiraju bogata fizička lica ili druge finansijske institucije.

Fondovi venčer kapitala i fondovi mezanin duga obezbeđuju značajan izvor finansiranja za male i srednje kompanije. Aktiva u ovim kompanijama je vrlo rizična. Posebno, fondovi venčer kapitala investiraju u akcijski kapital **startup kompanija**. Startup kompanije su firme koje bi u vrlo ranoj fazi razvoja, najčešće posle uvođenja novog proizvoda ali pre primene marketinškog plana. Bančno finansiranje firmi u ovoj fazi vrlo je ograničeno. **Venčer kapitalisti** (menadžeri ovih fondova) pružaju sredstva ovim firmama tražeći za uzvrat veliki udeo u akcijskom kapitalu firme. Većina kompanija u koje investira fond venčer kapitala će na kraju propasti. Ipak, fond ostvaruje svoj novac iz značajnog iznosa profita koji dobija od relativno malog broja firmi koje su uspešne. Fond ostvaruje taj profit kada dovede uspešne firme do **inicijalne javne ponude (IPO)**. Ova javna ponuda se daje kada se akcije kompanije prvi put prodaju javno (uz garanciju investicione banke). Sredstva iz prve inicijalne ponude (IPO) isplaćuju se fondu venčer kapitala i preduzetniku koji je osnovao kompaniju.

Fondovi mezanin dugova dobili su ovaj naziv zato što obezbeđuju sredstva malim i srednjim društvima uz potraživanja na aktivu koja je negde između „gornjeg nivoa“ finansiranja (direktan dug) i „nižeg nivoa“ finansiranja (akcijski kapital). Najbolja dva primera su **konvertibilni dug** i **subordinirani dug**.⁴ Pone-

4 Subordinirani dug je kategorija duga čiji prioritet otplate u slučaju stečaja je iza, ili je mlađi od drugih kategorija duga. Konvertibilni dug je dugovni instrument koji se može konvertovati u akcijski kapital po unapred utvrđenoj ceni ako investitor tako odluči.

kad menadžeri mezanin fondova jednostavno investiraju kombinaciju visokog prinosa duga i akcijskog kapitala koji je emitovao ista kompanija. Kada posmatrano odvojeno ovo neće biti mezanin instrumenti, kupovina tih instrumenata u kombinaciji čini ih nekom vrstom mezanin finansiranja. Fondovi mezanin dugova pružaju dugoročna sredstva malim i srednjim kompanijama, ponekad kao deo menadžerskog paketa za finansiranje preuzimanja firme. Slično venčer kapitalu, mezanin finansiranjem se ne trguje i zadržava se u fondu do dospeća. Menadžeri fondova venčer kapitala i menadžeri fondova mezanin dugova su po pravilu aktivni učesnici u upravljanju firmama u koje ulažu investicije.

Hedž fondovi su investicioni pulovi u kojima su članovi samo bogata fizička lica ili institucije. Članstvo u hedž fondovima tipično je otvoreno samo za fizička lica koja raspolažu bar sa \$5 miliona u investicijama ili imaju godišnji prihod iznad \$200.000. Sa tako ekskluzivnom klasom investitora, propisi predviđeni za zaštitu nesofisticiranih investitora se ne primenjuju tako da ti fondovi mogu da primenjuju trgovinske strategije koje su suviše rizične za prosečnog investitora. Ova mogućnost da se preuzme ekstra rizik možda deluje kao da je u suprotnosti sa značenjem reči „hedž“, jer se, kako je objašnjeno u poglavlju 9, hedžing obično uzima kao nešto suprotno spekulaciji. Ključno za rešenje ovog paradoksa je činjenica da je najveći broj hedž fondova zaštićen od celokupnog tržišnog rizika ali su i dalje izloženi znatnim posebnim rizicima, zavisno od tržišne pozicije koju je uzeo fond. Na primer, hedž fond može da finansira dugu poziciju u jednoj grupi akcija kratkom prodajom drugih akcija. Ako tržište u celini raste ili opada, ovaj portfolio bi verovatno ostao nepromenjen, ali ako su sredstva usmerena na pogrešne akcije mogu se pojaviti ogromni gubici. Hedž fond, pod nazivom Long Term Capital Management (LTCM), utvrdio je da se pogrešno kladio na svoj portfolio obezbeđen sa visokim leveridžom i da su zbog toga implikacije na američki finansijski sistem bile tako ozbiljne da su Fed i grupa velikih banaka organizovali spasavanje LTCM-a.

Banke u odnosu na nedepozitne institucije

Mnoge nedepozitne institucije pružaju usluge koje su direktna konkurencija bankama. Na primer, banke su danas u konkurenciji sa finansijskim kompanijama u pogledu kreditiranja firmi. Tradicionalno ova tržišta su podeljena. Finansijske kompanije su odobravalе rizičnu kategoriju kredita, dok su banke odobravalе bezbedne kredite. Danas su one često konkurenti između sebe u odnosu na istu firmu. U suštini, neke od najvećih finansijskih kompanija su sada u vlasništvu banaka.

Na strani pasive, banke su prisiljene da konkurišu mnogim institucijama za štednju potrošača. Na primer, depozitni računi banaka na novčanom tržištu direktno konkurišu uzajamnim fondovima novčanog tržišta. Bankama je od

1986. godine dozvoljeno da nude svoje sopstvene uzajamne fondove. U areni investicionog bankarstva neke banke su od 1989. godine imale pravo da garantuju emisiju korporacijskih obveznica. One pružaju konsultantske usluge kod merđera i pripajanja drugih društvo.

Zakon **Gramm - Leach - Bliley (GLBA)** iz 1999. godine odobrio je stvaranje **finansijskih holding kompanija (FHCs)** koje mogu da poseduju komercijalne banke, investicione banke i osiguranje. Pod određenim uslovima neka finansiska holding kompanija može da osnuje **trgovačku banku** koja će koristiti svoja sopstvena sredstva, umesto ulaganja u trustove, nekretnine ili penzije, za kupovinu i prodaju hartija od vrednosti sa ciljem da (nadajmo se) trgovanjem ostvari profit. Mada neke restrikcije ostaju u pogledu aktivnosti individualnih afilijacija, osnivanje finansijskih holding kompanija više približava Sjedinjene Države regulatornom modelu univerzalne banke koji je usvojila Evropska unija. U stvari, globalizacija i proistekla potreba konkurisanja evropskim univerzalnim bankama se često ubrajaju u razloge koji su doveli do zakona GLBA. U okviru univerzalnog bankarstva, komercijalne banke mogu da se bave garantovanjem emisija korporacijskih hartija od vrednosti. Da li postoje rizici u vezi sa dozvolom komercijalnim bankama da mogu direktno da konkurišu drugim finansiskim posrednicima? Koji su benefiti? O ovim pitanjima više će biti reči u poglavlju 16.

REZIME

1. Planovi sa definisanim doprinosom postali su popularniji od planova sa definisanim nadoknadom. Prema planovima sa definisanim doprinosom, zaposleni mogu da odlučuju u koju će aktivu investirati. Ovi planovi imaju izvesnu fleksibilnost kada se odobravaju njihovi lični doprinosi sa odloženim porezom.
2. Familije uzajamnih fondova postaju vrlo značajan marketinški alat. Činjenica da neki fondovi nude lepezu izbora, od fondova obveznica do akcionarskih fondova, bila je posebno važna za osvajanje poslovanja sa planovima sa definisanim doprinosom u firmama.
3. Finansijske kompanije imaju značajnu ulogu u obezbeđivanju sredstava za potrošače i firme. Neke finansijske kompanije, poznate kao kaptivne kompanije, pružaju finansiranje klijentima svojih matičnih kompanija.
4. Fondovi venčer kapitala i fondovi mezanin dugova važni su izvori dugoročnog finansiranja malih i srednjih kompanija. Menadžeri ovih fondova, po pravilu, imaju aktivnu ulogu u firmama kojima odobravaju sredstva.
5. Tokom nekoliko proteklih decenija, banke su bile suočene sa rastućom konkurencijom drugih finansijskih institucija sve do tačke gde linija između bankarstva i ovih drugih institucija nije postala zamagljena.

KLJUČNI TERMINI

Broker hartijama od vrednosti, str. 272	Hedž fondovi, str. 274	Plan sa definisanim doprinosom, str. 265
Diler, str. 272	Individualni penzioni račun (IRA), str. 267	Plan sa definisanim nadoknadama, str. 265
Doživotno osiguranje, str. 264	Inicijalna javna ponuda (IPO), str. 274	Rukovalac venčer kapitalom, str. 274
Društvo za finansiranje potrošača, str. 271	Investiciona banka, str. 272	Sindikato, str. 272
Društvo za osiguranje imovine, str. 268	Kaptivna finansiska kompanija, str. 271	Specijalizovana finansiska društvo, str. 271
Društvo za osiguranje od nesrećnih slučajeva, str. 271	Keoghov plan, str. 267	Startup kompanija, str. 274
Društvo za osiguranje života, str. 263	Komercijalno finansiska kompanija, str. 271	Subordinirani dug, str. 274
Finansiska holding kompanija, str. 276	Konvertibilan dug, str. 274	Tabela rangiranja, str. 272
Finansiska kompanija, str. 271	Mezanin fond, str. 274	Trajno sticanje prava nadoknade, str. 265
Finansiranje, str. 265	Neprijateljsko preuzimanje, str. 272	Trgovačka banka, str. 276
Fond bez opterećenja, str. 270	Neto vrednost aktive (NAV), str. 270	Univerzalni rok, str. 264
Fond sa provizijom, str. 270	Osiguranje života str. 264	Univerzalno bankarstvo, str. 276
Fond venčer kapitala, str. 274	Otkup preduzeća pozajmljenim sredstvima (LBO), str. 271	Uzajamni fondovi str. 269
Gramm - Leach - Bliley Act (GLBA), str. 276	Otvoreni fond, str. 269	Varijabilni rok, str. 264
	Pension Benefit Guaranty Corporation, str. 266	Zakon o obezbeđenju penzionog fonda zaposlenih (ERISA), str. 266
	Penzioni fond, str. 265	Zatvorena investiciona društvo, str. 270

PITANJA

- 13.1 U okviru mnogih definisanih planova o doprinosu, zaposleni imaju na raspolaganju više raznih investicionih opcija. Koliko se opcija može dati zaposlenima?
- 13.2 Objasnite značenje neto vrednosti aktive (NAV) po delu uzajamnih fondova.
- 13.3 Kompanije za osiguranje života i penzioni planovi pružaju mogućnost individualnim licima da štede novac za penziju uz odgođen dolarski porez. Da li su poreske stimulacije realno potrebne da bi se građani podstakli da štede za penziju?

- 13.4 Krediti firmama koje komercijalno finansijske kompanije odobravaju bili su tradicionalno rizičniji od kredita firmama koje odobravaju komercijalne banke. Da li je, shodno tome, poslovanje komercijalno finansijske kompanije dobro da se u njega uključimo?
- 13.5 Šta znači neprijateljsko preuzimanje? Zašto bi kompanija odbijala da je preuzme neka druga firma? Da li je to dobro za akcionare?
- 13.6 *Pitanje za diskusiju:* Neke finansijske institucije se fokusiraju na samo nekoliko poslovnih oblasti. Ostale postaju finansijski supermarketi, kombinujući mnoge različite vrste aktivnosti pod jednim korporacijskim kišobranom (to je obično matična holding društvo). Koji je pristup bolji?



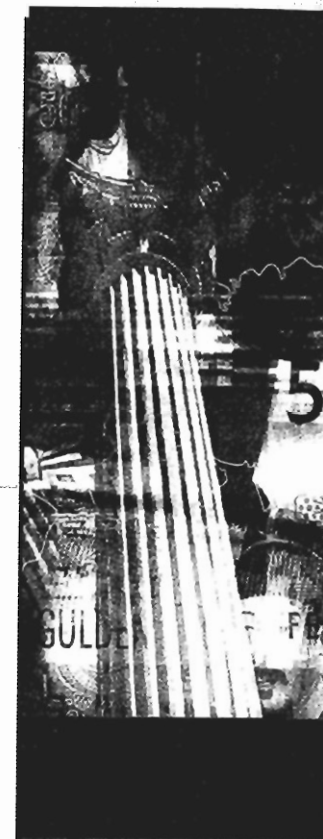
MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

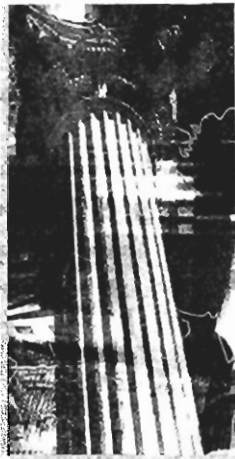
DEO IV

Arhitektura finansijskog sistema



Poglavlje 14	Razumevanje finansijskih ugovora	281
Poglavlje 15	Regulisanje tržišta i institucija	307
Poglavlje 16	Kreiranje finansijskog sistema	331

Razumevanje finansijskih ugovora



Ako razmišljate o ostvarenju američkog sna da vodite porodičnu firmu, neophodno je da pročitate ovo poglavlje. Čak i ako vaš profesor to i ne traži - pročitali ga. Puno ćete saznati o finansijskim ugovorima, koji su važna oblast ukoliko ikada zaželite da pregovarate o bankarskom kreditu. Šire posmatrano, finansijski ugovori su lepilo koje drži finansijski sistem na okupu.

U Delu II ove knjige ispitati smo kako funkcionišu finansijska tržišta. U Delu III ispitati smo kako funkcionišu posrednička tržišta. Sada, u Delu IV, obuhvatamo sve gore navedeno pod kišobranom nazvanim *arhitektura finansijskog sistema* da bismo mogli da sagledamo kako funkcioniše finansijski sistem kao celina. Mada u ovom delu knjige otvaramo veliki broj pitanja, jedno od najvažnijih se odnosi na relevantne prednosti i nedostatke **tržišno orijentisanog sistema**, koji postoji u Sjedinjenim državama u odnosu na posrednički **bankarsko orijentisani sistem**, koji postoji u Nemačkoj. Možemo zatim da izvučemo implikacije za razvoj ekonomije u Istočnoj Evropi i Aziji. Treba li ove zemlje da primene model Sjedinjenih Država ili Nemačke?

Prvo moramo da razmotrimo predmet finansijskih ugovora. Kao što smo napomenuli u poglavlju 11, neki zajmoprimci dobijaju sredstva direktno sa finansijskih tržišta korišćenjem hartija od vrednosti kojima se trguje, dok drugi zajmoprimci moraju da dobiju sredstva od finansijskih posrednika koristeći finansijske ugovore kojima se ne trguje. Ovi finansijski ugovori kojima se ne trguje sačinjavaju se posebno da odgovaraju karakteristikama zajmoprimaca. Sada je vreme da ispitamo precizno šta to znači. U ovom poglavlju fokusiraćemo se prvenstveno na poslovno finansiranje, gde razlike u ugovaranju mogu da budu drastične u pogledu toga kako nastaju finansijski instrumenti i kakve su karakteristike ugovora. Veliki deo ovog izlaganja potiče od našeg

starog prijatelja iz poglavlja 11, *asimetrične informacije*, ili preciznije problema vezanih za raspoloživost informacija o zajmoprimcima koji traže finansijska sredstva. Ukratko ćemo primeniti ovu analizu na finansiranje potrošača da bismo osvetlili ključne razlike u odnosu na finansiranje firmi i da bismo ispitali limite sekuritizacije oba tržišta koje postavljaju obaveze finansijskog ugovaranja.

U sledeća tri poglavlja upotpunićemo našu analizu arhitekture finansijskog sistema. U poglavlju 15 ispitujeemo regulisanje posredničkih tržišta i finansijskih tržišta u Sjedinjenim Državama. Posle toga, spremni smo da analiziramo ukupnu konstrukciju finansijskog sistema u poglavlju 16, koje se fokusira na poređenje američkog finansijskog sistema sa nekoliko drugih velikih ekonomija. Ovu komparaciju koristimo kao osnovu za ispitivanje alternativnih načina za postizanje fundamentalnog cilja da se sredstva dobiju od štediša kreditora za zajmoprime - potrošače na najefikasniji mogući način. Iz ovoga proizilazi, međutim, da arhitektura finansijskog sistema nije statična; već smo videli da američki finansijski sektor danas nije isti kakav je bio 1950-tih godina.

Kako firma pribavlja finansijska sredstva

Firmama su sredstva potrebna iz raznih razloga. Moraju da finansiraju trajni kapital kao što su fabrika i oprema. Ponekad su im sredstva potrebna da finansiraju preuzimanja neke druge firme. Mnogim firmama su sredstva potrebna da finansiraju svoje zalihe i svoja potraživanja na računu.¹ Mada su potrebe za finansiranjem zajedničke za kompanije svih veličina, način kako svaka pojedinačna firma ostvaruje finansiranje i tržišta kojima pristupaju razlikuje se direktno u zavisnosti od veličine firme. Iz ovog razloga, posebno ćemo razmatrati kako male, srednje i velike firme pribavljaju finansijska sredstva.

Finansiranje malih firmi

Pre nego što proučimo male, srednje i velike kompanije, prvo ćemo definisati ove kategorije. Na žalost, ne postoji univerzalna definicija. Bord Federalnih rezervi, prilikom svog nadzora malih firmi, koristi broj zaposlenih kao merilo veličine firme. Po mišljenju Fed-a firma sa manje od 500 zaposlenih smatra se malom. Problem ove definicije je što postoje neke relativno velike firme sa manje od 500 zaposlenih. Mi radije prihvatamo definiciju koja se bazira na veličini

¹ Potraživanja su sredstva koja firmi duguju njeni klijenti (kojima je firma odobrila „trgovinski kredit“).

aktive, zato što je veličina aktive verovatno najvažniji faktor za utvrđivanje gde će firma tražiti eksterno finansiranje. Naš presek za male firme je aktiva od \$10 miliona.²

Kako izgledaju firme sa aktivom manjom od \$10 miliona? Statistički, ogromna većina tih firmi su u privatnom vlasništvu (one ne emituju akcije kojima se javno trguje), a vlasništvo je koncentrisano u jednoj porodici. Pored toga, njima pretežno upravljaju njihovi vlasnici. U njih spada sve od prodavnica jogurta do malih tekstilnih proizvođača.³

Mnogim malim firmama nije potrebno eksterno finansiranje sem trgovinskog kredita, odnosno odloženog plaćanja koje nude dobavljači kompanije. Neke male firme, koje su stalno profitabilne tokom dužeg vremenskog perioda, raspolazu sa dovoljnim kapitalom za samofinansiranje. Međutim, mnoge male firme ne mogu sebi da priušte taj luksuz i prisiljene su da traže eksterno finansiranje. Ovo finansiranje najmanjim firmama omogućava se putem kreditnih kartica vlasnika. Za one koje nisu najsitnije, banke su najverovatniji izvor eksternog finansiranja, mada i komercijalne finansijske kompanije takođe daju pozajmice malim rizičnijim firmama.

Banke pružaju finansiranje obrtnog kapitala putem posebno ugovorenog kratkoročnog kredita ili putem **kreditne linije (L/C)**. *Finansiranje obrtnog kapitala* se odnosi na finansiranje potraživanja i zaliha. Kada se radi o posebno ugovorenom kratkoročnom kreditu, banka odobrava jednokratni kredit sa kratkim rokom dospeća, najčešće do 90 dana. U okviru L/C banka pruža kreditni *kapaci-*

² Najveći deo našeg izlaganja o finansiranju malih firmi bazira se na podacima iz Nacionalnog pregleda o finansiranju malih firmi koje je sproveo bord Federalnih rezervi i Uprava malih firmi 1988 - 1989. godine. Ovaj pregled je jedinstven među serijama podataka o firmama u tome što sadrži detaljne informacije o karakteristikama firmi obuhvaćenih pregledom i karakteristike finansijskih ugovora koje su te firme koristile za svoje finansiranje.

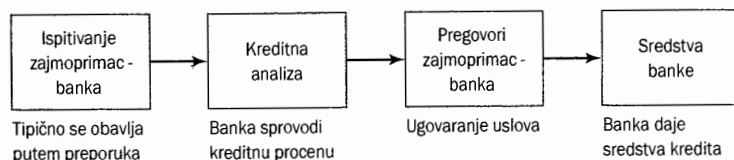
³ Brojčano, malo je firmi koje odstupaju od ovog profila a to su nove kompanije sa novim proizvodima ili tehnologijama i koje prolaze rane faze svog razvoja. Preduzetnici koji osnivaju ove kompanije mogu da se obrate individualnom investitoru visoke neto vrednosti za finansiranje kapitala u vrlo ranoj fazi. Ovi investitori se nazivaju „anđeli“ i ova vrsta investiranja akcijskog kapitala (ponekad do \$1 milion) naziva se „**anđeosko finansiranje**“. Možda će se preduzetnik posle jedne ili dve godine, ako je uspešan, obratiti fondu za rizični kapital za više eksternog kapitala. Fondovi za rizični kapital pružaju finansiranje kapitala, obično između \$1 milion do \$5 miliona, uglavnom pod uslovom da menadžeri fonda aktivno učestvuju u upravljanju firmom. Zbog velikog rizika, većina ovakvih kompanija na kraju propadnu. Za one koje su uspešne, međutim, investitor venčer kapitala dobija lepu nagradu kada kompanija postane „javna“ u inicijalnoj javnoj ponudi (IPO). Kao što smo naveli u poglavlju 13, IPO se javlja kada se akcije kompanije prvi put prodaju javno, uz mobilisanje sredstava često u rasponu od \$5 do \$20 miliona. Sredstvima od prve javne ponude (IPO) isplaćuju se fond za rizični kapital i preduzimač koji je započeo poslovanje kompanije. Mada startup firme finansirane rizičnim kapitalom predstavljaju neznatan deo populacije malih firmi, njihova orijentacija ka novim proizvodima / novoj tehnologiji čini da su ekonomski značajne izvan proporcija jer predstavljaju Microsofte budućnosti. Za dalje izlaganje o privatnom akcijskom kapitalu i preduzetničkom investiranom kapitalu pogledajte tekst Silvije B. Sagari i Gabriele Guidotti, „Venture Capital: The Lessons from the Developed World for the Developing Markets“ in *Financial Markets, Institutions & Instruments* 1, 1992. i George W. Fenn, Neille Liang i Stephen Prowse, „The Economics of the Private Equity Market“, Federal Reserve Board *Staff Study* 168 (1995).

tet za određen vremenski period. Na primer, L/C na \$1 milion daje firmi zajmoprimcu unapred odobrenu mogućnost da uzme kredit do iznosa od \$1 milion u bilo kom momentu u toku godine. Firma uzima kredit i plaća kamatu samo kada joj je potreban novac. Ona može da pozajmi iznos od \$200.000 na dve nedelje i da ga onda otplati, u kom slučaju plaća kamatu samo na dve nedelje. Kada se L/C odobri, firma zajmoprimac može da *povlači* sredstva jednostavnim telefonskim zahtevom. Firme kojima je stalno potrebno finansiranje obrtnog kapitala obično daju prednost kreditnim linijama. Tako je manja glavobolja u vezi sa dobijanjem odobrenja od banke koje je uvek potrebno kada se traži kredit. Kreditna linija obezbeđuje neku vrstu osiguranja u odnosu na „*racionisanje kredita*“, što znači da banka mora da izvršava svoju obavezu po odobrenom kreditu, čak i ukoliko želi generalno da obustavi odobravanje novih kredita.⁴

Pored kredita za obrtni kapital, banke takođe finansiraju male kompanije za kupovinu ili zakup fabrika ili opreme. Ročnost ovih kredita je uglavnom kraća od trajanja samih osnovnih sredstava.

Postupak komercijalnih banaka kod odobravanja kredita dat je na slici 14.1. Prvi korak obuhvata bančino finansiranje prihvatljivo za zajmoprimca. Kada je vlasnik male firme nezadovoljan radom banke, on će se obratiti svom finansijskom savetniku od najvećeg poverenja. To obično znači, u dobru i zlu, njegovom računovođi. Dobar računovođa ima odnegovane odnose sa kreditnim referentima u raznim bankama i preporučuje dvojicu ili trojicu. Prema tome, prvi korak kod ugovaranja kredita sa bankom, „*ispitivanje zajmoprimac - banka*“ na slici 14.1 obično se obavlja na osnovu preporuka - najčešće preko računovođe firme, a ako ne preko računovođe onda preko advokata firme.

Kada se uspostavi kontakt, bančin kreditni referent sprovodi kompletnu kreditnu analizu zajmoprimca. Ovo obično počinje sa pregledom finansijskih izveštaja zajmoprimca posle čega ubrzo sledi poseta poslovnom sedištu zajmoprimca. Tokom te posete kreditni referent pokušava da proceni menadžersku snagu i slabosti vlasnika/menadžera. Ova poseta pruža priliku vlasniku/menadžeru da se sretne sa budućim kreditnim referentom i da proceni njegovu sposobnost (što važi za jednu stranu važi i za drugu).



SLIKA 14.1 Nastajanje bančinog kredita

⁴ Za dalju diskusiju o racionalisanju kredita pogledajte: Allen N. Berger i Gregory F. Udell, „Some Evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing“ u *Journal of Political Economy* 100 (October 1992). Pp. 1047-1077.

Obično će kreditni referent tražiti dopunske informacije o firmi da bi mogao da proceni njene buduće mogućnosti. Ovde se uključuje i informacija o proizvodu ili uslugama firme, kao i o njenim klijentima, dobavljačima, proizvodnim mogućnostima i dotadašnjem poslovanju. Mogu se uključiti i dopunske finansijske informacije, kao što su projekcije novčanih tokova i sa kompjutera odštampani izveštaji o potraživanjima, dugovanjima i zalihama. Pored ovoga, kreditni referent može da kupi **kreditni izveštaj** od komercijalne kreditne agencije, kao što je Dunn & Bradstreet, koji sadrži razne informacije uključujući da li firma na vreme plaća svoje račune i da li postoji bilo koja parnica u toku. U ovom postupku kreditne procene kreditni referent će verovatno pitati vlasnika/menadžera više puta da bi razjasnio prikupljene informacije - pa prema tome ne budete nervozni kada telefon zvoni i kada je na liniji kreditni referent.

Banka zatim mora interno da odobri zajam. Ako je kredit relativno mali, kreditni referent može imati ovlašćenje da ga sam odobri. Veći krediti mogu zahtevati odobrenje viših kreditnih referenata. U većini banaka, kredite iznad određenog iznosa mora da odobri **kreditni odbor** koji se najčešće sastoji od menadžera banke i kreditnih referenata. Ako kredit zahteva odobrenje odbora, kreditni referent će prezentirati zajam odboru i pokušaći da uveri članove odbora da zajam treba da bude odobren.⁵ Kreditni referent verovatno pregovara o uslovima sa vlasnikom/menadžerom pre sednice kreditnog odbora pod pretpostavkom da će konačan ugovor biti odobren. Kreditni odbor može onda da prihvati, odbaci ili izmeni predlog o kreditu. Kada se odobre svi detalji, kredit se finansira, što znači da ćete dobiti novac i imati čast da počnete da plaćate kamatu.

Nekoliko karakteristika kredita za male firme razlikuju ih od kredita većim kompanijama. Kao prva odluka, možda je najvažniji poslovni odnos koji se razvija između kreditnog referenta i vlasnika/menadžera tokom procesa nastajanja kredita. Vremenom ovaj odnos će se razvijati jer kreditni referent prati poslovanje zajmoprimca i procenjuje buduće zahteve za kreditom. Bankari imaju prednost u razvijanju poslovnih odnosa sa svojim poslovnim zajmoprimcima zato što banke pružaju celokupan meni usluga, kao što su tekući računi, penzioni računi, trast poslovi i obrada platnih spiskova. Zato je bankama lakše da saznaju sve o kompaniji i njenom vlasniku/menadžeru. Nije čudno, prema tome, što će male firme, koje imaju dugotrajne poslovne odnose sa bankom plaćati, prosečno nižu kamatnu stopu po svojim kreditima kod banke i što će biti manje zavisne od skupih trgovinskih kredita eksternog finansiranja.⁶

⁵ Malo banaka nema kreditne odbore. Ove banke daju pojedinim kreditnim referentima ovlašćenje za odobravanje kredita, obično u zavisnosti od njihovog položaja. Ponekad se za velike kredite traži odobrenje od dva kreditna referenta. Vidite Gregory F. Udell, „Designing the Optimal Loan Review Policy: An Analysis of Loan Review in Midwestern Banks“ *Prochnow Reports* monograph 1987.

⁶ Vidite Mitchell N. Petersen i Raghuram G. Rajan, „The Effect of Credit Market Competition on Firm - Creditor Relationship“ University of Chicago working paper (February 1993); Mitchell N. Petersen i Raghuram G. Rajan, „The Benefits of Firm - Creditor Relationship“, *Journal of Finance* 47 (March 1994), pp. 3-37; and Allen N. Berger and Gregory F. Udell, „Relationship Lending and Lines

Druga izrazita odlika kredita za male firme je priroda samog ugovora o kreditu; posebno uslova ugovora. Krediti malim firmama se vrlo često kolateralizuju i često ih garantuju vlasnici/menadžeri a često sadrže i restriktivne klauzule. Razmotrimo svaki od ovih pojmova.

Više od jedne trećine svih L/C malim firmama su **kolateralizovane** tj. obezbeđene potraživanjima i zalihama. Tipično, rizičnije firme koje traže L/C obavezne su da *založe* ovu aktivu kao kolateral. Većina kredita za kupovinu zgrada i opreme, bez obzira na rizik firme, obezbeđuje se zgradom i opremom kupljenom tim sredstvima. Kada kompanija založi kod kreditora deo ili celokupnu aktivu kao kolateral, taj kreditor tada ima povoljniju poziciju od drugih kreditora ukoliko kompanija ode u stečaj. **Obezbeđeni kreditor** ima pravo da podnese stečajnom sudu zahtev da proda kolateral i da iskoristi sredstva za naplatu svog kredita (ili da dobije ekvivalentnu vrednost). Ako sredstva od prodaje kolaterala nisu dovoljna, tada preostali iznos dobija status **neobezbeđenog kredita** sa pravom potraživanja istim koje važi i za sve druge neobezbeđene zajmove. Ako sredstva od prodaje kolaterala prekorače neizmireni saldo obezbeđenog zajma, tada će se raspoloživi višak iskoristiti da se isplate neobezbeđeni zajmodavci.⁷

Nije neuobičajeno kod kreditiranja male firme da banka zahteva da vlasnik/menadžer založi deo svoje *lične aktive* kao kolateral. Ova vrsta kolaterala se naziva *spoljni* kolateral zato što on predstavlja založeni kapital izvan okvira firme. To je sasvim različito od zalaganja aktive kompanije ili *unutrašnjeg* kolaterala, kao što su potraživanja i zalihe, zato što sa unutrašnjim kolateralom banka dobija obezbeđenje na teret drugih kreditora firme, dok sa spoljnim kolateralom banka dobija obezbeđenje na teret vlasnika/menadžera. Akcije, obveznice i nekretnine su tipični vidovi spoljnog kolaterala.

Još jedna karakteristika koja se često nalazi u kreditima malim firmama jeste zahtev da vlasnik firme zajmoprimca *garantuje* kredit kompanije. Kada banka traži od vlasnika/menadžera da lično garantuje kredit, vlasnik će postati *lično odgovoran* za bilo koji neplaćeni iznos. Da bi procenila vrednost garancije vlasnika, banka često traži lični finansijski izveštaj u kome je navedena lična aktiva vlasnika/menadžera, obaveze i prihod. Oko 40 procenata od iznosa svih L/C malim firmama **lično garantuju** vlasnici.⁸

Bančini zajmovi malim firmama često sadrže **restriktivne klauzule**. Klauzule su u suštini obećanja koja kompanija daje banci. Mnoge klauzule ograniča-

of Credit in Small Firm Finance", *Journal of Business* (July 1995) pp. 351 - 381.

7 Komercijalne finansijske kompanije kreditiraju rizičnije male i srednje firme u vidu kolateralizovanih kredita i L/C.

8 Treba napomenuti da postoji mala ali važna razlika kada vlasnik/menadžer lično garantuje i kada založi spoljni kolateral. U oba slučaja vlasnik/menadžer izlaže riziku svoju imovinu. Međutim, sa ličnom garancijom, vlasnik/menadžer i dalje ima kontrolu nad svojom aktivom. Ali, ako založi bilo koju aktivu kao spoljni kolateral, neće moći da je proda bez bančine dozvole. Na primer, kada se lične akcije i obveznice koriste kao kolateral, one se čuvaju u trezoru banke. Ponekad banka traži da vlasnik/menadžer garantuje zajam a i da založi neku svoju aktivu kao spoljni kolateral.

vaju određene vrste mera ili strategija. Na primer, kompaniji može da se zabrani da prodaje izvesna osnovna sredstva ili da troši suviše novca na nova osnovna sredstva. Kompaniji može biti zabranjeno da akvirira druge kompanije. Može biti zabranjeno da plaća vlasniku/menadžerima previše na ime dividendi i/ili plate ili da zalaže aktivu firme kao kolateral nekoj drugoj kompaniji. Da bi se pomoglo banci da prati primenu klauzula, firma mora da podnosi banci *revidovane* finansijske izveštaje. To su finansijski izveštaji koje pripremaju registrovane javne računovođe koji *verifikuju* da cifre prikazuju pravo stanje kompanije. Izrada revidovanih finansijskih izveštaja je skupa. Oni su prohibitivno skupi za većinu kompanija sa aktivom znatno ispod \$1 milion, zbog čega klauzule nisu moguće kod kompanije ispod ovog iznosa.

Generalno, klauzule se odnose na postupke koji ukazuju da je kompanija postala rizičnija. Kada se prekrši klauzula banka tipično ima pravo da traži promptno vraćanje kredita. Prekršaj, ili potencijalni prekršaj, klauzule može da se dogodi iz jednog od sledeća dva razloga - kompanija ima finansijski problem ili želi da se bavi novom aktivnošću koja je u tom momentu zabranjena. Ako je razlog finansijski problem, kršenje klauzule daje pravo banci da prekine svoj gubitak i da ne čeka dospeće kredita ili L/C.

U najvećem broju slučajeva, kršenje klauzule je namerno: kompanija želi da radi nešto novo. Vlasnik/menadžer će pokušati da ubedi banku da će nova strategija povećati vrednost firme. Bančinom kreditnom referentu je, međutim, potreban dokaz da nova strategija neće učiniti kredit rizičnijim. Da bi obavio ovu procenu on će verovatno sprovesti temeljno ispitivanje slično prvoj analizi kredita. Ukoliko nova strategija ne čini kredit rizičnijim on će zanemariti ili ublažiti klauzulu. Ako nova strategija povećava rizičnost kredita, tada će kreditni referent ili odbiti zahtev da se zanemari klauzula ili će ponovo pregovarati o uslovima zajma (ili L/C) da bi se uzeo u obzir ovaj rizik.

Jedna druga karakteristika kredita malim firmama je da ročnost kredita retko prelazi pet godina. O razlogu za ovu, relativno kratku, ročnost u poređenju sa dužim rokovima za kredite većih kompanija diskutovaćemo u nastavku.

Pre nego što završimo sa temom finansiranja malih firmi, želimo da kažemo nešto o *vrlo* malim firmama, kao što je vaša lokalna pekara ili perionica. Za firme sa aktivom ispod \$100.000 finansiranje spolja postaje vrlo različita utakmica. U okviru ovog reda veličine vrlo je teško uočiti razliku između aktivnosti firme i aktivnosti vlasnika/menadžera. Na primer, mnoge firme ovog reda veličine efektivno se finansiraju preko ličnih kreditnih kartica i kreditnih linija. Vlasnik/menadžer često posluje bez jasne razlike između računa firme i ličnih računa. Shodno tome, banke će često zasnivati kredite kompanijama ove veličine na kreditnoj sposobnosti pojedinca a ne na posebnoj proceni kompanije.

Finansiranje srednjih firmi

Odabiramo raspon aktive od \$10 miliona do \$150 miliona da definišemo srednje firme zato što su kompanije koje spadaju u ovu kategoriju aktive, obično dovoljno

velike da više ne zavise od banke za finansiranje eksternim dugom ali nisu dovoljno velike da emituju dug kojim se trguje na javnom tržištu obveznica. Mada ove kompanije obično ne mogu da emituju obveznice, neke od njih su verovatno u javnom vlasništvu - što znači da mogu da emituju akcijski kapital na primarnom tržištu kojim se trguje van berze (OTC). Prema tome, nekim srednjim kompanijama upravlja neko drugi a ne vlasnik dok nekim upravlja sam vlasnik.

Za kratkoročno finansiranje duga, srednje kompanije kao i male firme, u principu obraćaju se komercijalnim bankama. Nastajanje bankarskih kredita srednjim firmama slično je sa postupkom koji smo opisali za male firme. Kao i male firme, srednje kompanije koje su na donjem kraju raspona po veličini teže da se zadužuju kod lokalnih banaka *ako su* lokalne banke dovoljno velike da bi pružile potrebno finansiranje, dok je verovatnije da će veće srednje kompanije da traže finansiranje od nelokalnih banaka.

Bankarske L/C srednjim kompanijama tipično sadrže klauzule iste vrste o kojima smo već diskutovali gore. Restriktivnost ovih klauzula varira prema rizičnosti i veličini zajmoprimaca - manje i rizičnije firme imaju restriktivnije klauzule, uz sve ostalo isto. Od rizičnijih srednjih firmi može se zahtevati da založe kolateral da obezbede svoje L/C.

Srednje firme se razlikuju od malih firmi na jedan vrlo značajan način. One imaju pristup finansiranju dugoročnog duga (sem kredita za opremu i hipoteke), kao što je finansijski paket njihovih komercijalnih banaka u kome se kombinuje L/C sa srednjoročnim kreditom. Ovi paketi se često nazivaju **revolving kreditne linije**. Tipičan primer predstavlja kompanija koja dobije kreditnu liniju od \$20 miliona na tri godine sa mogućnošću da konvertuje bilo koji deo te linije u petogodišnji zajam.

Često dugoročno finansiranje duga srednjim kompanijama pružaju nebankarske institucije. Fondovi za mezaninski dug, o kojima je bilo reči u poglavlju 13 pružaju dugoročan dug srednjim kompanijama na donjem kraju srednjeg raspona. Mnogo važniji izvor finansiranja dugoročnog duga srednjih kompanija je tržište **privatnog plasmana**.⁹ Privatni plasman je obveznica (u našem slučaju) koja ne mora da se registruje kod Komisije za hartije od vrednosti. Privatni plasmani, prema tome, izbegavaju troškove registracije kod Komisije za hartije od vrednosti, (o ovim troškovima diskutovaćemo kasnije u ovom poglavlju) i one izbegavaju *javno* obelodanjivanje finansijskih informacija koje se traži za registrovane obveznice. Međutim, privatni plasmani mogu da se prodaju samo finansijskim institucijama i „s sofisticiranim“ investitorima sa velikom sopstvenom neto vrednošću, ali investitori uglavnom, ne mogu da ih preprodaju u periodu od najmanje dve godine. Ukratko, ne postoji javno sekundarno tržište za privatne plasmane hartija od vrednosti. Više od 80 procenata svih privatnih pla-

9 Veliki deo naše diskusije o tržištu privatnog plasmana hartija od vrednosti uzet je iz „The Economic of the Private Placement Market“, Federal Reserve Board *Staff Study* 165, Mark Carey, Stephen Prowse, John Rea i Gregory Udell (1993).

smana kupuju kompanije za životno osiguranje a najveći deo ovih plasmana se zadržava do konačnog dospeća.

Ako želite da mobilizujete više novca putem privatnog plasmana, treba dobro da mislite na veliko. Skoro sve emisije prekoračuju \$10 miliona, tako da ovaj izvor sredstava generalno nije dostupan malim firmama. Firme sa pristupom ovom tržištu ostvaruju svoje kratkoročno finansiranje kod komercijalne banke, kako je gore opisano, a dugoročno finansiranje (obično preko sedam godina do dospeća) emitovanjem privatnog plasmana. Kao i kod kredita komercijalnih banaka, privatni plasmani imaju klauzule samo što su one nešto „labavije“ (manje restriktivne) od klauzula kod bankarskih kredita.¹⁰ Uslovi tipičnog privatnog plasmana se *renegociraju* jednom ili više puta tokom njegovog trajanja, obično zbog toga što kompanija želi da se usmeri na neku novu strategiju kojom bi mogla da se prekrši jedna ili više klauzula. Mnogi privatni plasmani su kolateralizovani. Generalno, što su zajmoprimci rizičniji to su klauzule restriktivnije i veća je verovatnoća da će se kolateral založiti.

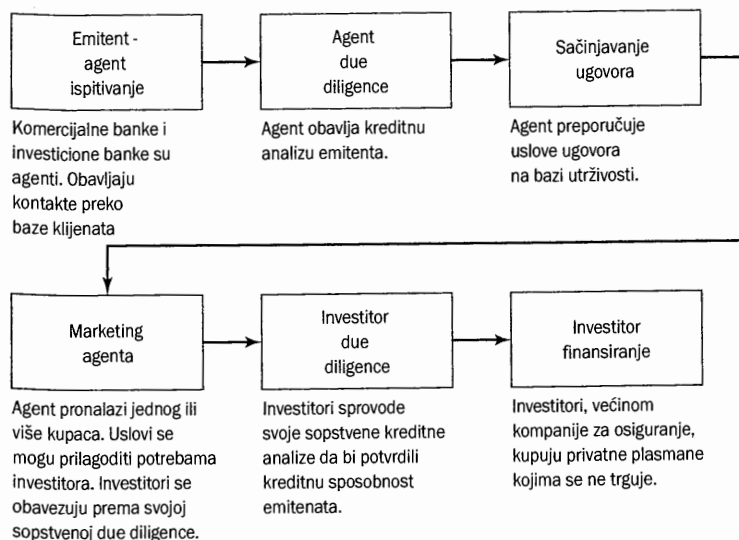
Kao što je prikazano na slici 14.2 privatni plasmani nastaju na vidno drugačiji način od kredita komercijalnih banaka. Posebno, privatni plasmani se emituju preko agenata, komercijalnih banaka ili investicionih banaka, koji strukturiraju ugovor i utružuju ga investitorima kao što su bogati pojedinci i kompanije za životno osiguranje. Isplati se angažovati agenta i platiti njihove (često preterane) naknade jer su agenti daleko bolje informisani o tekućim cenama i ukusima investitora od kompanije emitenta. Komercijalne banke i investicione banke aktivno traže klijenta, redovno se obraćajući srednjim i velikim kompanijama pokušavajući da im prodaju svoju ekspertizu za privatne plasmane.

Kada emitent izabere agenta, slika 14.2 pokazuje da agent vrši **due diligence**. To je moderni izraz za ukupnu kreditnu analizu zajmoprimca ali pošto je u modi više košta. Due diligence obuhvata ocenjivanje kvaliteta menadžmenta firme, njeno finansijsko stanje, njen marketing i proizvodne sposobnosti, kao i ukupnu procenu njenih finansijskih potreba. Krajnji rezultat je zvaničan kreditni rejting od agencije za kreditni rejting ili od stručnjaka Nacionalne asocijacije komesara osiguranja (opšta organizacija državnih regulatora osiguranja).

Sledeći korak je da se zaokruži paket uslova ugovora koji će biti atraktivan za investitore, uključujući kamatnu stopu, ročnost, klauzule i druge posebne uslove koji mogu biti potrebni. Da bi se emisija prodala, **memorandum o ponudi i dokument o uslovima** šalju se potencijalnim investitorima - ponovo najviše kreditnim referentima većih osiguravajućih društava za životno osiguranje. Memorandum o ponudi sadrži informacije o firmi i svrhu emisije, kao i kratak dokument o uslovima ugovora. Mudra strategija za prodaju emisije je da se angažuje neko veliko društvo za životno osiguranje koje će preuzeti najveći deo

10 Tipično ovde se javljaju klauzule o *unakrsnoj docnji* u bančinom kreditu i ugovorima o privatnom plasmanu koje daju pravo imaoocu privatnog plasmana da objavi neizvršenje ako bankarski kredit bude u neizvršenju (zbog kršenja klauzule) i obrnuto.

posla a da se zatim preostali deo ponudi nekolicini manjih društava za životno osiguranje.



SLIKA 14.2 Formiranje privatnih plasmana.

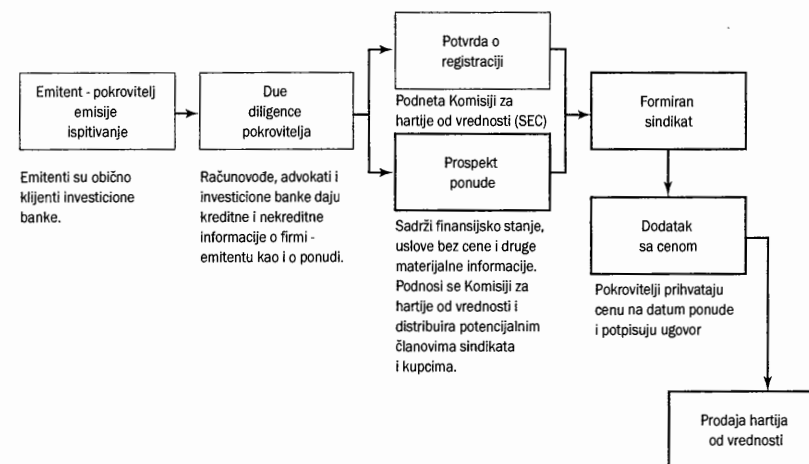
Kada se emisija probno plasira, investitori obavljaju svoju ličnu due diligence. Možda izgleda da je ovo suvišno, ali ovde je cilj da se verifikuju informacije prenete investitorima u memorandumu o ponudi i da se investitorima pruži mogućnost da se sretnu sa menadžmentom firme. Ceo proces uzima oko šest do osam nedelja a rezultat je „skrojen ugovor“ koji, slično ugovoru o kreditu komercijalne banke, zadovoljava potrebe investitora i potrebe zajmoprimaoca.

Finansiranje velikih firmi

Kompanija sa kapitalom preko \$150 miliona kvalifikuje se kao „velika firma“ uglavnom zato što sa približno takvim kapitalom postaje sposobna da uđe na tržište *javnih* obveznica. Za velike banke je atraktivno finansiranje duga na tržištu *javnih* obveznica zato što *likvidni instrumenti* mogu da se izdaju sa nižim prinosom nego nelikvidni, netrgovinski instrumenti (kao što su privatni plasmani i zajmovi komercijalnih banaka). Ova razlika u prinosu se javlja zbog likvidnosti, o kojoj je diskutovano u poglavlju 6, zato što investitori traže kompenzaciju za kupovinu hartije od vrednosti koju ne mogu lako da prodaju na sekundarnom tržištu.

Zašto onda manje kompanije izdaju obveznice na javnom tržištu? Jedan od razloga je što raspodela troškova zajedno sa garantovanjem javne emisije je mnogo više od raspodele troškova na privatnim tržištima. Do ovoga dolazi zato što je prodaja novog privatnog plasmana solidnoj kompaniji za životno osiguranje mnogo lakša od prodaje obveznice stotinama (a ponekad hiljadama) raznih investitora kao i zbog znatnih troškova koji se javljaju u vezi sa registrovanjem obveznice kod Komisije za hartije od vrednosti (SEC). Izložićemo kasnije detalje registracije kod Komisije za hartije od vrednosti (SEC), ali zbog nekih fiksnih troškova registracije opada cena po dolaru prema veličini emisije za garantovanje obveznice kojom se javno trguje. Za emisije znatno ispod \$100 miliona, niži su troškovi raspodele na tržištu privatnog plasmana (uglavnom honorar agenta) od obračunate premije likvidnosti.

Slika 14.3 pokazuje postupak izdavanja korporacijske obveznice. Prvo, emitent bira pokrovitelja emisije, obično investicionu banku. Ali do nedavno solidne komercijalne banke su takođe dolazile u obzir. Pokrovitelji emisije aktivno nude svoje usluge kompanijama koje su dovoljno velike za emisiju obveznica na javnom tržištu. I oni će opsedati velike firme pokušavajući da preporuča svoje usluge.



SLIKA 14.3 Pokroviteljstvo hartija od vrednosti

Kada firma izabere svog kandidata, ovaj će obaviti due diligence uglavnom na isti način kao agenti na tržištu privatnih plasmana. Ipak, postoje neke razlike. Na javnom tržištu obveznica postupak due diligence kulminira u zvaničnom dokumentu koji se zove **potvrda o registraciji**, a ne u memorandumu o prodaji privatnog plasmana na tržištu. Potvrda o registraciji mora da odgovara poseb-

nim propisima za prikazivanje informacija. Uz izveštaj o registraciji uključen je **prospekt ponude** za emisiju hartija od vrednosti (**ili preliminarni prospekt**) u kome se nalaze sve relevantne činjenične informacije o firmi i njenom finansiranju. Potvrdu o registraciji prihvataju pokrovitelji emisije, računovođe i advokati firme - emitenta, a svi oni, kada potpišu dokument, postaju odgovorni za eventualno lažno prezentiranje činjenica. Razlika između **prospekta** za emisiju javnih obveznica i *memoranduma o ponudi za prodaju* privatnog plasmana je u tome što prospekt ne sme da sadrži bilo koje projekcije o budućnosti kompanije dok takva ograničenja ne postoje za memorandum ponude za prodaju.

Kada Komisija za hartije od vrednosti odobri izveštaj o registraciji, obveznica može da se distribuirati. Sindikat pokrovitelja formira menadžer pokrovitelj emisije da bi podelio odgovornost za distribuiranje hartije od vrednosti kao i rizik pokroviteljstva emisije. Rizik pokroviteljstva emisije javlja se kada pokrovitelji dostave emitentu čvrstu obavezu da će se obveznice prodati po ugovorenoj ceni za izvršenje obaveze, koja implicitno predstavlja kamatnu stopu na obveznicu. Ako pokrovitelji emisije prodaju obveznice po nižoj ceni, oni moraju da nadoknade gubitak. To znači da pokrovitelji kupuju obveznice po ceni za izvršenje obaveze i pokušavaju da ih prodaju (nadaju se) po nešto višoj od ponuđene cene. Razlika između ponuđene cene i cene za izvršenje obaveze je naknada pokrovitelja emisije, **ili spred pokroviteljstva emisije**. Pokrovitelji pokušavaju da maksimalno smanje svoj rizik tako što će čekati da utvrde cenu za izvršenje obaveze neposredno pre pokroviteljstva (obično ujutru na dan podnošenja ponude). Ako je sve u redu, emisija se distribuirati kroz jedan ili dva dana i pokrovitelji zarađuju spred. Ponekad, ipak, velika promena uslova na tržištu ili neki poseban događaj u kompaniji može da spreči pokrovitelja da proda emisiju po ponuđenoj ceni a zbog gubitaka spred će se smanjiti.

Još jedan razlog zašto male i srednje kompanije ne emituju javne obveznice na tržištu je problem da se visoko restriktivne klauzule inkorporišu u obveznice kojima se javno trguje. Postoji opravdan razlog za ovo. Pošto obveznice često poseduju hiljade raznih investitora, ponovno ugovaranje klauzula, koje je kako smo gore videli, često neophodno, krajnje je teško obaviti. Shodno tome, restriktivne klauzule koje su potrebne kada se radi o finansiranju malih i srednjih kompanija ne mogu da se obezbede za emisiju javnih obveznica - čak i ako bi emitovanje malog iznosa obveznica bilo troškovno efikasno (što nije slučaj).

Najveća izmena postupka za pokroviteljstvo izvršena je 1982. godine kada je Komisija za hartije od vrednosti (SEC) reagujući na konkurenciju emitenata na velikom neregulisanoj tržištu euroobveznica, donela Pravilo 415, poznato takođe kao **registracija na polici**. Registracija na polici omogućava emitentu da registruje dolarski okvir kod Komisije za hartije od vrednosti (SEC), a zatim da povuče ova sredstva (uzima obveznice „sa police“) u bilo kom momentu bez podnošenja dodatnih zahteva za registraciju. Na primer, ako kompanija raspolaze sa registracijom na polici od \$2 milijarde, može sutradan da emituje \$1 milijardu, a zatim da povuče drugi iznos od \$500 miliona posle šest meseci a zadnjih \$500 miliona sledeće godine. Emitenti koji imaju registraciju na polici mogu

odmah da reaguju na promene uslova na tržištu. Sve što emitent treba da uradi jeste da pozove nekoliko investicionih banaka da bi pribavio konkurentne kupovne kurseve i da bi obavio kompletnu transakciju za nekoliko časova. Investicione banke procenjuju kamatnu stopu koju određuje ponuda i tražnja pozivajući više velikih institucionalnih investitora (investicione fondove, penzione fondove i društva za životno osiguranje) pre nego što se pojavi kupovni kurs. Pokrovitelj koji pobedi formira vrlo mali sindikat i prihvata se posla. U mnogim slučajevima, sindikat se formira *posle* pobede investicione banke. Ovo se naziva **kupljen posao - čvrsta obaveza preuzimanja emisije**, koja se javlja zbog konkurentskog pritiska da se posao brzo obavi.

Suprotno malim i srednjim kompanijama, velike kompanije, sa dobrim kreditnim rejtingom, žele da se pojavljuju na tržištu komercijalnih papira radi kratkoročnog finansiranja. Mnogi emitenti velikih komercijalnih papira koriste komercijalnu banku ili investicionu banku kao agenta za sprovođenje **programa komercijalnih papira**. Ovi agenti će distribuirati svoje papire investitorima (uglavnom uzajamni fondovi novčanog tržišta). Komercijalni papiri u pogledu dospeća kreću se u vremenskom rasponu od jednog dana do 270 dana uz veliku koncentraciju hartija od vrednosti na tržištu. Emitenti utvrđuju dospeća na bazi svojih finansijskih potreba i na dnevnoj (časovnoj) fluktuaciji apetita investitora - gladni investitori će dobiti niži prinos za ručak. Najmoćniji među emitentima komercijalnih papira (uglavnom najveće finansijske kompanije) distribuiraju svoje komercijalne papire bez pomoći agenata.

Neke vrlo velike firme takođe emituju **srednjeročne note** koje su vrlo slične komercijalnim papirima, sem što ove hartije od vrednosti imaju dospeća od jedne do pet godina. Kompanije, zajedno sa agentom, utvrđuju program za srednjeročne note na način sličan programima za komercijalne papire.

Najveće firme su javne kompanije tako da je emitovanje akcija drugi oblik eksternog finansiranja. Postupak opisan na slici 14.3 takođe se odnosi na akcije, ali zbog novih akcija koje kompanije emituju mnogo ređe od novog duga, registracija na polici je najvećim delom irelevantna. Pokroviteljstvo akcija uključuje relativno velike sindikate pokrovitelja koji organizuju prezentacije u velikim hotelima širom zemlje gde reklamiraju emisije akcija koje će se naći na tržištu. Spredovi za pokroviteljstvo emisije akcija mnogo su veće nego za emisije duga zato što pokrovitelji plaćaju troškove hotela i reklamiranja a i zbog toga što je pokroviteljstvo akcija rizičnije od pokroviteljstva obveznica s obzirom da su cene akcija vrlo volatilne.

Ekonomija finansijskog ugovaranja

Naša diskusija je rezimirana na slici 14.4, gde je prikazano koliko se metod i vrsta finansijskih ugovora razlikuju zavisno od veličine firme. Sada je momenat da se okvirno formuliše i obrazloži zašto postoje ove razlike.

Karakteristika	Male firme (zajmovi banke)	Srednje firme (privatne)	Velike firme (javne)
Dospeće	kratkoročno	dugoročno	dugoročno
Stopa	fluktuirajuća	fiksna	fiksna
Klauzule	brojne, čvrste	nekoliko blažih	malo
Kolateral	vrlo često	često*	retko*
Investitori monitorišu	intenzivno	znatno	minimalno
Frekvencija renegocijacije	visoka	srednja	niska
Poreklo - osnivanje	direktno	preko agenta	preko garanta

*isključujući hartije od vrednosti garantovane kapitalom

SLIKA 14.4 Komparacija kreditnog tržišta

Zašto male firme ne emituju javne akcije? Zašto se za kredite banaka i privatne plasmane traže klauzule i zato što su oni ponekad kolateralizovani? Zašto se samo ne povisi stopa po kreditu umesto primene restriktivnih klauzula ili kolaterala? Zašto ponekad vrlo velike firme izdaju hartije na tržištu privatnih plasmana a ne na tržištu javnih obveznica?

Odgovor na neka od ovih pitanja je vezan za transakcijske troškove, kao što su znatni troškovi u vezi sa registracijom kod Komisije za hartije od vrednosti (SEC) i distribucijom hartija od vrednosti stotinama investitora. Ali transakcijski troškovi nisu sasvim zadovoljavajuće objašnjenje. Na primer, teško je utvrditi zašto je verovatnije da zbog transakcijskih troškova kolateral zalažu male kompanije (za svoje kredite od banke) a ne velike kompanije (za svoje obveznice). Transakcijski troškovi se ne mogu lako objasniti uvođenjem restriktivnih klauzula na bančine kredite i privatne plasmane, niti se može objasniti zašto malim firmama nisu dostupna dugoročna zaduživanja. Da bi se realno shvatilo šta se dešava obnovićemo pitanje asimetričnih informacija iz poglavlja 11. Podsetimo se da se asimetrične informacije javljaju kada kupci i prodavci nisu jednako informisani o pravom kvalitetu onoga što kupuju ili prodaju, ili u našem slučaju kada emitent ima više informacija od investitora o kvalitetu emitenta i verovatno o budućoj performansu.

Novosti

Uspon i pad Michaela Saylora

Avgusta 1998 godine Mark Leibovich iz Washington Posta napisao je članak o prvoj javnoj ponudi (IPO) akcija firme MicroStrategy Inc. U tekstu je navedeno kako je Michael Saylor, star 33 godine, glavni izvršni rukovodilac u firmi MicroStrategy, vodio reklamni „roadshow“ da bi se investitorima prodala predstojeća emisija akcija. Leibovich je napisao da je: „Saylor u toku 11 radnih dana, obišao naciju u zakupljenom korporacijskom avionu, i da je održao 70 sastanaka u 11 gradova, prezentirajući „priču“ o firmi MicroStrategy menadžerima u finansijskim institucijama koje su kontrolisale ukupno oko \$2,5 triliona aktive investitora.“

Leibovich je opisao iskustvo Saylor-ove prve ponude (IPO) kao „putovanje u tajno jezgro kapitalizma“. Prva javna ponuda (IPO) označava trenutak kada kompanija prelazi u kategoriju velikih firmi koje su u mogućnosti da emituju hartije od vrednosti kojima se javno trguje. Prva javna ponuda (IPO) je srž kapitalizma zato što, kako je izloženo u poglavlju 16, američki finansijski sistem se oslanja na signale o cenama na tržištima javnih akcija i obveznica da bi se raspodelila sredstva raznim zajmoprimaocima. Ako investitori zaključie da je kompanija kao MicroStrategy, solidna, njene akcije će da rastu na sekundarnom tržištu i kompanija će moći da poveća sredstva i da se proširi. S druge strane, posao tržišta je takođe da iskoreni nepravdu kada cene akcija padnu zbog loših vesti koje su objavljene.

Na početku priča o Saylor-u i firmi MicroStrategy bila je priča o uspehu na berzi sa tendencijom rasta kurseva („tržište bikova“) krajem 1990-tih. Firma MicroStrategy je 11. juna startovala sa trgovanjem akcija na tržištu NASDAQ (Nacionalne asocijacije dila hartijama od vrednosti na vanberzanskom tržištu koje koristi mrežu elektronske komunikacije) i vrednost njihovih akcija je

brzo porasla što je doprinelo da Saylor i mnogi njegovi službenici postanu bogati. Međutim, 2002. godine usledio je članak u kome je Leibovich opisao da je, u martu 2000. godine, kompanija MicroStrategy počela da tone. Upravo, pre nego što se raspoloženje tržišta okrenulo protiv firme MicroStrategy, Saylorovo bogatstvo u hartijama od vrednosti iznosilo je \$13,6 milijardi, što je bilo \$4,5 milijarde više nego prethodnog vikenda. „Sve je izgledalo ružičasto za kompaniju i ona je već započela drugu kampanju „roadshow“ sa ponudom akcija u iznosu od \$2 milijarde.“

Olujni oblaci su počeli da se skupljaju kada je na osnovu jedne revizorske kontrole pokrenuto pitanje o tri posla kompanije skorijeg datuma. To je verovatno bio razlog da se izradi novi izveštaj o prihodima kompanije MicroStrategy u kojoj je prethodni profit od \$12,6 miliona preokrenut u gubitak od nešto između \$34 miliona i \$40 miliona. Na dan kada je objavljeno obaveštenje za štampu koje je opisalo reviziju, akcije firme MicroStrategy su pale sa \$226,75 na \$86,75 miliona. Saylorovo bogatstvo je palo za oko \$6 milijardi samo u jednom danu i planirana ponuda akcija je odložena.

Do juna 2003. akcije u kompaniji MicroStrategy koje su koštale preko \$200 u 2000. godini, prodavale su se za manje od \$4 a kasnije ispod \$1 u 2002. godini (cena je u 2003. godini bila oko \$40 zbog obrnute deobe akcija 10:1) Ovakvo ponapanje kompanije MicroStrategy je odličan primer kako finansijska tržišta prihvataju kompanije kada one dobro funkcionišu ali i kako ih kažnjavaju brzo ako investitori promene svoja mišljenja.

Izvor: Mark Leibovich, „Journey Into Secret Heart of Capitalism“ Washington Post, 9. avgust, 1998 str. A17-A18; i Mark Leibovich, „At the Height of a Joy Ride, MicroStrategy Dives“ Washington Post, 7. januar, 2002 str. A1.

Asimetrične informacije i finansijski ugovori

Postoje dva oblika asimetričnih informacija: **negativna selekcija** i **moralni hazard**. Negativnu selekciju uzrokuju asimetrične informacije *pre* nego što je transakcija konzumirana. Na primer, bančini kreditni referenti ne mogu lako da razlikuju visoko kvalitetne zajmoprimce (to jest, sa malim rizikom) od nisko kvalitetnih (sa velikim rizikom) zajmoprimaca. Deo posla kreditnog referenta, u fazi kreditne analize, jeste da otkrije informacije tako da se sigurnijim zajmoprimcima naplaćuje niska kamatna stopa a da se rizični zajmoprimci primoraju da plaćaju visoku kamatnu stopu.

Asimetrija informacija je naročito izražena za male firme zato što postoji vrlo malo javno raspoloživih informacija koje se mogu koristiti za procenu kreditne sposobnosti. Dalje, bez obzira na to koliko pitanja postavi kreditni referent i bez obzira na to koliko finansijskih informacija obradi, samo zajmoprimac zna celu istinu (i ništa osim istine) - naročito ako banka nije imala dugotrajni poslovni odnos sa tom kompanijom. Kao rezultat toga, sama kreditna analiza ne može da reši problem negativne selekcije. Zbog toga se krediti često strukturiraju tako da zajmoprimci mogu da *signaliziraju* svoj pravi kvalitet na osnovu uslova koje su spremni da prihvate. Na primer, vlasnik koji je spreman da založi svoju ličnu aktivu kao kolateral (kao što su utržive hartije od vrednosti ili nekretnine) i/ili je spreman da lično bude odgovoran za kredit banke odobren njegovoj sopstvenoj kompaniji, šalje moćan i pozitivan signal o pravom (ali nesagledivom) kvalitetu svoje firme. Vlasnik koji nije spreman da ponudi takav spoljni kolateral i/ili nije spreman da ponudi *ličnu garanciju* jasno pokazuje da su budući izgledi njegove firme u najboljem slučaju neizvesni.

Problem moralnog rizika se javlja *posle* odobravanja kredita. On nastaje zato što ugovor o kreditu može dati firmi (vlasniku/menadžeru slučaju male firme) podsticaj da preduzima poslove kojima se izvlači korist od kreditora a koje kreditor ne može lako da primeti ili kontroliše. Ovo se najbolje može ilustrovati putem konkretnog primera sa ciframa.

Posmatrajte primer kompanije Opaque Manufacturing Corporation, male kompanije koju poseduje i kojom rukovodi Ian Slick, koji je uložio u kompaniju iznos od \$200.000. Pre početka rada bilans kompanije je bio sledeći:

Opaque manufacturing corporation 31. decembar 2002.

Aktiva		Pasiva	
Gotovina	\$200,000	Dug	\$ 0
		Akcijski kapital	200,000
Ukupno	\$200,000	Ukupno	\$200,000

Da bismo pojednostavili stvari, pretpostavimo da se Slick sastaje sa svojim poverljivim kreditnim referentom Dave Checkette-om, kod Safe and Sound National Banke i uverava ga da sa kreditom od \$800.000 Opaque može da uloži ukupno iznos od \$1 milion u nerizičan posao nazvan SS1 (Poverljiva strategija 1), koji će doneti neto povraćaj aktive od 10 procenata u jednoj godini. Checkette prihvata da odobri Opaque Manufacturing Corporation jednogodišnji komercijalni zajam u iznosu od \$800.000 po najpovoljnijoj kamatnoj stopi banke od 5 procenata zato što veruje Slickovoj kalkulaciji povraćaja od 10 procenata povraćaja po SS1. U stvari, Checkette veruje da će bilans firme biti ovakav na kraju godine; upravo pre isplate banci (Opaque duguje \$840.000 u tom momentu - \$ 800.000 glavnice plus 5 procenata od \$800.000 odnosno \$40.000 kamate):

Opaque manufacturing corporation 31. Decembar 2003.

Aktiva		Pasiva i akcijski kapital	
Aktiva (Strategija SS1)	\$1,100,000	Dug	\$ 840,000
		Akcijski kapital	260,000
Ukupno	\$1,100,000	Ukupno	\$1,100,000

Ako Slick drži svoju reč, naša priča se završava sa isplatom bančinog kredita tačno kako je obećano. Međutim, pretpostavimo da posle dobijanja zajma Slick, *bez bančinog znanja ili kontrole*, pribegne drugoj strategiji, recimo strategiji 3S1 (super tajna strategija 1) koja je znatno rizičnija i ima očekivani povraćaj aktive od samo 7,5 procenata.¹¹ Posebno, 3S1 ima 50 procenata šanse da *poveća* aktivu kompanije na \$1.650.000 i 50 procenata šanse da *smanji* aktivu kompanije na \$500.000. Tako planirana vrednost aktive na kraju godine će biti $\$1.075.000 = [(0,5 \times 1.650.000) + (0,5 \times \$500.000)]$ - očekivano povećanje od 7,5 procenata. Učinilo bi se da strategija SS1 jasno *prevladava* strategiju 3S1 zato što je očekivana vrednost aktive na kraju godine viša primenom strategije SS1 i što je nerizična. Ima li logike u tome da Slick pređe tajno na strategiju 3S1 i da izloži firmu verovatnoći od 50 procenata da bankrotira? Pogledajmo.

Ako firma primeni strategiju 3S1 i bude uspešna, rezultat na kraju godine će biti sledeći:

¹¹ Primer koji počinje ovde i nastavlja se u sledećih nekoliko paragrafa koristi glavnice očekivanog povraćaja i averziju prema riziku iz poglavlja 7 odeljak pod naslovom *Posledice neizvesnosti i averzije prema riziku*.

Opaque manufacturing corporation
31. decembar 2003.

Aktiva		Pasiva i akcijski kapital	
Aktiva (Strategija 3S1, uspeh)	\$1,650,000	Dug	\$ 840,000
		Aksijski kapital	810,000
Ukupno	\$1,650,000	Ukupno	\$1,650,000

Ako firma primeni 3S1 i bude neuspešna, rezultat na kraju godine će biti sledeći:

Opaque manufacturing corporation
31. decembar 2003.

Aktiva		Liabilities and Equity	
Assets (Strategy 3S1, neuspeh)	\$500,000	Dug	\$840,000
		Aksijski kapital	2340,000
Ukupno	\$500,000	Ukupno	\$500,000

Nekoliko stvari treba napomenuti o firmi ako primenjuje 3S1 a nema uspeha. Kao što se vidi u gornjem bilansu, firma nije solventna zato što je akcijski kapital negativan. Slick, kao jedini akcionar, dobija ono što i zaslužuje - ništa, a banka dobija ono što je ostalo a to je samo \$500.000. Zbog ograničene odgovornosti, Slick ne može da izgubi više od svoje početne investicije (\$ 200.000), ali banka snosi gubitak od \$300.000 na svoju glavnica plus \$40.000 na ime kumulirane kamate, što ukupno čini gubitak od \$340.000.¹²

Sada možemo da odgovorimo da li se isplatilo Slick-u da pređe na 3S1. Fokuirajmo se na račun akcijskog kapitala. Naš prvi bilans pokazuje da SS1 ostvaruje kapital od \$260.000. Naša sledeća dva bilansa pokazuju da je 3S1 kockanje. Kockanje plaća \$810.000 sa 50 procenata verovatnoće i ništa sa 50 procenata verovatnoće. Da li je kockanje vredno ovoga? Odgovor zavisi od toga u kojoj meri Slick ima averziju prema riziku. U ovom slučaju bi trebalo da ima *vrlo vrlo* veliku averziju prema riziku i da se ne prihvata kockarske igre. Njegov očekivani povraćaj po SS1 je samo 30 procenata [= $100 + ((\$260.000 - \$200.000) / \$200.000)$] na njegovu prvobitnu investiciju od \$200.000. Međutim njegov očekivani povraćaj po 3S1 je 102,5 procenata [= $100 \times [0,5 \times ((\$810.000 - \$200.000) / \$200.000) + 0,5 \times ((\$0 - \$200.000) / \$200.000)]$].

12 Mada se na računu akcijskog kapitala javlja iznos od \$340.000, to nije lična Slickova obaveza zbog ograničene odgovornosti. Prema tome, to mora da absorbuje banka.

Ovaj primer ilustriuje kako ugovor o dugu sam po sebi daje podsticaj Ianu Slick-u da promeni svoju investicionu strategiju. Naglašavamo da banka nije povećala kamatnu stopu kredita da odrazi prelazak na 3S1 tako da naš vredan kreditni referent, Dave Checkette, zapravo nije mogao da detektuje prevaru bez obzira koliko je proveravao (žao nam je zbog toga). Tako ovo ima smisla za Slicka da pređe iz SS1 na 3S1 - *mada* se sada može očekivati da firma ne uspe 50 procenata. Sve ovo zbog toga što vlasnici izvan proporcija učestvuju u gornjoj strani povećanog rizika, dok kreditori izvan proporcija učestvuju u podeli donje strane.

Dovedeno do svoje logičke krajnosti, ovaj problem pomeranja rizika prisiljava svakog Dave Checkette na svetu da očekuje najgori ishod. Naime, da će svi zajmoprimci iz malih firmi kao što je Opaque Manufacturing tajno preći na najrizičniju investicionu strategiju koju mogu da sakriju. Banke zbog toga moraju da zaračunavaju svim malim firmama odgovarajuću visoku kamatnu stopu. Kako Opaque (čak i bez Slicka) reaguje? Odgovor: i dalje bira najrizičniju strategiju - na kraju krajeva, plaća za to i zašto da ne?

Ugovaranje i kontinuum firmi

Srećom, postoje neke stvari koje firme mogu da učine da bi uverile potencijalne kreditore da neće pribegnuti investicionoj taktici „namami i promeni“. U stvari, obzirom na to da se aktivnosti velikih firmi moguće posmatrati relativno lako, *svako* pomeranje rizika može lako da se detektuje. Njihovi ugovori o radnim odnosima su često poznati u javnosti; njihovi odnosi sa dobavljačima su često dobro poznati i njihov tržišni uspeh ili neuspeh redovno se dokumentuju u finansijskoj štampi.

Većina velikih firmi ne mogu *tajno* da pređu iz strategija niskog rizika u strategije visokog rizika i da održe svoju postojeću reputaciju u tom procesu. Tako, javno tržište akcija i obveznica, najvećim delom, odražava pravu rizičnost osnovnih investicionih strategija, sa cenama i prinosima utvrđenim u skladu s tim.

Male firme mnogo teže mogu da ostvare eksternu reputaciju. Mnogo od onog što one rade leži izvan domašaja javnosti. Ovim firmama je potreban mehanizam kojim bi pokazale da su nisko rizične i da se pouzdano obavezuju da svoj profil rizika neće menjati. U ovom kontekstu, karakteristike ugovora koje smo ranije razmatrali u ovom poglavlju dobijaju smisao. Posebno, *spoljni kolateral* i *lične garancije* umanjuju podsticaj da se rizik tokom pregovora o kreditu umani i smanjuju podsticaj za promenu rizika posle odobravanja kredita. Što je bogatstvo vlasnika više izloženo riziku, bilo direktno u vidu većeg akcijskog kapitala kompanije, ili indirektno u vidu spoljnog kolaterala ili lične garancije, manji je podsticaj da se prevari kreditor.

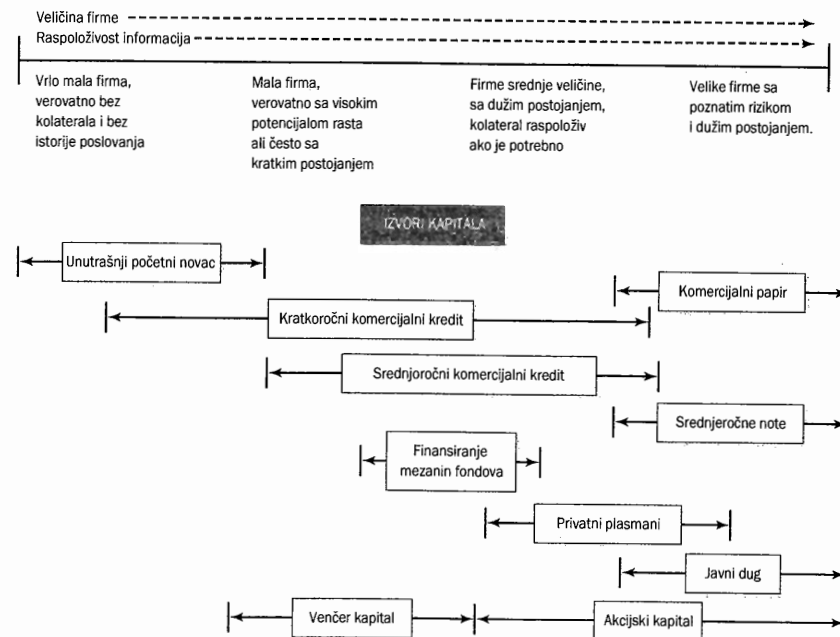
Unutrašnji kolateral može takođe da bude koristan u sprečavanju nepoželjnog pomeranja rizika. Kada kompanija založi nešto od svoje aktive kod banke kao kolateral, banka obaveštava javne organe podnošenjem *prava plenidbe* na

kolateral. Ovo pravo plenidbe javno registrovano efektivno ograničava kompaniju da proda tu aktivu da bi se promenio profil rizika firme. Da bi prodala kapital kompanija mora da dobije od banke razrešenje prava zaloga, što banka može da odbije da učini.

Na kraju, klauzulama kredita se sprečava pomeranje rizika eksplicitnim ograničavanjem ponašanja zajmoprimca. Na primer, ograničenjem da firma tokom trajanja kredita kupi ili proda zgradu i opremu, banka može da spreči svog klijenta, preduzeće za suvo čišćenje da uđe u posao lizinga motorcikala. Međutim, čak i sa restriktivnim klauzulama i kolateralom asimetričnost informacija je suviše velika da bi se opravdao dugoročni dug malim firmama. Jednostavno, ima suviše fleksibilnosti u ugovoru o dugoročnom dugu pri datim podsticajima za promenu rizika. Prema tome, krediti banke malim firmama generalno se odobravaju kratkoročno. A ako zajmoprimac želi da obnovi kredit, banka će obaviti kompletnu kreditnu analizu, da bi se što je više moguće, uverila da se profil rizika kompanije nije promenio. Vremenom i posle više obnavljanja kredita, kompanija treba da izgradi poslovni odnos sa bankom, uspostavljajući neku vrstu privatne reputacije o tome da se ponaša odgovorno. Ovo objašnjava empirijsku observaciju nižih kamatnih stopa i manjeg kolaterala pošto se poslovni odnos banka - zajmoprimac učvršćuje tokom vremena.

Kompanije srednje veličine teže da se nađu negde između malih kompanija i velikih kompanija u pogledu svojih problema sa informacijama. One su u javnosti poznatije od malih kompanija ali *informaciono* su više ugrožene nego velike kompanije. Prema tome, njima je još uvek potreban finansijski posrednik koji će ih detaljno ispitati u početnoj fazi da bi rešio problem negativne selekcije i koji će dati nacrt odgovarajućeg ugovora sa klauzulama (i verovatno unutrašnjim kolateralom) radi rešavanja problema moralnog hazarda (pomeranja rizika). Međutim, manji je informacioni gap u vezi sa kreditiranjem srednjih kompanija, jer one imaju pristup dugoročnom dugu na tržištu privatnih plasmana.

Odnos između informacija i pristupa tržištu opisan je na slici 14. 5 u okviru *kontinuumu firmi*. Na levoj strani su najmanje firme. To su startap firme bez istorije poslovanja - Bill Gates bez ičega osim svoje ideje. Često je nekom sa strane nemoguće da proceni izgled nove vakcine proizvedene genetskim inženjeringom ili novog softverskog programa kada su to samo ideje u glavi nekog pronalazača. Finansiranje u ovoj fazi mora da bude interno - sopstvenim kapitalom vlasnika ili ličnim kreditnim karticama ili uz pomoć prijatelja i rođaka. Međutim, malim kompanijama, posle rane faze, otvara se pristup tržištu kratkoročnih bankarskih kredita. Startap kompanije koje imaju prototip proizvoda i plan marketinga mogu da se obrate venčer kapitalisti radi spoljnog akcijskog kapitala. Nešto veće firme u mogućnosti su da dobiju srednjoročni zajam od komercijalne banke ili kombinaciju subordiniranog duga i akcijskog kapitala iz fonda meza-



SLIKA 14.5 Kontinuum firme

Izvor: Mark Carey, Steven Prowse, John Rea i Gregory Udell, 'The Economics of Private Placements' Financial Markets, Institutions & Instruments 2 (1993)

Kada firme izrastu u kompanije srednje veličine one dobijaju pristup ugovoru o dugoročnom dugu sa kompanijom za životno osiguranje na tržištu privatnog plasmana. Kompanije srednje veličine postaju javne tj. prvi put emituju javne akcije. Velike kompanije naravno imaju pristup tržištu hartija od vrednosti jer ima obilje informacija o njima. One dobijaju svoj kratkoročni kredit na novčanim tržištima izdavanjem komercijalnih papira, svoj srednjoročni kredit na tržištu srednjoročnih nota, dugoročni kredit na tržištu obveznica i aksijski kapital na akcijskom tržištu. Sve su ovo likvidni instrumenti kojima se može trgovati na sekundarnom tržištu. Velikim kompanijama nisu potrebni specijalizovani servisi za informacije finansijskih posrednika kao što su komercijalna banka ili društvo za životno osiguranje.

U nekim slučajevima postoje izuzeci. Na primer, ponekad se velike firme odlučuju za emisiju duga na tržištu privatnih plasmana u onim slučajevima kada su transakcije kompleksne. Međutim, to je u potpunosti u skladu sa duhom kontinuumu firmi. „Kompleksna transakcija“ je samo frazeologija tržišta za nedostatak informacija; tj. kada je transakcija toliko komplikovana da je teško proceniti njen pravi rizik. To je upravo vrsta transakcija koja zahteva skrojen

ugovor i specijalizovane servise finansijskog posrednika - privatni plasman koji je kupilo društvo za životno osiguranje.¹³

Potrošački krediti, finansijski ugovori i sekjuritizacija

Dosada smo se isključivo koncentrisali na finansiranje firmi. Ali, asimetrične informacije su karakteristika potrošačkih kredita. Neki potrošači su nisko rizični zajmoprimci a neki su visoko rizični zajmoprimci. Negativna selekcija je problem jer kreditorima nije uvek lako da ih razlikuju, posebno zato što će visoko rizični zajmoprimci pokušati sve što je u njihovoj moći da deluju kao nisko rizični klijenti. Moralni hazard je takođe problem jer potrošači mogu da pozajme novac za jednu svrhu - pripremni kurs za SAT - a zatim da ta sredstva koriste za nešto drugo - da kupe brze rolere.

Davaoci potrošačkih kredita, kao što su banke i potrošačke finansijske kompanije, koriste neke od tehnika koje koriste i kreditori firmi, za rešavanje problema asimetričnih informacija. Na primer, kod hipotekarnog finansiranja, vlasnik kuće uvek zalaže kuću kao kolateral za kredit. Uvek finansiranje kupovina automobila obuhvata zalogu kola. U oba ova slučaja, kreditor će sredstva dati putem čeka plativog prodavcu kuće ili dileru automobila da bi bio siguran da će sredstva biti iskorišćena kako je to obećano.

Banke koriste suptilne mehanizme za utvrđivanje cene kojima *odvajaju* nisko rizične od visoko rizičnih zajmoprimaca. *Odvajanje* je dobar način jer ako se paket zajma može planirati tako da nisko rizični klijenti, na primer, izaberu banku A a visoko rizični klijenti izaberu banku B, tada svaka banka može da odredi cenu za svoje klijente prema karakteristikama njihovog pravog rizika i svaka grupa dobija ono što zaslužuje.

Kako se takvi ugovori mogu koncipirati? Pretpostavimo da visoko rizični klijenti teže da često prekoračuju svoje tekuće račune - verovatno zato što su donekle neodgovorni. Kada neko ispisuje čekove na iznos koji prelazi saldo na njegovom tekućem računu, banka će „odbaciti“ te čekove; tj. vratiće ih neisplaćene, označiti ih sa „ne postoje dovoljna sredstva“ (NSF), i naplatiće NSF proviziju za svaki ček bez pokrića. Nisko rizični zajmoprimci, pretpostavljamo, nikada ne prekoračuju svoje tekuće račune.

Pretpostavimo sada da banka A nudi klijentima zajam na tri godine sa niskom kamatom, pod uslovom da zajmoprimac otvori tekući račun sa vrlo visokom NSF provizijom. Banka B, s druge strane, nudi zajam sa visokom kamatom kombinovan sa tekućim računom na koji se zaračunava niska NSF provizija. Ako su ove stope pravilno utvrđene, one će podstaći visoko rizične

13 Za empirijsku analizu velikih firmi koje imaju pristup na tržištu privatnih plasmana, kao i vezi sa sveobuhvatnom empirijskom analizom kontinuuma firmi, pogledajte Mark Carey, Stephen Prowse, John Rea and Gregory Udell, „The Economics of the Private Placements: A New Look“ *Financial Markets, Institutions & Instruments* 2 (1993). Takođe za empirijsku analizu kontinuuma firmi, pogledajte „Securitization, Risk and Liquidity Problem in Banking“, by Gregory Udell and Allen N. Berger in *Structural Change in Banking*, edited by Michael Klausner i Lawrence J. White (New York: Business One Irwin, 1993).

zajmoprimce da se odluče za banku B da bi izbegle NSF, dok će se nisko rizični klijenti opredeliti za banku A zbog niske kamatne stope. Tako su kamatne stope postavljene da odraze odgovarajuće rizike za dve vrste klijenata *čak iako dve banke ne mogu da imaju uvid u pravi rizik klijenta*.¹⁴

U nešto širem smislu, asimetrične informacije su manji problem kod potrošačkih kredita nego kod kreditiranja firmi. Prvo, verovatno je lakše proceniti rizik građanina nego rizik firme jer su lične finansijske informacije mnogo manje kompleksne od finansijskih informacija o firmi. Drugo, ima relativno malo vrsta potrošačkih kredita dok ima mnogih vrsta (i podvrsta) kredita firmama, tako da procena rizika građana lakše koristi statističke analize od procene rizika firme. Ukratko, potrošački krediti teže da budu generični a krediti firmama, posebno malim i srednjim firmama, više su svaki za sebe. Treće, kolateral često praktično eliminiše problem asimetričnih informacija kod kreditiranja potrošača dok je to kod kreditiranja firmi manje verovatno. Na primer, za stambenu hipoteku traži se da kredit ne prelazi 80 procenata kupovne cene kuće čime se eliminiše dobar deo rizika. Kolateral firme, kao što su zalihe i potraživanja, mnogo je teže proceniti i svakako je mnogo volatilniji po vrednosti od jedne porodične kuće. Mnogo je veća verovatnoća da će vrednost kolaterala pasti ispod vrednosti kredita koji se odobrava firmi u poređenju sa odobrenim potrošačkim kreditom.

Uz ove razlike, ne treba da iznenađuje što se potrošački krediti sekjuritizuju a što nije slučaj sa kreditima malim i srednjim firmama. Kao što smo na početku diskutovali u poglavlju 3, **sekjuritizacija** obuhvata grupisanje kredita u trust a zatim prodaju hartija od vrednosti emitovanih na osnovu trusta. Preduslov za sekjuritizaciju je mogućnost aktive da se standardizuje. S obzirom na njihove generične karakteristike, moguće je da se sekjuritizuju hipoteke, auto krediti, potraživanja po kreditnim karticama i studentski krediti. Ali pošto su krediti malim i srednjim firmama skrojeni ugovori koji zahtevaju često renegociranje, oni nisu podobni za sekjuritizovanje. Naša analiza sugerise da postoji mala šansa da će se to u budućnosti promeniti.

14 Za dalju analizu o prirodi asimetričnih informacija za potrošačke kredite pogledajte Gregory F. Udell „Pricing Returned Check Charge Under Asymmetric Information“, *Journal of Money, Credit and Banking* (November 1986); and Linda Allen, Anthony Saunders i Gregory F. Udell „The pricing of Retail Deposits: Concentration and Information“ *Journal of Financial Intermediation*. (December 1991).

REZIME

1. Malim firmama uglavnom upravljaju vlasnici. One su obično zavisne od banke mada se neke zadužuju kod komercijalnih finansijskih kompanija. Njihovi krediti su često kolateralizovani, sa ličnom garancijom, restriktivnim klauzulama i obično su kratkoročni. Klauzule se često renegociraju.
2. Firme srednje veličine imaju pristup na tržištu privatnog plasmana gde uzimaju kredite (uz neke restriktivne klauzule) na dug rok od kompanija za životno osiguranje po uslovima koji se renegociraju više puta tokom trajanja kredita. Srednja preduzeća dobijaju kratkoročno finansiranje od banaka a često emituju akcije kojima se javno trguje.
3. Velike firme su obično u javnom vlasništvu i one imaju pristup javnom tržištu obveznica. Javne obveznice sadrže nekoliko klauzula koje nisu suviše restriktivne. Zato, uglavnom nije potrebna renegocijacija javno emitovanih obveznica.
4. Asimetrija informacija igra važnu ulogu prilikom utvrđivanja na kojim tržištima firme imaju pristup. Veličina firme, velikim delom, određuje stepen asimetrije informacija. Mnogo od onog što rade velike firme je vidljivo u javnosti i o tome se često pojavljuju izveštaji na finansijskim stranicama dnevne štampe. Male firme, s druge strane, posluju uglavnom izvan uvida javnosti.
5. Asimetrija informacija objašnjava u velikoj meri uočene razlike kod finansijskih ugovora. Kolateral, lične garancije, restriktivne klauzule i kratki rokovi dospeća koriste se kod kredita malim firmama da bi se suzbila negativna selekcija i moralni hazard. Ovi ugovorni uslovi nisu potrebni kada se radi o javnim obveznicama zato što se velike kompanije lakše procenjuju i prate.
6. Potrošačke kredite karakteriše asimetrija informacija, ali problemi su manje akutni i ovi krediti teže da budu više standardizovani od kredita za firme. Kao rezultat, mnoge vrste potrošačkih kredita su sekjuritizovane, dok krediti firmama nisu sekjuritizovani i najverovatnije neće biti sekjuritizovani.

KLJUČNI TERMINI

„Andeosko“ finansiranje, str. 283	Lična garancija, str. 286	Prospekt (preliminarni) za emisiju hartija od vrednosti, str. 292
Bankarski orijentisan sistem, str. 281	Memorandum o ponudi, str. 289	Racionisanje kredita, str. 284
Due diligence, str. 289	Moralni hazard, str. 296	Registracija na polici, str. 292
Izjava za registraciju, str. 291	Negativna selekcija, str. 296	Restriktivna klauzula, str. 286
Kolateralizovan, str. 286	Neobezbeđen kredit, str. 286	Revolving kreditna linija, str. 288
Kratok dokument o uslovima, str. 289	Obezbeđen kreditor, str. 286	Sekjuritizacija, str. 303
Kreditna linija (L/C), str. 283	Pokrovitelj, str. 292	Spređ pokrovitelja, str. 292
Kreditni izveštaj, str. 285	Pravo na zaplenu, str. 299	Srednjeročna nota, str. 293
Kreditni odbor, str. 285	Privatni plasman, str. 288	Tržišno orijentisan sistem, str. 281
Kreditni referent, str. 285	Program komercijalnih papira, str. 293	
Kupljen posao, str. 293		

PITANJA

- 14.1 S obzirom na to da je provizija za ponudu privatnog plasmana niža od provizije underwritera za emisiju javnih obveznica, zašto velike kompanije više vole da emituju na tržištu privatnog plasmana nego na tržištu javnih obveznica?
- 14.2 Krediti banke i privatni plasmani često će imati klauzulu kojom se ograničava iznos koji kompanija može da plati na ime dividende za bilo koji kvartal. Zašto?
- 14.3 Vlasnici mnogih malih firmi ne žele da mobilišu novčana sredstva izdavanjem novih akcija. Više im odgovara da pozajmljuju sredstva od banke čak i ako će leveridž njihove kompanije da bude veći. Šta mislite zašto?
- 14.4 Šta je podsticaj za vlasnika male firme da umanjuje rizik svoje kompanije?
- 14.5 *Pitanje za diskusiju:* Da li vlasnik male firme ima obavezu da obavesti banku da kompanija menja svoju strategiju rizika ako se ovom promenom ne krši klauzula?
- 14.6 *Pitanje za diskusiju:* Nedavno je bilo nekih predloga za sekjuritizaciju kredita malim firmama sa državnom garancijom. Konkretno, američka vlada bi dala garanciju investitorima u sekjuritizovani pul kredita malih firmi za slučaj neizvršenja. Filozofija iza ovih predloga je da se obezbedi da male firme uvek imaju pristup kreditima. Da li je to dobra ideja?

MEDIA RESOURCE LIST

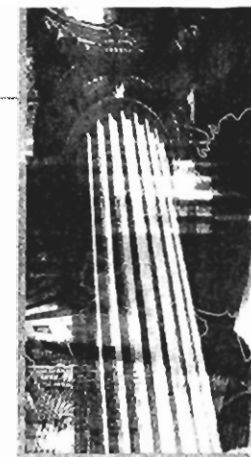


Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

POGLAVLJE 15

Regulisanje tržišta i institucija



Države su se rukovodile jednostavnim pravilom prilikom regulisanja finansijskog sektora: ako se nešto menja, treba ga regulisati; ako se ne menja, pratite ga pažljivo dok se ne promeni i *tada* ga regulišite. Malo ima sumnje u to da je finansijski sistem jedan od najintenzivnije regulisanih sistema u ekonomiji SAD. Kao i u drugim oblastima, ima propisa čiji je cilj da promovišu konkurenciju i propisa čiji je cilj da štite individualne potrošače; u ovom slučaju, investitore. Ali, postoje dva dodatna razloga za regulisanje finansijskog sektora: da se obezbedi stabilnost finansijskog sektora i da se podrži monetarna politika. Da bi se ispunila ova dva cilja, država je osnovala više raznih agencija sa specifičnim regulatornim ovlašćenjima, kako je to i prikazano na tabeli 15.1.

Tabela 15.1 pokazuje da se regulisanje američkog finansijskog sistema može podeliti na dva dela: regulisanje *finansijskih tržišta* i regulisanje *finansijskih posrednika*. Ovo poglavlje ćemo započeti obrazlaganjem regulisanja finansijskih tržišta a zatim ćemo se osvrnuti na regulisanje finansijskih posrednika, posebno komercijalnih banaka. Naše poglavlje se završava diskusijom o istorijski posebnoj američkoj regulatornoj strukturi koja je skoro sasvim nestala: odvojenost komercijalnog bankarstva i investicionog bankarstva kako je to bilo predviđeno zakonom *Glass - Steagall* iz 1933. Suprotno našoj istorijskoj strukturi, mnoge druge zemlje, kao što su zemlje **Evropske unije**, nisu odvajale bankarski sistem od ostalog dela industrije finansijskog servisa. Prema tome, naša diskusija pruža uvod u poglavlje 16, u kome upoređujemo američki finansijski sistem sa sistemima drugih zemalja i razmatramo šire pitanje kreiranja optimalnog regulatornog okvira.

TABELA 15.1 Glavni finansijski regulatori u SAD

Regulator	Regulisano područje	Način regulisanja
Finansijska tržišta		
Komisija za hartije od vrednosti (SEC)	Primarna i sekundarna tržišta hartijama od vrednosti	Obavezno obelodanjivanje i restrikcije insajderske trgovine
Komisija za trgovinu robnim fjučersima (CFTC)	Tržište fjučersa	Reguliše trgovinu fjučersima
Samoregulatorne organizacije (kao Njujorška berza i Nacionalna asocijacija dilera hartijama od vrednosti).	Sekundarna tržišta	Monitoriše trgovinske aktivnosti
Posrednička tržišta		
Kancelarija kontrolora valute	Federalno ovlašćene banke	Izdaje licence, ispituje i reguliše federalno ovlašćene banke
Sistem federalnih rezervi	Sve komercijalne banke	Ispituje i reguliše članice - banke sa državnim ovlašćenjem; reguliše sve bankarske holding kompanije i finansijske holding kompanije i određuje dozvoljene aktivnosti*
Federalna korporacija za osiguranje depozita (FDIC)	Sve komercijalne banke, uzajamne štedionice i kreditne institucije	Pružila izričito osiguranje depozita do \$100.000 po deponentu, ispituje i reguliše državne banke nečlanice
Državne bankarske komisije	Državne - ovlašćene komercijalne banke	Kontroliše i reguliše državne komercijalne banke
Kancelarija supervizije štedionica	Štedne i kreditne asocijacije	Ispituje i reguliše štedne i kreditne asocijacije
Nacionalna administracija kreditnih unija (NCUA)	Kreditne unije	Ispituje i reguliše kreditne unije
Državne komisije za osiguranje	Osiguravajuća društva	Ispituje i reguliše osiguravajuća društva

* Takođe utvrđuje obavezne rezerve i eskontne stope (vidi poglavlje 19).

Regulisanje finansijskih tržišta u Sjedinjenim Državama

Velikim delom regulisanje američkih finansijskih tržišta nastaje iz potrebe da se zaštite individualni investitori na osnovu filozofije da je najbolja zaštita kroz informacije o hartijama od vrednosti na samom tržištu. Regulisanje u Sjedinjenim Državama se rukovodi povezanom filozofijom da će finansijska tržišta imati koristi od punog obelodanjivanja jer se na taj način proširuje učešće investitora na finansijskim tržištima. Pogledajmo prvo regulisanje *primarnih tržišta* a zatim ćemo se osvrnuti na *sekundarna tržišta*.

Regulisanje primarnih tržišta

Obelodanjivanje informacija za novoemitovane hartije od vrednosti je obavezno po odredbama Zakona o hartijama od vrednosti iz 1933. godine. Na osnovu drugog zakona, Zakona o berzama hartija od vrednosti iz 1934. godine, osnovana je **Komisija za hartije od vrednosti (SEC)** da sprovodi odredbe Zakona iz 1933. godine. Konkretno, za hartiju od vrednosti kojom se javno trguje mora da se podnese **prijava za registraciju** i **preliminarni prospekt** Komisiji za hartije od vrednosti (SEC) obelodanjujući sve materijalne informacije o emisiji. Jedino što nedostaje u preliminarnom prospektu je konačna kamatna stopa za emisiju obveznica i cena za emisiju akcija. Preliminarni prospekt se daje na uvid potencijalnim investitorima kako bi oni mogli da odlučuju da li da kupe hartiju od vrednosti. Ako SEC utvrdi da su informacije adekvatno prikazane, odobriće prijavu za registraciju i emisija može da se prodaje publici (detaljnije podatke pogledajte u Poglavlju 14). Suprotno, privatna firma koja se zadužuje samo na tržištima bankarskih kredita i privatnih plasmana nije obavezna da objavi finansijske informacije široj javnosti, mada će njeni kreditori sigurno to tražiti (banke i društva za životno osiguranje) kako bi za sebe pribavili finansijske informacije.

Koje vrste informacija se moraju obelodaniti javnosti kod javne ponude korporacijske hartije od vrednosti? Ukratko, to je svaka faktografska informacija koja je potrebna investitorima da bi doneli informisanu odluku o kupovini hartije od vrednosti: Ovo obuhvata, ali se ne ograničava na:

1. Revidovane finansijske izveštaje za period od pet godina.
2. Informacije i uslove bilo kojih postojećih finansijskih obaveza.
3. Sve kadrovske ugovore uključujući penzione obaveze, akcijske opcije i akcijske kupovne planove.
4. Imena visoko plaćenih službenika i funkcionera i iznose njihovih kompenzacija (proverite da li postoji neko koga poznajete).
5. Prava akcionara van onih koja imaju akcionari običnih akcija.

6. Opravdanost bilo kog ugovora sa insajderima firme (na primer, zakupi zgrada koje poseduju službenici firme ili većinski akcionari).

Važno je naglasiti da odobrenje SEC ne znači da SEC smatra da je nova emisija atraktivna investicija. Samo znači da je obelodanjivanje informacija u prospektu zadovoljavajuće za SEC.

Regulisanje sekundarnih tržišta

Puno obelodanjivanje se ne završava podnošenjem prospekta. Zakonom o berzama hartija od vrednosti iz 1934. godine proširuju se odredbe Zakona iz 1933. godine na periodična obelodanjivanja relevantnih finansijskih informacija za firme kojima se trguje na sekundarnom tržištu. Emitenti hartija od vrednosti, sa kojima se javno trguje, obavezni su da podnose godišnji javni izveštaj SEC koji je poznat kao **izveštaj 10K**, u kome se obelodanjuju najnoviji finansijski izveštaji i druge relevantne informacije o performansima i aktivnostima firme.

Da bi se dalje obezbedilo da se pojedinačni investitori ne iskorišćavaju, zakonima o **insajderskom trgovanju** zabranjuje se takozvanim insajderima trgovina na osnovu ličnih informacija koje oni mogu da imaju o firmi i njenim budućim izgledima. Nažalost, postoji izvesna nejasnoća u pogledu precizne definicije o insajderskoj trgovini. Ipak je jasno da se neke strane nedvosmisleno smatraju insajderima - na primer, službenici, direktori i veliki akcionari - i njima je zabranjena trgovina na osnovu privatnih informacija koje još nisu objavljene u javnosti. Da bi se još više smanjila prednost koju bi insajderi mogli da imaju, SEC zahteva od svih službenika, direktora i velikih akcionara da podnose izveštaje o svojim transakcijama sa akcijama sopstvenih firmi. Kratak pregled ovih izveštaja SEC publikuje mesečno u svom biltenu *Official Summary of Securities Transactions and Holdings*. Zamisao je da se obelodani za i protiv glasanje na koje mogu da ukazuju ove transakcije. Zakoni o insajderskoj trgovini ne zabranjuju insajderima svaku trgovinu akcijama firme, već zabranjuju trgovinu na osnovu privatnih informacija koje nisu objavljene javnosti.

Zakonom iz 1934. godine ovlašćuje se SEC da reguliše berze hartija od vrednosti, vanberzansku trgovinu (OTC), dilere i brokere. U izvesnoj meri, SEC deli ovo ovlašćenje sa drugim regulatornim agencijama. Na primer, **Komisija za trgovinu robnim fjučersima (CFTC)** reguliše trgovinu tržištima fjučersima a **Federalne rezerve** su zadužene za utvrđivanje obavezne margine po akcijama (gde margina znači koliko od kupovne cene hartije od vrednosti investitor može da plati iz kredita). Najvećim delom, SEC se oslanja na samoregulisanje. Ona delegira dnevni nadzor samim berzama, tako da Njujorška berza, na primer, monitoriše sama sebe, dok je na primer dnevni nadzor nad akcijama, kojima se trguje na vanberzanskom tržištu, delegiran **Nacionalnoj asocijaciji dilera hartijama od vrednosti**.

Regulisanje komercijalnih banaka u Sjedinjenim Državama

Zaštita individualnih deponenata, podržavanje kompetitivnog bankarskog sistema i iznad svega obezbeđenje bezbednosti i stabilnosti banaka, predstavljaju glavne ciljeve regulatorne politike SAD u pogledu banaka. Bilo bi korisno da se prvo rezimira relativno složena priroda bankarskog regulatornog aparata a zatim da se nastavi sa diskusijom kako je svaki cilj prenet u specifičnu politiku. Prvo ćemo se usredsrediti na regulativu komercijalnih banaka, s tim što je najvećim delom regulativa štednih institucija podudarna sa regulativom komercijalnih banaka.



Insajdersko trgovanje: Efikasnost naspram pravičnosti

Mnogobrojni skandali sa insajderskom trgovinom i afere urušile su industriju hartija od vrednosti. Optužbe i osude na zatvorske kazne su uručivane advokatima, trgovcima pa čak i glavnim izvršnim direktorima koji su postali žrtve iskušenja da protivpravno koriste privilegovane informacije u svoju ličnu korist. Kršenja u svim slučajevima su manje važna od zakonskog principa: Krivična je povreda trgovati na osnovu informacije koja se smatraju poverljivom. Mada precizna definicija poverljive informacije podleže pravnom tumačenju, ona jasno uključuje informacije dobijene od službenika, direktora, advokata i savetnika za investicije koji direktno ili indirektno rade za kompaniju, koje mogu da utiču na cenu akcija kompanije.

Čudno u pogledu zabrane insajderske trgovine je da ona nema nikakav uticaj na unapređenje efikasnosti cena akcija. Kao što smo videli u poglavlju 6, cene akcija su efikasne ako u celini odražavaju sve raspoložive informacije. Cene će biti efikasne bilo da javni investitori povećavaju kupovnu cenu akcije ili da insajderi povećaju cenu kada se objavi povoljna informacija. U suštini, poneko tvrdi da ako bi insajderima bilo dozvoljeno da trguju na osnovu poverljivih infor-

macija, cene bi bile efikasnije zato što bi insajderi, koji imaju pristup takvim informacijama, odmah forsirali rast cena.

Čemu onda zakoni protiv insajderske trgovine? Ključ je u korektnosti a ne u uspešnosti. Što se tiče javne politike, voleli bismo da investitori osećaju da oni na tržištu akcija imaju fer šansu da zarade dostojan prihod za svoj rizik. Konkretnije, javni investitori ne treba da osećaju da su uvek u podređenom položaju u odnosu na insajdere koji mogu da se oslobode akcija kompanije koje će da obelodane nepovoljne informacije ili koji ugrabe kupovinu pre nego što se objave povoljne informacije. Bez uverenja da postoji korektnost, investitori bi mogli da odbiju da učestvuju na tržištima hartija od vrednosti - otežavajući na taj način kompanijama da mobilizuju kapital.

Problem je, naravno, što postoje znatni podsticaji da se zakon prekrši. Da li se investitori osećaju bolje kada imaju utisak da postoji korektnost a u stvari prevara uzima maha? Ili da li se investitori osećaju bolje ako se drže stare poslovice „opreznost ostavimo kupcima i prodavcima”? Nažalost, nema jednostavnog odgovora.

Struktura bankarskih regulatora SAD

Američki komercijalni bankarski sistem je poznat kao **dualni bankarski sistem** po tome što je jedna od njegovih glavnih karakteristika paralelno federalno i državno ovlašćenje (i supervizija) komercijalnih banaka. Sličan primer ne postoji ni u jednoj drugoj zemlji. Ovakav sistem u Sjedinjenim Državama je nastao slučajno, kao neočekivani rezultat zakonodavstva 1860-ih godina kojim je namerala- vano da se ovlašćenje za licenciranje banaka prebaci sa raznih državnih vlada na federalnu vladu.

Na osnovu Zakona o nacionalnoj valuti iz 1863. godine, Zakona o nacionalnoj banci iz 1864. godine kao i zakonodavstva donetog posle građanskog rata formiran je novi bankarski sistem sa federalnim ovlašćenjem pod supervizijom **Finansijskog kontrolora valute** (u okviru Trezora SAD). Ideja je bila da se postojeće banke sa državnom licencom prognaju iz posla uvođenjem prohibitivnog poreza na njihovo izdavanje državnih novčanica (novca koji su emitovale banke sa državnim ovlašćenjem), koje su u to vreme bile glavni oblik novca u opticaju. Međutim, banke sa državnim ovlašćenjem su opstale i procvetale zato što je uzimanje depozita po viđenju, umesto izdavanja novca, omogućilo državnim bankama da ostanu u poslu i pored toga što nisu bile u mogućnosti da emituju novčanice.

Tako danas postoji dualni sistem: banke sa federalnim ovlašćenjem, pod kišobranom Kontrolora valute i banke sa državnim ovlašćenjem pod supervizijom svake pojedinačne države članice Unije. Banke sa federalnim ovlašćenjem su, najvećim delom, veće institucije, ali su zato banke sa državnim ovlašćenjem mnogobrojnije. Kao što se vidi na tabeli 15.2, krajem 2002. godine 74 procenata komercijalnih banaka je imalo državno ovlašćenje, ali 2.078 banaka sa nacionalnim ovlašćenjem držalo je 55 procenata aktive u bankarskom sistemu.

Usvajanjem Zakona o Federalnim rezervama iz 1913. godine dodat je još jedan sloj supervizije jer se tražilo od nacionalnih banaka da postanu banke-članice Sistema federalnih rezervi, a državnim bankama je dozvoljena opcija da se pridruže ili ne. Za sada, kao što možemo zaključiti iz tabele 15.2, većina državnih banaka nisu članice Sistema federalnih rezervi. Ipak, banke članice, državne i nacionalne, drže 82 procenta ukupne aktive bankarskog sistema.

Dopunska supervizijska struktura je stavljena na vrh celokupne građevine osnivanjem federalnog depozitnog osiguranja 1930. godine. Sve banke članice Federalnih rezervi, a prema tome sve nacionalne banke, dužne su da se osiguraju kod **Federalne korporacije za osiguranje depozita (FDIC)**. Državne banke koje nisu članice zadržavaju opciju da imaju ili nemaju federalno osiguranje depozita, ali praktično su sve komercijalne banke izabrale pokriće federalnog osiguranja depozita, zato što bi se bez toga teško privukli depoziti.

Nije potrebno da budete genije da bi ste shvatili da je postojeći regulatorni aparat u najboljem slučaju glomazan. Sve banke, bez obzira na vrstu ovlašćenja, imaju primarnog federalnog regulatora koji postavlja federalne propise i koji je prvenstveno zadužen da obezbedi pridržavanje propisa. Kod banaka sa federal-

nim ovlašćenjem, primarni federalni regulator je Kontrolor valute. Za banke sa državnim ovlašćenjem koje su članice Sistema federalnih rezervi primarni federalni regulator su Federalne rezerve. FDIC je primarni federalni zakonodavac - regulator za banke sa državnim ovlašćenjem koje nisu članice Sistema federalnih rezervi. Takođe, relevantni državni bankarski organi regulišu banke sa državnim ovlašćenjem.¹ Dalje, Federalne rezerve su zadužene da odrede kojom vrstom aktivnosti banke mogu da se bave. Teško je poverovati da iko može shvatiti o čemu i koga da izveštava.

TABELA 15.2 Status osiguranih komercijalnih banaka 2002. (dolari u milijardama)

Sve komercijalne banke	Broj banaka 7.887		Ukupna aktiva \$7.075	
	Broj	Procenat	Iznos	Procenat
Nacionalne banke	2.078	26	\$3.908	55
Državne banke	5.809	74	3.167	45
Banke članice Federalnih rezervi	3.028	38	5.771	82
Banke nečlanice	4.859	62	1.304	18

Izvor: Federal Deposit Insurance Corporation data for December 31, 2002.

Mada regulatori pokušavaju da koordiniraju svoje aktivnosti, razlike se obavezno javljaju (i javljale su se) u pogledu regulatorne politike i kvaliteta supervizije. Kao rezultat javljali su se periodični pokušaji da se unificira regulatorna struktura. Tri najpoznatija pokušaja su bili predlog Bušove komisije 1984. godine, Predlog Trezora SAD iz 1991. godine i predlog D'Amatoa (senator Alfonse D'Amato iz Njujorka) 1995. godine. Do danas, svi ovi predlozi su propali - velikim delom zbog spornog pitanja koja će agencija za nadzornu kontrolu biti *numero uno*. Do sada je nedostajala volja zakonodavstva da rasformira regulatorni aparat i zameni ga jednostavnom unificiranom strukturom.

¹ Ako u našu diskusiju uključimo i druge deponentne institucije, regulatorna oblast postaje još pretrpanija. Uzajamne štedionice regulišu njihovi državni bankarski organi i FDIC. Štedne i kreditne asocijacije regulišu državni bankarski organi i Kancelarija za superviziju štednje i njih osigurava Fond za osiguranje štednih asocijacija kojim upravlja FDIC. Nacionalna administracija za kreditne unije i državni bankarski organi regulišu kreditne unije.

Propisi za zaštitu individualnih deponenata i stabilnost finansijskog sistema

Suprotno propisima o finansijskim tržištima, masa bankarskih propisa nije bila usmerena na obelodanjivanje.² U stvari, najvažnije informacije o finansijskom stanju banke - rezultati regulatornog **ispitivanja banaka** - se ne objavljuju javnosti na osnovu eksplicitne regulatorne politike. Regulatori periodično „ispituju“ banke da bi utvrdili da li je banka solventna i da li je njena praksa prudenčijalna i sigurna.

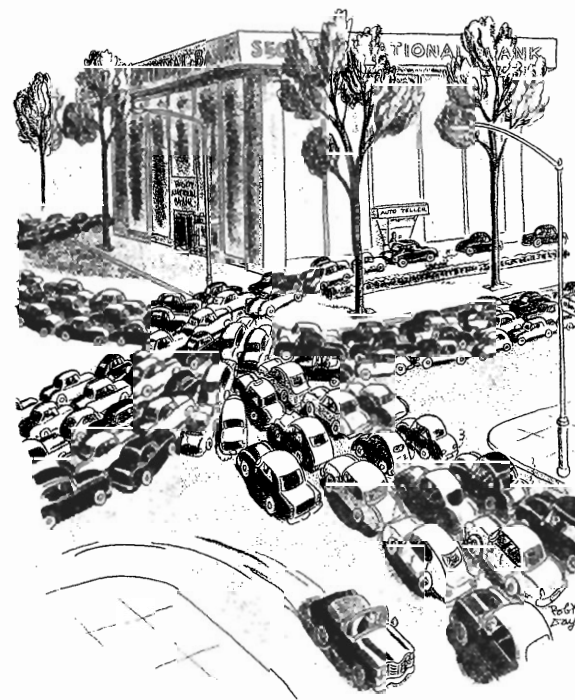
Umesto toga, većina regulatornog napora u bankarstvu se usredsređuje na ograničenje rizika deponenata uz dva glavna cilja na umu: zaštititi nesofisticirane individualne deponente i zaštititi bezbednost i zdravlje ukupnog bankarskog sistema. Ova dva cilja su tesno povezana zato što se glavna obaveza banke - tekući račun - plaća na osnovu pravila: ko prvi dođe biće uslužen. Ova karakteristika stvara potencijal za *juriš na banke* a u ekstremnim slučajevima do bankarske panike u celom sistemu.

Konkretnije rečeno, banke su obavezne da isplate tekuće račune klijenata na njihov zahtev. Ako se deponenti plaše da će banka možda postati nesolventna, svi mogu da stanu u red ispred šaltera i da traže svoje depozite, što i jeste njihovo pravo. Pošto je najveći deo aktive banaka u nelikvidnom obliku (neutrživi krediti), oni se ne mogu prodati brzo za onoliko koliko vrede. Zbog toga će bankama biti izuzetno teško da isplate deponente ako se svi deponenti pojave odjednom. Sve ovo znači da je za deponente sasvim racionalno da povedu takozvani juriš na banku koja je možda nesolventna, jer onima na početku reda biće isplaćen ceo iznos a oni koji su na kraju reda pretrpeće gubitak.

Bankarske panike nastaju kada se juriš na loše banke proširi na dobre banke, jer niko nije u stanju da prepozna razliku između te dve vrste institucija. Juriši na banke su potencijalno *zarazni* zato što je teško proceniti kvalitet bančinih kredita.

Osiguranje depozita. U Sjedinjenim Državama osiguranje depozita koje obezbeđuje FDIC predstavlja glavni mehanizam predviđen da štiti individualne deponente i da sprečava bankarske panike. FDIC je osnovan bankarskim zakonom iz 1933. godine kao odgovor na bolno iskustvo 1920-tih godina, kada je u proseku, oko 600 banaka godišnje išlo u stečaj, kao i posle katastrofalnog iskustva od 1930. do 1933. godine, kada su stečajevi banaka premašili cifru od 2.000 godišnje! Pročitajte ovu rečenicu još jednom, da biste shvatili koliko su veliki ovi brojevi i da biste dobili predstavu o tome koliko je ljudi izgubilo svoje životne uštede kada su banke jedna za drugom nestajale.

² Postoje, međutim, propisi kojima se predviđa puno obelodanjivanje *uslova* finansijskih ugovora koji se nude potrošačima. Ovim propisima od banaka i drugih finansijskih institucija se podjednako zahteva da tačno, jednoobrazno i kompletno prikazuju prinos od proizvoda koje one nude svojim klijentima potrošačima, kao što su kamatne stope i provizije na kredite i hipoteke.



„To je juriš na banku!“

* The New Yorker collection 1969 Robert J. Day from cartoonbank.com. All rights reserved.

Krajem 1933. godine preostalo je manje od 15.000 komercijalnih banaka u poređenju sa 30.000 koliko ih je bilo 1920. godine. Zato ne čudi što je Kongres osnovao FDIC posle ovog istorijskog debakla. Dopunskim zakonodavstvom osnovana je Federalna štedna i kreditna osiguravajuća korporacija (FSLIC) da bi isto činila sa štednim i kreditnim asocijacijama. Posle krize štednje i kredita 1980-tih godina, FSLIC je rasformiran i **osiguranje depozita** u štednim i kreditnim asocijacijama sada pruža FDIC. Nacionalna administracija kreditnih zadruga je 1970. godine inicirala osiguranje depozita preko Nacionalnog fonda za osiguranje udela kreditnih zadruga (NCUSIF) za kreditne zadruge sa federalnim ovlašćenjem.

Osiguranjem depozita postižu se dva cilja. Prvo, osiguranjem depozita do maksimalnog iznosa po računu - sada je to \$100.000 - osiguranje depozita štiti nesofisticirane male štediše (pretpostavka je da ste ako imate više od \$100.000 dovoljno pametni da se brinete o sebi). Drugo, smanjuje se podsticaj da se osigurani deponenti pridruže jurišu na banke. Međutim, znatan broj depozita u ban-

kama SAD prelazi iznos od \$100.000 i tako nisu eksplicitno pokriveni osiguranjem depozita. FDIC smatra da pošto je 99 procenata svih *deponenata* kompletno osigurano (zato što su njihovi depoziti manji od \$100.000), jedan procenat deponenata koji nisu u potpunosti osigurani drže *neosigurana* salda koja predstavljaju jednu četvrtinu dolarske vrednosti ukupnih depozita. Deponent koji nije kompletno osiguran, na primer, jeste neko ko poseduje prenosiv certifikat o depozitu od \$150.000 (koji je osiguran na \$100.000 a neosiguran na preostali deo u iznosu od \$50.000).

Neosigurani depoziti su brinuli bankarske regulatore zbog juriša i panika, tako da su sprovodili stečajevе banaka na način koji je de facto proširio osiguranje. Konkretno, većina stečajeva banaka se sprovodi po metodu *akvizicije i preuzimanja* a ne po **metodi isplate**. Po metodi isplate, FDIC šalje svoje agente u banku, verifikuje evidencije o depozitu i direktno isplaćuje svakom deponentu iznos do limita od \$100.000. Depoziti iznad iznosa od \$100.000 moraju da učestvuju u pokrivanju gubitaka banke. Međutim, po metodi akvizicije i preuzimanja, FDIC daje kompenzaciju zdravoj banci da se merđuje sa bankom u stečaju i da u tom procesu preuzme sve obaveze po depozitima banke u stečaju. U slučaju primene metoda akvizicije i preuzimanja pokriva depozita je 100 procentno.³

Kada je 1984. godine bankrotirala Continental Illinois Bank regulatori su premašili osiguranje bančinih deponenata. Oni su osigurali (posle nastale situacije) skoro svakoga kome je Continental banka dugovala novac. Regulatori su smatrali da će, pošto je Continental banka bila jedna od deset najvećih banaka u Sjedinjenim Državama, nastati ozbiljne ekonomske reperkusije, ne samo za američki finansijski sistem već i za globalni finansijski sistem, ukoliko deponenti i drugi kreditori budu izloženi gubicima. Ubrzo posle toga FDIC je proklamovala doktrinu „suviše velika da bi išla u stečaj“ i obezbedila osiguranje za sve depozite u najvećim bankama u zemlji. Pošto FDIC nije eksplicitno razjasnila koje banke spadaju u tu kategoriju, doktrina o bankama *suviše velikim* da bi išle u stečaj primenjena je na Bank of New England 1991. godine kada je ona bila tek trideset treća banka u zemlji po veličini.

Moralni hazard i osiguranje depozita. Može se zaključiti da je osiguranje depozita krajnje uspešno u postizanju dvostrukog cilja zaštite malih deponenata i sprečavanja bankarskih panika. Najzad, nismo videli ništa što bi se moglo uporediti sa bankarskom krizom od 1930. do 1933. godine. Ipak, osiguranje depozita može da bude mač sa dve oštrice. Kada su deponenti potpuno osigurani državnim garancijom, malo su zainteresovani da monitorišu rizičnost svojih banaka, stvarajući problem **moralnog hazarda** koji je vrlo sličan sa tim problemom kod

3 Politika o stečaju promenjena je Zakonom o poboljšanju FDIC iz 1991. godine, koji zahteva od regulatora da primenjuju strategiju rešenja sa najmanjim troškovima (LCR) na sve osim za najveće banke. Prema strategiji rešenja sa najmanjim troškovima (LCR) mogla bi da se primeni **modificirana isplata** kod koje se neosigurani deponenti izlažu gubicima ali osigurane depozite preuzima druga banka.

kreditiranja, o čemu smo već diskutovali u prethodnom poglavlju. Sve dok premije osiguranja depozita ne zavise od rizika, to jest, one su fiksne (što je do nedavno bio slučaj), akcionari banke imaju svaki podsticaj da učine svoje banke rizičnijim na teret FDIC, zbog toga što akcionari učestvuju disproporcionalno u uspehu dok FDIC disproporcionalno učestvuje u neuspehu (stečaju).⁴

Svakako mogu postojati neutrališuće sile koje bi obeshrabrivale banke da preuzimaju neodgovoran rizik. Kada se radi o malim bankama koje žele da budu u privatnom vlasništvu, vlasnikova averzija prema riziku može da deluje kao kočnica. U slučaju velikih banaka, kojima se upravlja profesionalno, očuvanje dobro plaćenog radnog mesta može da spreči promiskuitetno ponašanje. Averzija prema riziku vlasnika i menadžera, plus ispitivanje banke i drugi regulatorni napor, mogu da budu dovoljni da se neutrališe problem moralnog hazarda.

Na kraju, pitanje da li je moralni hazard ozbiljan problem u regulisanju banaka jeste empirijsko. Ipak, empirijsko istraživanje je vrlo komplikovano jer nije jednostavno reći, čak i *post factum*, da li je banka otišla u stečaj zbog *hotimičnog preuzimanja rizika* ili zbog *loše sreće*. Investicione strategije koje se smatraju bezbednim u momentu njihove implementacije (kao što je odobravanje zajma Indoneziji početkom 1990-tih) mogu kasnije da ispadnu naopake. (Kada je Indonezija doživela kolaps 1998. godine).

Sve do 1980-tih, problem sa potencijalno iskrivljenim podsticajima u vezi sa osiguranjem depozita bio je razumljivo minimalan jer je stopa stečajeva banaka bila vrlo niska. Međutim, kao što smo videli u poglavlju 11, tokom 1980-tih godina, situacija se dramatično izmenila. Prvo, postalo je očigledno da bi gubici proistekli iz krize u štednim i kreditnim institucijama (S&L) bili daleko iznad sredstava kumuliranih u FSLIC. Pored ovoga, shodno predviđanjima po pitanju moralnog hazarda, izgledalo je da su S&L iskoristile nove slobode date Garn - St. Germain zakonom iz 1982. godine da investiraju u rizičnu aktivu. Drugo, pored krize S&L i sama bankarska industrija je pretrpela mnogo više nego za vreme Velike depresije. Kako smo to već izložili u Poglavlju 11, komercijalno bankarstvo postalo je mnogo rizičniji biznis a to nije iznenađujuće jer je krajem 1980-tih godina 200 banaka godišnje išlo u stečaj u poređenju sa manje od deset banaka godišnje u ranijim decenijama.

Ovi događaji su podstakli na razmišljanje o novom pristupu regulisanju banaka. Dalje, argument moralnog hazarda, koji je izgledao neubedljiv do sredine 1980-tih godina, odjednom je postao deo diskusije bankarskih regulatora i

4 Razvoj zvaničnog ekonomskog modela moralnog hazarda je relativno skorašnjeg datuma, ali osnovna zamisao i njena konkretna primena na osiguranje depozita provlači se unazad do prvobitne debate o donošenju zakonskih propisa. Posmatrajmo tipičan stav bankarske zajednice 1933. godine u pogledu ostvarivosti federalnog osiguranja depozita, kako je to i rezimirano u sumornom zaključku: „Plan je svojstveno pogrešan, ... jedan od onih uverljivih, ali prevarantskih, humanih planova koji u stvarnoj primeni služe samo da učine lošijim zlo koje treba da ispravi.“ (*The Guarantee of Bank Deposits*, Economic Policy Commission, American Bankers Association, 1933. p. 43). Na osnovu ovoga, organizovane bankarske grupe generalno su se suprotstavile zakonskim propisima koji su osnovali FDIC.

kreatora politike u Vašingtonu. Tako je nastala koalicija, koju ne treba mešati sa „Moralnom većinom“, sa ciljem da se pristupi regulatornoj reformi. Ali za razliku od regulatorne reforme iz 1930-tih godina koja je izumela osiguranje depozita da zaštiti bezbednost bankarskog sistema od juriša i panika, motivišuća sila 1980-tih godina bila je da se zaštiti integritet fonda za osiguranje depozita (a konačno i američki poreski obveznici) od problema moralnog hazarda koji je nastao zbog osiguranja sa fiksnom premijom. Razmotrimo kreiranu regulatornu politiku.

Zahtevi za kapitalom zasnovani na riziku. Kapital banke suštinski obezbeđuje zaštitu od stečaja. Sve do 1990-tih godina regulatori banaka u SAD bazirali su svoju politiku **adekvatnosti kapitala** primarno na jednostavnom koeficijentu definisanom kao:

$$\text{Koeficijent leveridža} = \frac{\text{kapital}}{\text{ukupna aktiva}}$$

Što je ovaj koeficijent veći, veća je zaštita od stečaja. Definiciju kapitala regulatori su menjali tokom vremena. Međutim, generalno kapital je predstavljao akcijski kapital plus rezerve za gubitke po kreditima plus (ponekad) ograničen broj obaveza koje su se tretirale kao permanentni kapital kao što je subordinirani dug. Regulatori su tražili od banaka da imaju dovoljan kapital da bi ispunile minimalni koeficijent leveridža (koji ponekad varira zavisno od kategorije banke prema veličini) plus dodatni kapital zasnovan na *kvalitativnoj* proceni aktive banke i na kvalitetu menadžmenta. Ova kvalitativna procena je proizlazila iz profila bančinog rizika sagledanog iz nedavnih ispitivanja banke.

Ovaj pristup adekvatnosti kapitala fundamentalno je izmenjen 1990. godine primenom **zahteva za kapitalom na osnovu rizika**.⁵ Zahteve za kapitalom zasnovani na riziku dogovorile su Sjedinjene Države i druge članice **Banke za međunarodna poravnanja (BIS)**, tako da bi zahtevi bili vezani za objektivna merila bančinog rizika na konzistentan način preko nacionalnih granica. Konkretno, aktiva banke se klasifikuje u dve klase rizika (jedan primer se nalazi na tabeli 15.3), s tim što se za rizičniju aktivu zahteva veći kapital. Tako se koeficijent formira sa kapitalom u brojtelju i rizikom prilagođenom aktivom u imenitelju, dajući:

$$\text{Koeficijent kapitala zasnovan na riziku} = \frac{\text{kapital}}{\text{rizikom prilagođena aktiva}}$$

⁵ Da bi merilo bilo odgovarajuće, regulatori banaka još uvek primenjuju tradicionalni koeficijent leveridža pored novog koeficijeta kapitala zasnovanog na riziku.

TABELA 15.3 Koeficijenti kapitala - primer

Safety First National Bank, 31. decembar 2003. (u milionima dolara)			
Aktiva		Pasiva i akcijski kapital	
Gotovina	\$ 100,000	Depoziti & druge obaveze	\$ 950,000
Hartije od vrednosti Trezora SAD	300,000		
Opšte obligacione municipalne obveznice	100,000		
Stambene hipoteke	200,000		
Potrošački i komercijalni krediti	300,000	Capital	50,000
Ukupno	\$1,000,000	Total	\$1,000,000

Koeficijent leveridža. Koeficijent leveridža je:

$$\text{kapital} / (\text{ukupna aktiva}) = \$50.000 / \$1.000.000 = 0,05$$

Koeficijent kapitala zasnovan na riziku. Koeficijent kapitala zasnovan na riziku je kapital podeljen sa „rizikom prilagođenom aktivom“. Rizikom prilagođena aktiva se obračunava ponderisanjem dolar-skog iznosa svake kategorije aktive ponderom rizika predviđenim za tu kategoriju. Za aktivu postoje četiri kategorije rizika:

Kategorija rizika	Opis	Ponder
Kategorija 1	Gotovina & državne hartije od vrednosti	0%
Kategorija 2	Municipalne hartije od vrednost	20%
Kategorija 3	Hipoteke	50%
Kategorija 4	Krediti	100%

U našem primeru, aktiva Safety First National Bank spada u ove kategorije. Rizikom prilagođena aktiva obračunava se množenjem dolarskog iznosa svake kategorije sa ponderom rizika i sabirajući, kako sledi:

Rizikom prilagođena aktiva						
Aktiva	Kategorija rizika	Dolarski iznos	Ponder rizika	Prilagođena aktiva		
Gotovina	1	100,000	3	0	5	0
Hartije od vrednosti Trezora SAD	1	300,000	3	0	5	0
Opšte obligacione municipalne obveznice	2	100,000	3	0.20	5	20,000
Stambene hipoteke	3	200,000	3	0.50	5	100,000
Potrošački i komercijalni kredit	4	300,000	3	1.00	5	300,000
Rizikom prilagođena aktiva						5 420,000

Rizikom prilagođen koeficijent kapitala :

$$\text{kapital} / (\text{rizikom prilagođena aktiva}) = \$50.000 / \$420.000 = 0,119$$

Napomena: Minimalni prihvatljiv koeficijent za ono što se naziva Tier 1 koeficijent zasnovan na riziku je 4 procenta. Iako to je na prvom mestu bezbednost, uz koeficijent 11,9 procenta zadovoljavajuća. Postoji takođe koeficijent ukupnog rizika (nije prikazano) koji je sada 8 procenta i obuhvata drugu stavku u brojtelju.

Ovde je mnogo važnije od tačnog obračunavanja koeficijenata rizičnog kapitala⁶ da se ova izmena regulatorne politike direktno vezuje za problem moralnog hazarda. Konkretno, pošto aktiva banke postaje rizičnija (mereno po kategorijama rizika), koeficijent rizičnog kapitala opada zato što se imenitelj, rizikom prilagođena aktiva povećala. Regulatori će tada prisiljavati banke da neutrališu ovaj povećani rizik aktive sa više kapitala da bi se koeficijent ponovo vratio na odgovarajući nivo. Teoretski, ako su rizične kategorije aktive i definicije kapitala dovoljno precizno utvrđene, ova dva faktora bi neutralisala jedan drugog u potpunosti eliminišući time problem moralnog hazarda. Konkretno, uvek kada banka odluči da bude *rizičnija* investirajući u rizičniju aktivu, od nje bi se zahtevalo da bude *bezbednija* posredovanjem većeg kapitala. U praksi, kategorije rizika su suviše široke da bi se utvrdile razlike u riziku aktive u celini (na primer svi komercijalni krediti se grupišu zajedno bez obzira na razlike među njima u pogledu rizika), ali regulatori bar usmeravaju banke u pravom smeru praveći vezu između rizika banke i adekvatnosti kapitala.

Banka za međunarodna poravnanja (BIS) predložila je 2003. godine nov paket pravila o adekvatnosti kapitala koji je poznat kao Bazel II (u Bazelu je sedište BIS). Glavni problem važećih pravila je što banke mogu da imaju podsticaj da prelaze sa bezbednijih kategorija na rizičnije kategorije potrošačkih i komercijalnih kredita. Nova predložena pravila rešavaju ovaj i druge probleme korišćenjem statističkih alata da bi se razlikovale kategorije zajmova i više koristile mere zasnovane na tržištu. Evropska unija namerava da usvoji nove standarde Bazel II za sve banke Evropske unije ali SAD će verovatno primeniti nova pravila samo na šaćicu velikih banaka sa velikim međunarodnim izloženostima. Za ogromnu većinu američkih banaka, postojeća pravila Bazel I navedena u tabeli 15.3 i dalje će se primenjivati.

Promptni korektivni postupak. Zakon o poboljšanju FDIC iz 1991. godine doneo je nov paket procedura za banke u problemima koji se naziva **promptna korektivna akcija (PCA)**. To je svakako značajan naziv za program kojim se predviđa da se zatvore banke ili štedionice pre nego što one izlože FDIC velikim gubicima. PCA tretira dva problema koja su povezana sa zatvaranjem banaka u stečaju. Prvi problem je *identifikovanje* nesolventnih banaka. U prošlosti, banke su zatvarane kada se ispitivanjem utvrdi da aktiva banke vredi manje od njene pasive; inače bi im rad bio dozvoljen. Ispitivanja banaka su međutim skupa - tako da se one sprovode otprilike samo jednom godišnje, što sugeriše da položaj banke može znatno da se pogorša pre nego što to regulatori saznaju. Pošto banke nisu zatvarane sve dok njihov kapital ne nestane u potpunosti FDIC je gubio dosta novca kada banke odu u stečaj. Drugi problem je nastao iz straha da će regulatori banaka prihvatiti politiku *popustljivosti* kao regulatori S&L tokom 1980-tih godina. Regulatorna popustljivost se dešava kada regulatori ostavljaju jednu nesolventnu instituciju da radi u nadi da će biti u stanju da povrati svoju

6 Za grube detalje pogledajte Marcia Millon Cornett and Anthony Saunders, *Fundamentals of Financial Institutions Management*, (Boston: Irwin McGraw-Hill, 1999).

solventnost. U stvarnosti, to je pristup da „nada uvek postoji“ prema bankarskom menadžmentu - koji, ako se setite poglavlja 12, nije među cenjenim metodama za postupanje sa neusklađenošću aktive i pasive.

Kongres je doneo PCA za rešavanje ovih problema *prisiljavajući* regulatore da primene blagovremeno korekcije u problematičnim bankama kada postanu rizičnije. Ovo se postiže uspostavljanjem pet kategorija ili zona adekvatnosti kapitala, koje se kreću od najbezbednijih banaka u prvoj zoni (klasificirane kao *dobro-kapitalizovane*) do najrizičnijih u petoj zoni (klasificirane kao *kritično podkapitalizovane*). Kao što je ilustrovano na tabeli 15.4 kada se banke nađu ispod *dobro kapitalizovane* zone, regulatori su *dužni* da preduzmu posebne sanacione mere. Ukoliko se i dalje pogoršava kapitalizacija banke, primenjuju se još strožije mere, tj. izvršice se restrikcija većeg dela bančinih aktivnosti. Konačno, ako banka spadne u najlošiju zonu (gde je njen koeficijent leveridža ispod 2 procenta), regulatori su primorani da pokrenu postupak za zatvaranje banke, sem ukoliko ne postoje neki posebni uslovi.⁷ PCA se tako bavi regulatornom popustljivošću znatno ograničavajući diskreciono pravo regulatora i rešava konsekvence problema identifikacije izmenom pravila o zatvaranju banke. Po ranijem pravilu, banke su zatvarane samo kada njihov kapital padne ispod nule. Prema PCA, banke su obavezne da preduzmu sanacione mere postepeno i zatvaraju se kada koeficijent leveridža padne ispod 2 procenta, čak i ako je akcijski kapital još uvek pozitivan.

Premije za osiguranje rizičnih depozita. Zakon o unapređenju FDIC iz 1991. godine traži da FDIC uvede **premiju za osiguranje zasnovanu na riziku**. U prošlosti, sve banke su plaćale istu premiju po dolaru depozita - nezavisno od njihovog rizika. Kao što smo gore naveli, odlika *fiksne premije* za osiguranje depozita doprinela je da se pojavi problem moralnog hazarda zato što su banke mogle da postanu rizičnije a da ne plate za to. Teoretski, ako su premije za osiguranje depozita precizno postavljene da se svako povećanje bančinog rizika u potpunosti unosi u povećanje premije za osiguranje depozita, tada će benefiti akcionara od promene rizika biti potpuno pometeni premijom osiguranja. Tako, precizno utvrđene premije za osiguranje depozita na osnovu rizika ne bi samo štatile fond za osiguranje depozita zaračunavanjem *aktuarski zdravih* premija, već bi istovremeno delovale protiv moralnog hazarda.

7 Naravno, postoje rupe u zakonu i pravne taktike koje menadžeri i akcionari mogu da koriste da bi odložili zatvaranje banke, zbog čega Kongres razmatra nacrt zakona da se odstrele svi advokati (sem onih koji su članovi Kongresa).

TABELA 15.4 Kratak pregled promptnog korektivnog postupka (PCA)* (sve restrikcije u jednoj kategoriji primenjuju se takođe i na sve niže kategorije).

Zona	Mandatne odredbe	Diskrecione odredbe
1. Dobro kapitalizovana	-	-
2. Adekvatno kapitalizovana	Nema brokerskih depozita sem uz odobrenje FDIC†	-
3. Podkapitalizovana	Podleže povećanom monitoringu	Nalažu dokapitalizaciju
	Suspenduju dividende i proviziju upravi	Ograničavaju transakcije između afilijacija
	Plan za obnavljanje kapitala mora da se dostavi u roku od 45 dana	Ograničavaju kamatne stope na depozite
	Ograničava rast aktive	Zamena viših službenika i direktora
	Potrebna prethodna saglasnost za akviziciju novih filijala i novih linija poslovanja	Zahteva divestiranje ili prodaju institucije
	Nema primanja depozita	Ograničavaju neke druge aktivnosti
		Druge akcije koje bi bolje sprovele promptnu korektivnu akciju
4. Značajno potkapitalizovana	Bonusi i povišice za više službenike ograničeni	Uslovljavaju smanjenje ukupne aktive
	Nalažu rekapitalizaciju ‡	Ograničavaju sve aktivnosti koje povlače veliki rizik
	Ograničavaju međufilijacijske transakcije‡	Zabranjuju depozite od korespondentnih depozitnih institucija§
	Ograničavaju stope na depozite‡	Zabranjuju holding kompaniji da plaća dividende bez predhodnog odobrenja Fed-a
		Nalažu divestiranje ili likvidaciju subsidijarne jedinice

5. Kritično potkapitalizovana

Mora se uvesti prinudna uprava u roku od 90 dana, sem ukoliko odgovarajuće agencije ne odluče da bi druge mere postigle cilj promptnog korektivnog postupka.

Stalni nadzor šefova bankarskih agencija neophodan je da bi se izbegao stečaj posle 90 dana

Zabranjuje se plaćanje glavnice ili kamate na subordinirani dug bez saglasnosti FDIC

Neke druge aktivnosti su ograničene

Mogu se propisati dodatne restrikcije na aktivnosti

* Ova tabela obuhvata sve odredbe Zakona o poboljšanju FDIC iz 1991. godine koje se zajedno nazivaju deo promptnog korektivnog postupka.

† Na brokerski depozit investitor daje novac akcijskom brokeru koji kupuje certifikat o depozitu u ime klijenta.

‡ Neće se zahtevati ako su ispunjeni neki uslovi ili ako je primena neusaglašena sa ciljem promptnog korektivnog postupka.

§ Korespondentna deponentna institucija je deponentna institucija koja regularno kupuje (ili prodaje) usluge banke. Mnoge banke prodaju usluge drugim bankama

Izvor: Federal Reserve press releases.

Praktično govoreći, bilo bi vrlo teško precizno povezati premije sa rizikom. Rizik u bankarstvu, posebno kreditni rizik vezan za neutržive kredite, teško je kvantifikovati. Ipak, neka povezanost između nivoa premije i rizika bi bila neki napredak u odnosu na status quo. FDIC sada povezuje premije osiguranja depozita sa rizikom preko zona PCA i kvalitetne procene regulatora.

Teoretski, istovremeno uvođenje zahteva za kapitalom zasnovanih na riziku i premija osiguranja depozita zasnovanih na riziku nije neophodno. Konačno, bilo kojim od njih teoretski se može eliminisati problem moralnog hazarda; donošenje propisa za oba slučaja znači preterivanje. Ali, kao što smo ranije napomenuli, zahtevi za kapitalom, zasnovani na riziku, ne mogu u potpunosti da obuhvate sve razlike između rizika koji postoje u bankama. Isti je slučaj i sa premijama za osiguranje depozita zasnovanih na riziku. Postojanje ovih problema merenja sugerise da istovremena primena kapitala, zasnovanog na riziku i premija za osiguranje depozita zasnovanih na riziku, od kojih je svaki povezan sa rizikom na nešto drugačiji način, može da bude efikasniji način za rešavanje problema moralnog hazarda.

Regulisanje nedepozitnih finansijskih posrednika

Kako će se regulisati status finansijskih posrednika zavisi u velikoj meri od vrste obaveza koje emituju. Penzioni fondovi i društva za životno osiguranje, na primer, čvrsto su regulisani zato što njihove obaveze kupuju mali investitori. Tako, ključni cilj regulisanja ove dve institucije jeste zaštita malih investitora - kao što je i sa regulisanjem banaka. Finansijske kompanije, s druge strane, dolaze do svojih sredstava emisijom duga i akcijskog kapitala, vrlo slično kao i proizvodne kompanije, tako da praktično ne nailazimo ni na koji propis izvan zakona o hartijama od vrednosti koji reguliše hartije od vrednosti kojima se javno trguje.

Zbog značaja da se zaštititi mali investor, postoje bliske paralele između načina kako se regulišu penzioni fondovi i načina kako se regulišu komercijalne banke. Najizrazitija sličnost je postojanje državno sponzorisanе garancije obaveza. U slučaju penzionih fondova, **Zakonom o osiguranju prihoda za penzionisanje zaposlenih (ERISA - Employee Retirement Income Security Act)** iz 1974. osnovana je Korporacija za garantovanje penzionih sredstva (prijatelji je nazivaju Penny Benny), koja garantuje planove definisanih penzionih nadoknada koje su sada nešto preko \$30.000 po osobi. Garancija je malo komplikovanija u slučaju društava za osiguranje života koja su u najvećem broju regulisana na nivou država.

Da bi se upravljalo rizikom stečajeva i da bi se zaštitili garanti, aktivnosti penzionih fondova i društava za životno osiguranje su visoko regulisane. ERISA predviđa minimalna izveštavanja, obelodanjivanje i investicione standarde. Državne komisije za osiguranje donose zahteve za kapitalom zasnovanom na riziku i obavljaju periodične revizije uglavnom kako regulatori banaka to čine u svom regulisanju komercijalnih banaka. Regulisanje osiguranja ide tipično i izvan finansijskih restrikcija da bi se uključile implicitne i eksplicitne restrikcije u vezi sa formiranjem cena pojedinih proizvoda.

Uzajamne fondove reguliše SEC u skladu sa odredbama Zakona o hartijama od vrednosti iz 1940. godine i ovi fondovi podležu i propisima država. Razlozi za regulisanje uzajamnih fondova su slični razlozima za regulisanje hartija od vrednosti - zaštita individualnih investitora kroz puno obelodanjivanje. Ovo je, naravno, drugačije nego kada se radi o bankama, penzionim fondovima i društvima za životno osiguranje gde regulisanje ima za cilj zaštitu malih investitora i držalaca polise ograničavanjem rizika koji preuzimaju posrednici. Sličnost između regulisanja uzajamnih fondova i individualnih hartija od vrednosti pro-

izilazi iz činjenice da uzajamni fondovi skoro isključivo ulažu u utržive hartije od vrednosti.⁸

Gde se sreću regulativa tržišta hartija od vrednosti i banaka: Glass - Steagall zakon, srušena barijera

Zakoni doneti 1933. i 1934. godine dali su regulatorni okvir za veliki deo industrije finansijskih usluga za period od pola veka. Veliki deo ovog okvira, Glass - Steagall zakon iz 1933. godine, odvojio je bankarsku industriju od ostalog dela industrije finansijskih usluga, naročito od hartija od vrednosti i osiguranja. Banke su bile sprečene da poseduju korporacijske akcije i da se bave drugim aktivnostima za koje se smatralo da su suviše rizične, sa Federalnim rezervama u svojstvu sudije. U ovom odeljku nastavljamo diskusiju iz poglavlja 12 i ispitujemo restrikcije koje su razdvojile industriju finansijskih usluga, zbog čega su te restrikcije donete i zbog čega su sada skoro potpuno odbačene.

Poreklo zakona Glass - Steagall

Pre 1933. godine, investiciono i komercijalno bankarstvo obavljalo se pod istim krovom. J. P. Morgan & Company, na primer, bila je investiciona i komercijalna banka. Kongres je 1933. doneo Glass - Steagall zakon pošto su kongresne rasprave pripisale krivicu za finansijski kolaps 1930-tih godina komercijalnim bankama i njihovim aktivnostima sa hartijama od vrednosti. Mišljenje koje je preovladalo u to vreme je bilo da investiciono bankarstvo, naročito pokroviteljstvo emisija korporacijskih hartija od vrednosti je previše rizično za banke i zbog toga predstavlja veliku opasnost za stabilnost finansijskog sistema. Mada čvrstih empirijskih dokaza koji bi potvrdili ovu tvrdnju nije bilo dovoljno, ostrašćena retorika nije izostala i Kongresu je bilo potrebno uže za spasavanje. Rezultat: Zakon Glass - Steagal posebno je zabranio komercijalnim bankama i firmama za hartije od vrednosti da igraju u dvorištima onih drugih, uključujući zabranu bankama da upisuju korporacioni dug i korporacioni kapital. Kao direktna posledica ovog zakonodavstva, moćna kuća Morgan podeljena je na dve - J. P. Morgan (banka), koja je zadržala pravo da otvara tekuće račune, i Morgan Stanley (investiciona banka), koja je preuzela sve korporacijske upise.

⁸ Regulisanje investicionog fonda na novčanom tržištu je nešto sasvim drugo. Konkretno, novčanim fondovima je zabranjeno da investiraju u bilo koju aktivu i instrumente klasifikovane kao neinvesticione. Logična pozadina ove restrikcije je da se oslobađa te vrste obaveza na novčanom tržištu. Pošto investitori mogu da otkupe svoje akcije po fiksnoj vrednosti (često putem čeka), one su vrlo slične bančnim depozitima. Slično depozitima po viđenju, regulisanje se fokusira na otklanjanje investitorovog rizika.

Erozija Glass - Steagall zakona

Da bi se suprotstavile velikoj konkurenciji slabije regulisanih institucija, komercijalne banke su izvršile pritisak na Federalne rezerve i na sudove da se ukinu barijere propisane Zakonom Glass - Steagall i povezanim zakonskim propisima. Treba naglasiti da su 1960-tih godina bankarske organizacije počele da koriste *holding kompanije sa jednom bankom* kao sredstvo za ulazak u *nebankarske* aktivnosti, kao što je hipotekarno bankarstvo, lizing i obrada podataka. Konkretno, *holding kompanija* bi obavljala ove aktivnosti preko *nebankarskih* subsidijara. Ovo je prouzrokovalo zabrinutost regulatora i konkurenata banaka (ne nužno tim redom) da će ekspanzija *nebankarskih* aktivnosti srušiti barijere uspostavljene Zakonom Glass - Steagall. Ova zabrinutost dovela je do donošenja izmena Zakona o bankarskim holding kompanijama 1970. godine, kojim se ovlašćuju Federalne rezerve da određuju koje su aktivnosti dozvoljene u svim bankarskim holding kompanijama.

Da bi jedna aktivnost bila dozvoljena, Federalne rezerve su morale da utvrde da li je aktivnost „blisko vezana za bankarstvo“. Ovo je u praksi dovelo do igre između banaka, regulatora i sudova. Banke bi ispitivale teren uključanjem u nove aktivnosti a zatim bi čekale da vide (*post factum*) da li će im se Federalne rezerve suprotstaviti. Ponekad bi industrija hartija od vrednosti ili druge ugrožene grupe protestovale zbog odluke Federalnih rezervi, prepuštajući sudu donošenje konačne odluke. Tokom ovog procesa, koji je detaljno opisan u poglavlju 12, banke su tokom 1970-tih i 1980-tih godina osvajale sve veću i veću slobodu za obavljanje netradicionalnih bankarskih aktivnosti.

Glavni prodor je učinjen 1989. godine kada su Federalne rezerve dale ovlašćenje za pet banaka da mogu da upišu emisiju korporacijskog duga. Upis je morao da se obavi u subsidijaru holding kompanije, nazvanom „**Sekcija 20 afilijacija**“, a ograničenja su se odnosila na obim upisa i na transakcije između afilijacija. Ipak to je bila prekretnica. Federalne rezerve su zatim dale dozvole mnogim bankama za upisivanje korporacijskog duga, ublažile ograničenja u pogledu obima a data je čak i dozvola nekim bankama da upišu korporacijski akcijski kapital.

Od 1999. godine, Zakonom Gramm - Leach - Bliley odobreno je afilijacijama finansijskih holding kompanija da se bave komercijalnim, investicionim i trgovinskim bankarstvom, kao i upisivanjem osiguranja. Ukupna odgovornost za regulisanje ovih novih finansijskih holding kompanija je na Federalnim rezervama, u njihovoj ulozi vrhunskog regulatora. Individualne afilijacije holding kompanija regulišu funkcionalni supervizori, kao što je Komisija za hartije od vrednosti. Ovaj regulatorni okvir povezuje dva pristupa regulativi: obelodanjivanje i inspekciju kao što je prikazano na početku ovog poglavlja. U početku je postojala zabrinutost da će Federalne rezerve biti suviše rigorozne u svojoj regulativi prema nedepozitnim afilijacijama, ali takozvane „Fed-lite“ odredbe ograničavaju ulogu Fed-a u pogledu prevencije finansijskih problema u ovim

nedepozitnim afilijacijama da se ne bi ugrozilo stanje fondova za osiguranje depozita.

Federalne rezerve su dobile ovlašćenje za nadzor zato što osiguranje depozita dozvoljava deponentnim institucijama da mobilišu sredstva po nižoj ceni. Kada se beneficije osiguranja depozita prošire na investicione banke i afilijacije za osiguranje, rizik fonda za osiguranje depozita (a samim tim i poreskih obveznika) povećava se. Ranije, finansijske kontrole, poznate kao **fajervols**, korišćene su da se komercijalne banke izoluju od uspona i padova subsidijara za investiciono bankarstvo. Novi zakonski propisi su učinili da fajervols skoro budu suvišni a da umesto toga Federalne rezerve imaju ovlašćenje da obezbede adekvatnost kapitala konsolidovanih holding kompanija i da obezbede da deponentne institucije ne budu ugrožene aktivnostima drugih afilijacija. Za ovaj regulatorni okvir potrebna je velika saradnja između različitih regulatornih tela u SAD, a u nekim slučajevima i između regulatora iz drugih zemalja.

Rizik univerzalnog bankarstva

Pitanje rizika je postalo ključno pitanje u raspravi o Zakonu Gramm - Leach - Bliley. Pojedinci tvrde da bi rizik u aktivnostima sa hartijama od vrednosti, posebno poslovi pokroviteljstva emisija hartija od vrednosti, kako je navedeno u poglavlju 14, mogao da ugrozi stabilnost bankarskog sistema. Sa osiguranjem depozita i doktrinom „suviše velika da bi propala“ međutim, sistemski rizik nije realno pitanje. Važnije pitanje je izloženost fonda za osiguranje rizika tj. da li bi gubici banaka u aktivnostima sa hartijama od vrednosti vodili u više stečaja banaka i u znatne gubitke za FDIC?

Naša diskusija o modernoj teoriji portfolija, u poglavlju 7, ukazala je na to da rizik portfolija hartija od vrednosti zavisi ne samo od rizičnosti prihoda pojedinih hartija od vrednosti, već i od korelacije prihoda između tih hartija od vrednosti. Unesite reč *aktivnosti* umesto reči *hartije od vrednosti* u prethodnoj rečenici i to primenite na bankarsku organizaciju viđenu kao portfolio aktivnosti. Implikacija je jasna: Upravo zato što je investiciono bankarstvo rizičnije od komercijalnog bankarstva ne znači da će *kombinacija* ova dva bankarstva nužno biti rizičnija od samog bankarstva. Ako je korelacija prihoda od ove dve aktivnosti prilično niska, onda benefiti diversifikacije mogu da učine da organizacija bude bezbednija kada se komercijalno bankarstvo i investiciono bankarstvo kombinuju pod istim kišobranom. Dalje, ako se odobre druge *nebankarske* aktivnosti pored investicionog bankarstva, moguće je ostvariti dodatne benefite diversifikacije. Evropska unija, na primer, odobrila je organizacije **univerzalnog bankarstva** u kojima komercijalno bankarstvo može da se spoji sa investicionim bankarstvom i aktivnostima životnog osiguranja. U okviru Zakona Gramm - Leach - Bliley, univerzalno bankarstvo je dozvoljeno u Sjedinjenim Državama, ali samo nekoliko najvećih banaka je odlučilo da iskoristi sve odredbe tog zakona.

Konačno, pitanje rizika i univerzalnog bankarstva je empirijsko pitanje. Bez sumnje, poslovanje hartijama od vrednosti je jedno od najrizičnijih aktivnosti finansijskih usluga - naročito rizičnije od bankarstva, životnog osiguranja i osiguranja od požara i nesrećnih slučajeva. Međutim, postoje dokazi koji pokazuju da diversifikacija ima svoje prednosti. Posebno, postoje kombinacije (tj. portfoliji) bankarskih i drugih nebankarskih aktivnosti koji bi rizik kombinovanja smanjile ispod samog bankarskog rizika i koje bi mogle čak i da doprinesu povećanju očekivanog prihoda.⁹ Nije sasvim jasno da li bi ove kombinacije sa smanjenim rizikom bile izabrane ako bi bankama bilo dozvoljeno da u potpunosti učestvuju u tim aktivnostima. Ali, izgleda da je došlo vreme da se prepusti bankama da same o tome odlučuju.

REZIME

1. Glavna motivacija za regulisanje tržišta hartija od vrednosti jeste zaštita individualnih investitora. Najvećim delom ovo se postiže unapređenjem punog obelodanivanja informacija na primarnom tržištu, kada se emituju hartije od vrednosti ili posle emisije, kada se hartijama od vrednosti trguje na sekundarnim tržištima.
2. Banke mogu imati nacionalno ili državno ovlašćenje. Primarni regulator banke sa nacionalnim ovlašćenjem je Kancelarija kontrolora valute. Državne bankarske vlasti, federalni regulator i Federalne rezerve (ako su banke članice Sistema federalnih rezervi) ili FDIC (ako nisu članice Sistema federalnih rezervi) regulišu banke sa ovlašćenjem države.
3. Zaštita individualnih deponenta i očuvanje stabilnosti bankarskog sistema su dva najvažnija cilja regulisanja banaka. Federalno osiguranje depozita je kamen temeljac regulative za postizanje ovih ciljeva. Osiguranje depozita je bilo vrlo uspešno u sprečavanju bankarske panike. Međutim, to povlači moralni hazard zato što se na taj način odbacuje podstrek deponenta da disciplinuju banke u smislu sprečavanja preuzimanja prevelikog rizika. Značajne promene u bankarskoj regulativi izvršene su početkom 1990-tih godina, velikim delom da bi se rešio problem moralnog hazarda. Tri najvažnije izmene bile su: *zahtevi za kapitalom na osnovu rizika*, *promptni korektivni postupak* i *premije osiguranja depozita na osnovu rizika*.
4. Zakon Glass - Steagall iz 1933. godine odvojio je industriju komercijalnog bankarstva od industrije investicionog bankarstva. Tokom zadnjih nekoliko decenija ova podela je erodirana raznim izgovorima i promenama politike Federalnih rezervi. Zakonom Gramm - Leach - Bliley iz 1999. godine ukinut je Zakon Glass - Steagall

⁹ Pogledajte Anthony Saunders and Ingo Walter, *Universal Banking in the United States* (New York Oxford University Press, 1994).

i dozvoljeno je holding kompanijama da se bave univerzalnim bankarstvom. Postoje dokazi o prednostima diversifikacije za davanje kompletnog ovlašćenja finansijskim holding kompanijama za angažovanje u aktivnostima investicionog bankarstva.

KLJUČNI TERMINI

Adekvatnost kapitala, str. 318	Komisija za hartije od vrednosti (SEC), str. 309	Premije osiguranja depozita na osnovu rizika, str. 321
Banka za međunarodna poravnanja, (BIS), str. 318	Komisija za trgovinu robnim fjučersima, str. 310	Promptni korektivni postupak, (PCA) str. 320
Dualni bankarski sistem, str. 312	Kontrolor valute, str. 312	Sekcija 20 afilijacija, str. 326
Evropska unija, str. 307	Metod isplate, str. 316	Univerzalno bankarstvo, str. 327
Fajervol, str. 327	Modifikovana isplata, str. 316	Zahtevi za kapitalom zasnovani na riziku, str. 318
Federalna korporacija za osiguranje depozita (FDIC), str. 312	Moralni hazard, str. 316	Zakon o insajderskoj trgovini, str. 310
Federalne rezerve, str. 310	Nacionalna asocijacija dilera hartijama od vrednosti, str. 310	Zakon o obezbeđenju penzijskog prihoda zaposlenih (ERISA), str. 324
Ispitivanje banke, str. 314	Osiguranje depozita, str. 315	
Izveštaj 10K, str. 310	Preliminarni prospekt, str. 309	
Izveštaj o registraciji, str. 307		

PITANJA

- 15.1 Koje vrste informacija su dužne da obelodane kompanije koje emituju hartije od vrednosti kojima se trguje?
- 15.2 Koji su događaji ranih 1930-tih ubrzali donošenje zakona koji su obeležili prvu polovinu veka u SAD?
- 15.3 Na koji način se osiguranjem depozita sprečava juriš na banke?
- 15.4 Kako zahtevi za kapitalom zasnovani na riziku, promptni korektivni postupak i osiguranje rizičnih depozita utiču na problem moralnog hazarda u vezi sa osiguranjem depozita?
- 15.5 Šta je to univerzalno bankarstvo i zašto bi moglo da bude bezbednije od same komercijalne banke?

- 15.6 *Pitanje za diskusiju:* zahtevi za obelodanjivanje u Sjedinjenim Državama nameću emitentima mnoge troškove, uključujući troškove registracije, računovodstvene troškove i troškove za podnošenje izveštaja. Da li su benefiti vredni tih troškova? Ako je tako, zašto su tržišta evro-obveznicama bila tako uspešna i bez nametanja zahteva za obelodanjivanjem?

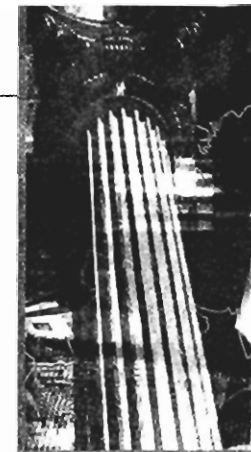


MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Kreiranje finansijskog sistema



Možete li da zamislite da se od vas zahteva da izgradite finansijski sistem počevši od nule? Verovali ili ne, ovakav zahtev, u poslednje vreme, veoma često postavljaju istočno-evropske zemlje koje su napustile komunizam i sistem centralnog ekonomskog planiranja i okrenule se kapitalizmu. Ove zemlje se, doslovno, suočavaju sa problemom izgradnje finansijskog sistema od samog početka.

Kada malo bolje razmislimo, ovaj problem ne mora da bude baš tako veliki. Ipak ste upravo završili sa proučavanjem prethodnih poglavlja svog omiljenog udžbenika koja su dala sve ključne komponente. Izgraditi nov finansijski sistem - nema problema. Samo ga modelirajte prema američkom finansijskom sistemu. Počnite sa tržištem akcija, kao što je Njujorška berza. Potom dodajte neke zakone koji su izrađeni prema Zakonu o hartijama od vrednosti iz 1933. godine, kako bi zaštitili investitore kroz puno obelodanjivanje i formirajte regulatorno telo kao što je SEC da sprovodi ove zakone. Za bankarsko poslovanje, ustanovite sistem za osiguranje depozita radi zaštite malih deponenata i obezbeđenja finansijske stabilnosti. Da biste bili sigurni da banke neće zloupotrebljavati sistem osiguranja depozita postajući suviše rizične, pratite i kontrolišite poslovanje bankarskih organizacija i ograničavajte njihovo pravo vlasništva u akcijskom kapitalu drugih (nefinansijskih) kompanija.

Da li je ovo kraj priče? Ne sasvim - obično nije sve tako jednostavno. Pokazaće se da američki model nije jedini koji postoji. U stvari, neke od najnaprednijih svetskih ekonomija su izabrale sistem koji se veoma razlikuje od našeg. Na primer, nemačka i japanska ekonomija su izabrale *bankarsko-orijentisani* finansijski sistem. Sjedinjene Države i Velika Britanija imaju međutim *tržišno-orijentisani* sistem. Zašto? Koji je bolji? I koji od ovih sistema više odgovara novim istočno-evropskim ekonomijama i

drugim zemljama u tranziciji ka kapitalizmu? U ovom poglavlju, naša pažnja će biti usmerena na pomenuta pitanja.

Zbog toga što su bankarsko-orijentisani i tržišno-orijentisani sistemi glavne alternative, počinjemo sa analiziranjem pozitivnih i negativnih strana svakog od ovih sistema. Potom ćemo proučiti četiri najnaprednija finansijska sistema u svetu: Nemačka, Japan, Velika Britanija i Sjedinjene Države, kako bismo ustanovili zašto su Nemačka i Japan bankarsko-orijentisani sistemi, a Velika Britanija i Sjedinjene Države tržišno-orijentisani sistemi. Na kraju, vraćićemo se na zemlje u tranziciji, uz opažanje kako bi ove zemlje mogle same da izgrade svoje sopstvene finansijske sisteme.

Kreiranje informacionog i finansijskog sistema

Finansijski sistemi imaju mnogo toga zajedničkog. Na primer, svi finansijski sistemi imaju **platni sistem** - a to znači, sistem koji omogućava obradu čekova i elektronski transfer sredstava među klijentima i poslovnim kompanijama. U većini ovih sistema postoje specijalizovani finansijski posrednici, kao što su štedne institucije i kreditne zadruge. Praktično, svi ovi sistemi imaju određeni oblik osiguranja depozita. Takođe imaju i **centralne banke**. Međutim, uprkos ovim sličnostima, postoje i znatne razlike, naročito u pogledu načina kako kompanije obezbeđuju finansiranje. Konkretno, privatno vlasništvo nad kompanijama dovodi do pojave dva fundamentalna problema koje mora da reši finansijski sektor, a to su: konflikt između akcionara i kreditora i konflikt između menadžera i akcionara. Nije iznenađujuće što se naš stari neprijatelj, asimetrične informacije, nalaze u korenu oba. Prvo ćemo videti kako asimetrične informacije dovode do pojave konflikta između akcionara i zajmodavca i menadžera i akcionara, a potom ćemo ukazati na mogućnost organizovanja finansijskog sistema koji će rešavati ove probleme.

Konflikt između akcionara i kreditora

Prvi put smo pomenuli problem asimetričnih informacija kod kreditiranja u poglavlju 11, a kasnije ga u većoj meri razmatrali u poglavlju 14. U ovom poglavlju ćemo se vratiti istom problemu u svetlu **konflikta između akcionara i kreditora**, zato što su ovde precizno definisane strane na koje se problem odnosi, naime, na akcionare i zajmodavce. Prisetićemo se da se asimetrične informacije kod poslovnih kredita javljaju u dva oblika. **Negativna selekcija** se javlja zato što vlasnici firme (akcionari) imaju podsticaj da umanje svoju stvarnu rizičnost

da bi se zadužili i pod povoljnijim uslovima. **Moralni hazard** znači da firme imaju podsticaj da postanu rizičnije pošto dobiju kredit, zato što ograničena odgovornost čini da su akcionari više zainteresovani za uspeh nego što ih brine neuspeh. Podsetimo se takođe da su ovi problemi mnogo veći kod malih kompanija nego kod velikih, zato što postoji mnogo više javno raspoloživih informacija o velikim kompanijama, nego o malim. Znači da je kreditorima lakše (pre nego što daju novac na kredit) da procene rizik firme kada je firma veća, nego kada je ona mala, kao i da je mnogo lakše da kreditori (posle odobravanja kredita) primete svaku promenu u ponašanju firme kada je firma velika nego kada je mala.

Konflikt između menadžera i akcionara

Konflikt između akcionara i kreditora nije jedina teškoća koja se nalazi u osnovi problema asimetričnosti informacija. Sličan problem se javlja zato što u većini velikih poslovnih kompanija, akcionari delegiraju upravljanje kompanijom na profesionalnog menadžera. Vlasnici bi želeli da menadžer vodi firmu u najboljem interesu vlasnika. To znači da oni žele da menadžer maksimalno uveća vrednost firme, što se ponekad naziva maksimalno povećanje bogatstva akcionara maksimiziranjem vrednosti akcija.

Na žalost, menadžeri firme nekad mogu imati u vidu drugačije ciljeve, na primer da *minimiziraju* svoje napore, a *maksimiziraju* sebi platu i slobodno vreme koje provode na golf terenima ili dobrotvornim teniskim turnirima. Menadžeri mogu imati za cilj maksimiziranje veličine firme - ne zato što bi to uvećalo bogatstvo akcionara, već zato što bi to maksimiziralo ličnu moć menadžera i možda vidljivost menadžera na nacionalnim TV reklamama. Mogu želiti da maksimiziraju „privilegije“ koje donosi položaj, kao što su vožnja najskupljih automobila kompanije ili let najskupljim mlaznjakom kompanije ili najluksuznije opremljena kancelarija. Najvažnije, menadžeri žele da sačuvaju svoj posao. Zato se može dogoditi da menadžer, na primer, odabira krajnje sigurne strategije za firmu, suprotno strategijama maksimiziranja vrednosti koje mogu da nose više rizika - ali i znatno veći očekivani prihod.

Može izgledati da se razlike između ciljeva akcionara i menadžera mogu lako rešiti. Ako menadžer odbije da rukovodi kompanijom u najboljem interesu akcionara: *Otpustite menadžera!* Međutim, nekoliko stvari čini ovo težim nego što zvuči. Prvo, *asimetrične informacije* čine vrlo teškim monitorisanje aktivnosti izvršnog direktora (CEO) da bi utvrdilo da li akcije menadžera uvećavaju vrednost ili služe ličnim ciljevima. Na primer, golf može doneti mnogo novih poslova a dobrotvorni teniski turniri mogu doprineti reputaciji firme. Mlaznjaci korporacije mogu uštedeti dragoceno vreme izvršnog direktora. Brzi rast firme ponekad *jeste* najbolja strategija za maksimalno uvećanje bogatstva akcionara. A ponekad je najbolji projekat onaj koji je najsigurniji.

Akcionari moraju aktivno da monitorišu poslovanje svog menadžera kako bi prodrli kroz ovaj veo asimetričnih informacija - a to je veoma teško. Ovde se

javlja još jedan problem. U velikim kompanijama kojima se javno trguje, sa hiljadama akcionara, moguće je da nema nikakvog podsticaja za bilo kog pojedinca da monitoriše menadžera: Svaki akcionar razmišlja ovako, „Posedujem samo mali deo kompanije; zašto bih proveo pola svog života u psihoanaliziranju motiva menadžera, kada je benefit za mene suviše mali da bi opravdao trošak? Neka to neko drugi radi.“ Ovo je potpuno racionalna odluka. Na žalost, svaki akcionar dolazi do istog zaključka, pa su CEO i ostali menadžeri slobodni da čine što im je volja.

Međutim, kod strogo držanih firmi kod kojih veliki broj akcija poseduje jedan investitor, obično postoji dosta razloga za monitorisanje jer vlasnik ima dovoljan broj akcija, tako da povećanje cene akcija koje donosi poboljšana efikasnost menadžementa, više nego nadoknađuje troškove monitoringa. Dalje, vlasnik u strogo držanoj firmi često ima moć da vrši kontrolu nad bordom direktora firme i da otpusti menadžment ako se ponašaju na način da ostvaruju svoje ciljeve. U privatnim firmama, gde su vlasnik i menadžer često jedna ista osoba, ovaj problem (naravno) potpuno nestaje - menadžer uvek mora da deluje u najboljem interesu vlasnika; zato što *menadžer jeste vlasnik!* Prema tome, problem između menadžera i akcionara je zaista problem velikih firmi, a najakutniji je kod firmi u difuznom vlasništvu kojima se javno trguje i koje vode profesionalni menadžeri.

Rešavanje konflikta i kreiranje finansijskog sistema

Tabela 16.1 daje rezimirani prikaz odnosa između veličine firme i ova dva problema na koja smo upravo ukazali. Konflikt između akcionara i kreditora, koji se ponekad naziva i *problem pomeranja rizika*, značajan je za male firme (gornje levo polje) zato što ima vrlo malo raspoloživih informacija o njima, ali ne i za velike firme (gornje desno polje), zato što su informacije lako dostupne. Konflikt između menadžera i akcionara, koji se ponekad naziva i korporaciono upravljanje (ko je ovde glavni?), po pravilu ne nastaje u malim firmama (donje levo polje), zato što njima upravljaju njihovi vlasnici, ali je zato veoma prisutan kod velikih firmi (donje desno polje), zato što njima upravljaju profesionalni menadžeri i njihovo vlasništvo je difuzno.

Zanimljivo je napomenuti da su ova dva konflikta vezana za eksterno finansiranje - činjenicu da skoro sve firme mobilishu sredstva od autsajdera, u obliku duga i/ili akcijskog kapitala. Iz naše perspektive, ono što je najzanimljivije jeste da se ove dve vrste problema rešavaju vrlo različito u bankarsko-orijentisanim finansijskim sistemima u poređenju sa tržišno-orijentisanim finansijskim sistemima. Na primer, u Nemačkoj i Japanu koji imaju bankarsko-orijentisane finansijske sisteme, banke stvarno poseduju kompanije koje monitorišu, dok su tržišta akcija i obveznica relativno slabo razvijena. U Sjedinjenim Državama i Velikoj Britaniji, koje imaju tržišno-orijentisane sisteme, banke nemaju vlasništvo nad kompanijama, dok su tržišta obveznica i akcija veoma važne institucije.

Konflikt \ Firma	Manje firme	Veće firme
Konflikt akcionar - kreditor (pomeranje rizika)	glavni problem	manji problem
Konflikt menadžer - akcionar (korporaciono upravljanje)	bez problema	glavni problem

SLIKA 16.1 Stvaranje finansijskog sistema: problemi.

Kako ova dva različita sistema rešavaju konflikt između akcionara i kreditora, odnosno menadžera i akcionara? Prvo ćemo razmotriti male firme, a potom velike.

Male firme: Konflikt između akcionara i kreditora. U suštini, oba sistema na sličan način tretiraju male firme. Jedini relevantan problem za male firme je konflikt između akcionara i kreditora, a on se rešava kada male firme uzimaju kredite od banaka i drugih finansijskih posrednika koji vrše intenzivan monitoring, kao što su društva za životno osiguranje i komercijalno-finansijske kompanije. Obzirom na to da su banke specijalizovane za proizvodnju informacija, one su idealne institucije za procenu rizika zajmoprimca pre odobravanja kredita i one sačinjavaju i ugovore o kreditu da bi minimizirale podsticaje da se postane rizičniji pošto kredit bude odobren. Kao što smo videli u poglavlju 14, ovako individualizirani ugovori često predviđaju da firma, ili vlasnik firme, založe kolateral radi obezbeđenja kredita, uz ličnu garanciju vlasnika firme za kredit. Ovakvi individualizirani ugovori često imaju i restriktivne klauzule o kojima se obično ponovo pregovara jer banke kontinuirano monitorišu svoje klijente.

Slika 16.2 daje kratak pregled načina na koji bankarsko-orijentisani sistemi (a) i tržišno orijentisani sistemi (b) rešavaju konflikte između akcionara i kreditora, i menadžera i akcionara. Naše istraživanje, u tom smislu, ogleda se u identičnim stavkama unetim u koloni koja pripada malim firmama u slučaju (a) i (b). Konkretnije, konflikt između akcionara i kreditora kod malih firmi se, u oba sistema, rešava na taj način što ove firme uzimaju kredite od finansijskih posrednika koji intenzivno *monitorišu* i odobravaju kredite na osnovu individualiziranih ugovora. Naravno, konflikt između menadžera i akcionara „ne postoji“ kada su u pitanju male firme.

(a)
Bankarsko-orijentisani sistemi

Konflikt \ Firma	Manje firme	Veće firme
SKonflikt akcionar - kreditor (pomeranje rizika)	finansijsko posredništvo (monitoring)	finansijsko posredništvo (konsolidacija vlasništva)
Konflikt menadžer - akcionar (korporaciono upravljanje)	ne postoji	finansijsko posredništvo (konsolidacija vlasništva)

(b)
Tržišno-orijentisani sistemi

Konflikt \ Firma	Manje firme	Veće firme
Konflikt akcionar - kreditor (pomeranje rizika)	finansijsko posredovanje (monitoring)	Agencije za rejting i reputaciju
Konflikt akcionar - menadžer (korporaciono upravljanje)	ne postoji	Tržište preuzimanja i naknada menadžerima

SLIKA 16.2 Kreiranje finansijskog sistema: rešavanje konflikta

Velike firme: Konflikt između akcionara i kreditora. Dok se dve pomenute vrste finansijskog sistema odnose prema malim firmama na sličan način, u velikoj meri se razlikuju u odnosu na velike firme. Da se prvo usmerimo na problem konflikta između akcionara i kreditora. U poglavlju 14, pokazali smo da u tržišno-orijentisanim sistemima velike firme imaju tendenciju kratkoročnog zaduživanja na tržištu komercijalnih papira i dugoročnog zaduživanja na tržištu korporacijskih obveznica, uz proizvodnju informacija o poslovnom riziku koja je delegirana trećoj strani - agenciji za rejting obveznica (pogledajte gornje desno polje na slici 16.2 (b)). Agencije za rejting obveznica, možda se sećate poglavlja 5, procenjuju rizik kod prve emisije obveznica korporacija, a posle toga monitorišu promene rizika. Široka raspoloživost javnih informacija, uz informacije koje proizvode agencije za kreditni rejting, omogućavaju velikim firmama da izgrade reputaciju ne postajući suviše rizične.

Za velike firme u sistemima sa bankarskom dominacijom, rešenje konflikta između akcionara i kreditora je potpuno drugačije. Kada su kreditor i akcionar jedno isto lice (banka), što je često slučaj u bankarsko-orijentisanim sistemima, problem potpuno nestaje, odnosno, ne postoji motiv da akcionari eksploatišu

sami sebe. Iskreno govoreći, ova situacija je previše pojednostavljena zato što, u većini bankarsko-orijentisanih sistema, banka ne poseduje *celokupan* akcijski kapital firme. Obično je jedan deo akcijskog kapitala u vlasništvu investitora - pojedinaca i akcijama se javno trguje. Ipak, konsolidacija vlasništva je često dovoljno velika da banka poseduje kontrolno učešće. Tako gornje desno polje slike 16.2 (a) prikazuje finansijsko posredništvo kao rešenje za konflikt između akcionara i kreditora u bankarsko-orijentisanim sistemima.

Velike firme: Konflikt između menadžera i akcionara. Rešavanje konflikta između menadžera i akcionara u velikim firmama se veoma razlikuje u bankarsko-orijentisanim i tržišno-orijentisanim sistemima. U bankarsko-orijentisanim sistemima, rešenje konflikta između menadžera i akcionara je uglavnom u bankarskom vlasništvu poslovne kompanije. Zbog toga što poseduju znatni iznos akcijskog kapitala firme, banke imaju razlog za monitorisanje poslovanja menadžmenta firme. Banka ima i *kontrolu* tako da može da otpusti nekompetentnog ili lošeg menadžera. U dva desna polja slike 16.2 (a) može se videti da se i konflikt između akcionara i kreditora i konflikt između menadžera i akcionara u bankarsko-orijentisanom sistemu rešavaju putem konsolidacije vlasništva firme kod finansijskog posrednika.

Rešenje konflikta između menadžera i akcionara, u tržišno-orijentisanim sistemima, je potpuno drugačije. Pošto je vlasništvo difuzno, znači, nije konsolidovano, pojedinačni akcionari su slabo motivisani da monitorišu menadžera. Da bi problem bio veći, u tržišno-orijentisanim sistemima, menadžeri često utiču na izbor članova borda direktora kompanije, a ako se u bordu uglavnom nalaze drugari izvršnog direktora sa golf terena, može se dogoditi da njih uopšte ne zanima kvalitet poslovanja kompanije.¹ Ovo stvara izrazitu mogućnost da se neefikasni menadžeri *ušanče* i da firma bude pod *kontrolom menadžera*, a ne pod *kontrolom akcionara*.

Kako ukloniti ušančene menadžere koji loše posluju? Uglavnom se to može učiniti preko tržišta **preuzimanja korporacija**; što znači da kompaniju kupuje druga kompanija ili grupa privatnih investitora.² Novi vlasnici mogu da zamene stari ušančeni menadžment i da omoguće efikasno poslovanje koje nije ostvarivao prethodni menadžment. Nije iznenađujuće što ušančeni menadžeri tipično pružaju otpor preuzimanju korporacije, različitim pravnim i finansijskim manevrima, tako da se preuzimanje kompanije često ostvaruje protiv volje postojećeg menadžmenta. Sasvim je logično da se ovaj proces naziva **neprijateljskim preuzimanjem**.

1 Mada članove borda direktora zvanično moraju da potvrde akcionari svojim glasovima, ovlašćenje višeg menadžmenta da imenuje kandidate za upravni odbor, kao i nemogućnost hiljada akcionara da monitorišu menadžment i imenuju svoje kandidate, često dovodi do prenošenja kontrole nad bordom direktora na viši menadžment kompanije.

2 Kada grupa investitora kupi od jedne kompanije akcije u opticaju (preuzme kompaniju) i finansira akviziciju uglavnom putem duga, takvo preuzimanje se naziva **otkup sa leveridžom**.

Da bi se konflikt između menadžera i akcionara sveo na minimum, tržišno-orijentisani sistemi pridaju veći značaj paketima kompenzacije za menadžere koji povezuju kompenzaciju sa performansom firme, nego što je to slučaj u bankarsko-orijentisanim sistemima. Ovo se postiže uglavnom na taj način što menadžeri dobijaju akcije i opcije na akcije u kompanijama u kojima su zaposleni kao menadžeri. Ovo se može videti u donjem desnom polju na slici 16.2 (b).

Kreiranje finansijskog sistema: Kratak prikaz Nemačke, Japana, Velike Britanije i Sjedinjenih Država

U prethodnom odeljku smo analizirali dva najveća problema koji se javljaju prilikom kreiranja finansijskog sistema: konflikt između akcionara i kreditora i konflikt između menadžera i akcionara. Videli smo da postoje dva modela koja se mogu primeniti za rešavanje ovih problema: bankarsko-orijentisani sistem i tržišno-orijentisani sistem. Sada ćemo videti kako u stvarnosti zemlje primenjuju ove alternative ispitivanjem zemalja sa četiri najveće i najrazvijenije ekonomije u svetu: Nemačku, Japan, Veliku Britaniju i Sjedinjene Države. Prvo ćemo prikazati svaki od ovih sistema, a u sledećem odeljku ćemo se osvrnuti na posebne analize o tome kako svaki od njih, na različiti način, rešava problem.³

Nemačka

Nemačka je u velikoj meri bankarsko-orijentisani sistem. U centru sistema je **Hausbank**. U *Hausbank* konceptu, poslovna kompanija se oslanja na jednu banku (svoju *Hausbank*) kao svoj glavni izvor svih vrsta eksternog finansiranja, uključujući dug i akcijski kapital. Shodno tome, odnos između poslovne kompanije i njene *Hausbank* veoma je snažan. Za razliku od zemalja u kojima su bankarske veze strogo ograničene na finansiranje duga, *Hausbank* sistem podstiče učestvovanje banke u strateškim aktivnostima nemačkih firmi preko vlasništva akcija i kontrole; bankari su često i članovi nadzornog odbora (nemački ekvivalent za bord direktora) kompanije.

Učestvovanje banke u vlasništvu je direktno i indirektno. Direktno je zato što banke mogu, a to i čine, da imaju znatno učešće u mnogim nemačkim kom-

3 Većina informacija koje se nalaze u ovom i narednom odeljku se zasnivaju na tri izvora, a to su: Anthony Saunders i Ingo Walter, *Universal Banking in the United States* (Oxford: Oxford University Press, 1994); Itzhak Swary i Barry Topf, *Global Financial Deregulation* (Cambridge: Blackwell Publishers, 1992) i Stephen Prowse, „Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the US, UK, Japan and Germany, „ u *Financial Markets, Institutions and Instruments* 4 (1995).

panijama; konkretno, banke poseduju oko 10 procenata javnih kompanija u Nemačkoj. Međutim, indirektno vlasništvo je još značajnije. Mnogi pojedinci i institucije u Nemačkoj deponuju svoje akcije na poverenički račun kod banke. Deo ovog *kastodi* aranžmana predviđa da se pravo glasa, vezano za ove akcije, prenosi na banku. Tako banke obavljaju kontrolu nad nemačkim kompanijama kombinujući direktna prava glasa na osnovu vlasništva nad akcijama i opunomoćene glasove koje su stekle na osnovu kastodi računa. Ovi opunomoćeni glasovi donose još oko 14 procenata akcijskog kapitala, koji je pod kontrolom nemačkih banaka, što ukupno iznosi 24 procenta.⁴

Nemački bankarski sistem je toliko značajan da je veoma važno da ga detaljnije proučimo. Banke su organizovane u četiri glavne kategorije: komercijalne banke, štedionice, zadružne banke i specijalizovane banke. One čine 28, 36, 12 i 24 procenta ukupne aktive sistema, respektivno. Komercijalne banke obuhvataju četiri najveće nemačke banke (*Grossbanken*) i jedan broj regionalnih i privatnih banaka. Možda ste čuli za neku od ovih *Grossbanken*: Deutsche Bank, BHV, Dresdner Bank i Commerzbank. Ove četiri banke imaju i veoma značajnu ulogu u poslovima sa inostranstvom. Neke od regionalnih banaka su takođe dosta velike i aktivno učestvuju na međunarodnim tržištima. Štedionice su uglavnom u vlasništvu regionalnih ili gradskih organa uprave i posluju na lokalnom nivou. Prvobitno osnovane kao štedne institucije (prikupljanje depozita i odobravanje hipotekarnih zajmova), štedionice danas nude kompletne bankarske usluge, iako je njihova orijentacija i dalje uglavnom usmerena na štednju. Zadružne banke su osnovane u devetnaestom veku za poslove štednje i odobravanja kredita pojedincima. Najvažnija vrsta specijalizovanih banaka su hipotekarne banke koje odobravaju rezidencijalne hipotekarne kredite i druge kredite za nekretnine. Hipotekarne banke se finansiraju uglavnom na osnovu obveznica. Ove banke obuhvataju i one koje se bave odobravanjem potrošačkih kredita, davanjem garancija za kredite malim firmama, finansiranjem izvoza i finansiranjem određenih privrednih grana.

Dominacija banaka u Nemačkoj postoji na račun tržišta hartijama od vrednosti. Tržišta akcija, obveznica i komercijalnih papira u Nemačkoj najbolje se mogu definisati kao potisnuta. U Nemačkoj postoji osam regionalnih berzi na čelu sa Frankfurtom berzom. Manje od četvrtine najvećih nemačkih kompanija su na listingu berzi. Međutim, nema aktivne trgovine sa velikim delom kompanija koje su na listingu. Iako je, od 1990. godine, tržište obveznica korporacija brzo raslo, ono je u početku bilo previše malo, tako da ostaje vrlo malo po međunarodnim standardima. Kao posledica toga, većina nemačkih kompanija su, u velikoj meri, zavisne od svojih banaka kada su u pitanju krediti (što baš odgovara bankama).

Dominacija bankarskog sistema u Nemačkoj je pojačana regulatornim okvirom koji dozvoljava *univerzalno bankarstvo*. Kao što smo razmotrili u prethodnom poglavlju, univerzalna banka je angažovana u različitim vrstama finansijskih

4 Videti Prowse (1995).

aktivnosti. U bankama je ne samo dozvoljeno da poseduju nefinansijske kompanije, već im je dozvoljeno i da upisuju emisije korporacijskih hartija od vrednosti i da upisuju osiguranje kroz subsidijare. Mogućnost da upisuju hartije od vrednosti omogućava nemačkoj banci (*Hausbank*) da upravlja svim finansijskim potrebama kompanije na efektivan način tokom celog trajanja poslovnog ciklusa.

Mnogi koji su zagovarali ideju da se američkim bankama da puna privilegija da upisuju hartije od vrednosti, navodili su, kao model uspešnosti, primer nemačkog univerzalnog bankarstva. Međutim, izvestan oprez mora postojati prilikom donošenja čvrstih zaključaka na osnovu nemačkog sistema. Tačno je da nemačke banke već dugo imaju pravo da upisuju emisije korporacijskih hartija od vrednosti, ali ipak treba imati na umu da one to rade u deciderano *bankarsko-orijentisanom* sistemu u kome su tržišta akcija i obveznica slabo razvijena. Ne mora da znači da bi se isti uspeh postigao i u sistemu dobro razvijenih tržišta akcija i obveznica.

Japan

Dve najznačajnije karakteristike japanskog finansijskog sistema su **keiretsu** oblik industrijske organizacije i naglasak na odnosu firme sa svojom *glavnom bankom*. *Keiretsu* je grupa kompanija gde se kontrola obavlja kroz međusobno unakrsno vlasništvo; tj. svaka kompanija poseduje akcije one druge. Ovaj oblik industrijskog organizovanja podstiče čvrstu lojalnost među kompanijama u grupi, uključujući favorizovanje u odnosima klijent-prodavač.

Kao kod nemačkog finansijskog sistema, japanski sistem naglašava lojalnost firme jednoj banci, glavnoj banci. Zapravo, svaka *keiretsu* ima glavnu banku koja tipično poseduje akcije drugih članova *keiretsu*. Sadašnja struktura bankarskog sistema je nastala neposredno pre Drugog svetskog rata, kada je država konsolidovala vlast u industrijskom i finansijskom sektoru i ojačala postojeće veze između glavnih banaka i grupe njihovih kompanija, koje su se tada zvale *zai-batsu* (sada, u svom oslabljenom obliku, nazivaju se *keiretsu*).

Novosti

Revolucija u nemačkom bankarstvu

Berlin - Ubrzo posle sporazuma o kupovini Bankers Trust-a, prošlog meseca, Deutsche Bank je obećala da neće žuriti sa prodajom svojih ogromnih holdinga akcija u nemačkoj industriji. Ispostavilo se da je ovo poluistina. Na dan 15. decembra, potvrdila je svoje planove o prenošenju udela vrednih DM 47 milijardi (\$28,3 milijardi)

u grupu novo-formiranih subsidijarnih jedinica za upravljanje fondovima. Ovaj potez sigurno ugrožava nemački brend kapitalizma kojim dominiraju komercijalne banke koje ne samo da kreditiraju svoje glavne korporativne klijente, već ih takođe i poseduju i sede u njihovim bordovima.

Deutsche Bank je, od pre izvesnog vremena, počela da smanjuje svoju industrijsku aktivu. U poslednje dve godine tiho je prodala nekoliko svojih manjih holdinga. Najnovija reorganizacija liči na uvod u postepenu prodaju nekih od najpoznatijih nemačkih kompanija. Spin-off bi trebalo da olakša okončanje posla sa Bankers Trustom i da pomogne Deutsche Bank da svoje akcije stavi na listing u Njujorku. Regulatori u Americi, u kojoj nije dozvoljeno komercijalnim bankama da imaju udele u nefinansijskim firmama, izražavaju zabrinutost zbog velikog industrijskog portfolija Deutsche Bank. Kritičari koji tvrde da dvostruka uloga Deutsche Bank, kao kreditora i investitora, može dovesti do sukoba interesa, treba da se umire - ako se, kao što je obećano, udelima upravlja striktno poslovno iz banke.

Druge velike nemačke banke, koje takođe poseduju velike delove industrije, sa velikim interesovanjem posmatraju šta se događa sa Deutsche Bank, pa se može dogoditi da uskoro krenu njenim stopama. Isto može biti i sa osiguravajućim društvima, kao što je Allianz, koja ima DM 120 milijardi vezanih u nemačkim akcijama.

Talas prodaje akcija od strane finansijskih institucija će povećati njihovu transparentnost i uticati na njihovu manju izloženost korporacijskim burama. Može doći i do porasta likvidnosti na Frankfurtsoj berzi. Investicione banke predviđaju da će to uticati na rast tržišta preuzimanja koje je bilo blokirano strogom kontrolom nekih kompanija. Sistem koji je izneo nemački posleratni *Wirtschaftswunder*, izgleda da je spreman da dočeka promene.

Veliki udeli							
Deutsche		Odabrane nemačke holding kompanije, % kapitala					
		Dresdner		Commerzbank		HypoVereinsbank	
Metalgesellschaft	13.0	Heidelberger Cement	20.9	Linde	10.2	Munich Re	13.3
DaimierChrysler	12.0	Allianz	10.0	MAN	6.5	Viag	10.3
Linde	10.1	Munich Re	10.0	Thyssen	5.3	Allianz	6.8
Munich Re	10.0	BMW	5.0				
Allianz	9.4						

Izvor: The Economist, December 19, 1998, page 106. © 1998 the Economist Newspaper Ltd. All Rights Reserved. Reprinted with permission. Further reproduction prohibited. www.economist.com.

Kao i u Nemačkoj, japanske banke mogu da poseduju akcijski kapital u nefinansijskim kompanijama, mada je 1987. godine, maksimalna dozvoljena investicija u bilo kojoj *pojedinačnoj* firmi smanjena na 5 procenata. Na ovaj način se smanjuje kontrola koju obavlja glavna banka preko *keiretsu*. Svakog meseca se najviši menadžeri iz firmi u *keiretsu* sastaju sa velikim akcionarima i glavnim poveriocima na sastanku *Presidents' Club-a*. Iako ovi sastanci ne pripadaju zvaničnoj upravljačkoj strukturi, oni u velikoj meri liče na nadzorni odbor u nemačkim kompanijama koji razmatra planirane projekte i opštu politiku firme.

Bankarski sistem je podeljen na tri osnovne kategorije, najveće *city banke*, *regionalne banke* i *finansijske institucije sa posebnom namenom*. Ove tri grupe čine 30, 18 i 52 procenta bankarskog sektora, respektivno. Nekoliko najvećih svetskih banaka su japanske city banke. Možda ste čuli za neke od njih, kao što su Mizuho

Bank, Bank of Tokyo-Mitsubishi i Sumitomo Mitsui Bank. Institucije sa posebnom namenom uključuju tri banke koje odobravaju dugoročne kredite, specijalizovane institucije za malu privredu i specijalizovane institucije za poljoprivredu, šumarstvo i ribolov.

Istorijski posmatrano, dugovna tržišta korporacija u Japanu su bila potisnuta isto kao i u Nemačkoj, što je doprinisilo daljem jačanju moći komercijalnih banaka. Tek relativno nedavno (1987.) japanski propisi su dozvolili kompanijama da emituju komercijalne papire i obveznice korporacija. Kao rezultat toga, veći deo finansiranja duga za sve, pa i najveće firme, potiče iz bankarskog sistema.

Za razliku od Nemačke, tržište akcija u Japanu je prilično veliko. Tokijska berza akcija po veličini može da se uporedi sa Njujorskom berzom (a ponekad je i veća u zavisnosti od nivoa cena akcija i deviznog kursa). Međutim, potreban je izvestan oprez kada poredimo američka i japanska tržišta akcijskog kapitala zato što međusobno vlasništvo akcija, pod okriljem *keiretsu*, može sakriti visok stepen koncentracije vlasništva velikih japanskih firmi.

Japan je usvojio zakone slične američkom Glass - Steagall zakonu koji odvajaju komercijalno od investicionog bankarstva. Međutim, kao i u američkom sistemu, erodirana je odvojenost upisa hartija od vrednosti od komercijalnog bankarstva. Od 1993. godine, komercijalnim bankama u Japanu dozvoljeno je da upisuju hartije od vrednosti korporacija u afilijaciji, na osnovu posebne dozvole Ministarstva finansija (tela koje, zajedno sa Bank of Japan, ima regulatornu ulogu u Japanu).

Velika Britanija

Za razliku od ekonomija Nemačke i Japana, finansijski sistem Velike Britanije je u velikoj meri tržišno-orijentisan, mada banke i dalje imaju veoma značajnu ulogu. London je u izvesnom smislu jedinstven, zato što predstavlja i domaće finansijsko tržište za britanske poslovne kompanije i centar tržišta evroobveznica. Pošto je regulatorno okruženje takvo da podstiče inostrano prisustvo i konkurenciju u finansijskim uslugama, domaća tržišta se zapravo ne razlikuju od inostranih. Britanske kompanije emituju na tržištu evroobveznica, a inostrane kompanije, kao i domaće, svoje akcije stavljaju na listing Londonske berze akcija.

Bankarski sistem se sastoji od pet kategorija: *klirinške banke*, *trgovačke banke*, ostale britanske banke, inostrane banke i druge depozitne institucije. One čine 28, 4, 4, 46 i 18 procenata aktive bankarskog sistema, respektivno. Klirinške banke, od kojih dominiraju Barclays Bank, NatWest (u vlasništvu Royal Bank of Scotland), HSBC i Lloyds-TSB, su univerzalne banke i posluju sa hartijama od vrednosti preko investicionih bankarskih subsidijara, uz rasprostranjenu mrežu filijala širom cele Velike Britanije. Trgovačke banke obezbeđuju bankarske usluge na veliko velikim korporacijama, uključujući kredite i garancije, derivatne poslove i finansiranje međunarodne trgovine. Umnogome, one su više kao ame-

ričke investicione banke nego tradicionalne komercijalne banke. „Ostale“ britanske banke, kao što i sam naziv govori, su jedna eklektička grupa koja se sastoji od institucija sličnih trgovačkim bankama i onih institucija koje su specijalizovane za aktivnosti kao što su potrošački krediti. Druge depozitne institucije su uglavnom društva za stambenu izgradnju koje su uzajamne organizacije slične (na dobro ili na zlo) štednim i kreditnim asocijacijama u Sjedinjenim Državama.

Banke u Velikoj Britaniji, u većini slučajeva, ne poseduju nefinansijske korporacije. Iako ne postoje eksplicitna restrikcija koja brani bankarsko vlasništvo nad akcijskim kapitalom, Bank of England (regulator banaka u Velikoj Britaniji) uglavnom obeshrabruje takvu praksu da bi promovisala sigurniji bankarski sistem. Odsustvo zvaničnih restrikcija, koje eksplicitno zabranjuju bankama da poseduju akcije, mora da se posmatra u celokupnom kontekstu britanske regulative koja se odnosi na banke. Istorijski posmatrano, Bank of England obavlja superviziju nad bankama na nezvaničnoj osnovi tako što ostvaruje uticaj u skladu sa velikom engleskom tradicijom. Tako, na sastancima i konsultacijama sa menadžmentom, Bank of England sprovodi „moralno nagovaranje“ svog stada. Iako proces supervizije, poslednjih godina, postaje sve formalniji, još uvek bi bilo pogrešno razmatrati samo eksplicitne restrikcije kada se radi o analizi ograničenja bankarskog vlasništva nad poslovnim kompanijama, kao i ostalih bankarskih aktivnosti.

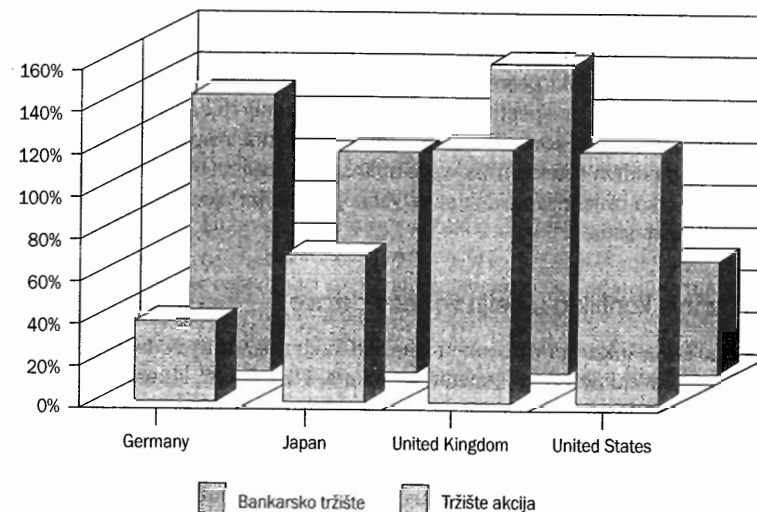
Sjedinjene Države

Prilično detaljno smo proučili američki finansijski sistem u poglavljima od 11 do 15. Dovoljno je reći da veoma veliko tržište akcija, obveznica i komercijalnih papira čini Sjedinjene Države prototipom tržišno-orijentisanog sistema. Dalje, sekjuritizacija rezidencijalnih hipoteka i druge vrste aktive kao što su potraživanja po kreditnim karticama i krediti za automobile, još više učvršćuju značaj tržišta na kojima se trguje hartijama od vrednosti. Iako američke banke nisu primarne u obezbeđivanju eksternog finansiranja velikih korporacija, one imaju ključnu ulogu u eksternom finansiranju malih i srednjih kompanija. Iako Gramm - Leach - Bliley zakon i dalje zabranjuje komercijalnim bankama mogućnost posedovanja akcijskog kapitala u nefinansijskim kompanijama, neke finansijske holding kompanije mogu da poseduju akcijski kapital samo ako nameravaju da izvrše preprodaju svog vlasničkog udela za profit.

Kreiranje finansijskog sistema i rešavanje konflikta: Nemačka, Japan, Velika Britanija, Sjedinjene Države

Kao što smo videli, Nemačka i Japan imaju bankarsko-orijentisane, a Velika Britanija i Sjedinjene Države tržišno-orijentisane ekonomije. Jedan od načina da se meri stepen razlika između ova dva sistema jeste da se vidi relativna veličina bankarskog sektora i tržišta akcija u svakoj od ovih zemalja. Stubovi u prednjem delu slike 16.3 prikazuju veličinu tržišta akcija u svakoj od ovih zemalja, na kraju 2002. godine. Stubovi u pozadini prikazuju veličinu bankarskih sektora (ukupni bankarski krediti) na kraju 2002. godine. Cifre koje se odnose na tržište akcija i na bankarske kredite predstavljaju deo nacionalnog dohotka (BDP), da bi se prikazale razlike u obimu ove četiri privrede. Kao što se može videti, bankarstvo jasno dominira nad tržištem akcija u Nemačkoj i Japanu, dok su tržišta u Velikoj Britaniji i Sjedinjenim Državama, u većoj meri uporediva jedno sa drugim.

Drugo merilo kojim se pravi razlika između bankarsko-orijentisanih i tržišno-orijentisanih sistema jeste *vlasništvo banaka u nefinansijskim firmama*. U bankarsko-orijentisanim sistemima, trebalo bi očekivati prilično veliki procenat vlasništva banaka, dok bi u tržišno-orijentisanim sistemima, vlasništvo banaka bilo zanemarljivo. Procenjene šeme vlasništva u ove četiri zemlje prikazane su na tabeli 16.1 gde su potrebna neka objašnjenja. Prva kategorija (pojedinci) predstavlja procenu direktnog vlasništva pojedinaca koji sami donose svoje odluke o investiranju. Druga kategorija (finansijske institucije - agenti) obuhvata vlasništvo finansijskih posrednika koji istupaju kao agenti i vlasništvo pojedinaca čije se odluke o investiranju zasnivaju na savetima njihovih brokera. Finansijski posrednici i brokeri iz ove kategorije nisu aktivno uključeni u monitoring ili superviziju menadžmenta firmi; odnosno, oni nisu uključeni u *korporaciono upravljanje*. Ova kategorija, na primer, obuhvata uzajamne fondove koji se pojavljuju kao pasivni vlasnici. Treća kategorija (Finansijske institucije - vlasništvo/kontrola) podrazumeva finansijske posrednike kao što su banke ili osiguravajuće kompanije, koji ili direktno poseduju akcije ili ostvaruju glasačku kontrolu na osnovu zastupstva. Ova kategorija uključuje akcije koje nemačke banke kontrolišu preko svojih kastodi računa. Četvrta kategorija (nefinansijske korporacije) predstavljaju vlasništvo nad akcijama koje imaju nefinansijske kompanije. Poslednje dve kategorije same sebe objašnjavaju.



SLIKA 16.3 Veličina bankarskih tržišta i tržišta akcija (procenat BDP) 2002.

TABELA 16.1 Procenjene šeme vlasništva

	Nemačka	Japan	Velika Britanija	Sjedinjene Države
Pojedinci	3,0	22,4	22,4	30-55
Finansijske institucije - agenti	3,0	9,5	57,8	55-62
Finansijske institucije - vlasništvo/kontrola	33,0	38,5	0,7	2,0
Nefinansijske korporacije	42,0	24,9	10,1	7,0
Inostranstvo	14,0	4,0	6,5	5,4
Država	5,0	0,7	2,5	0

Napomena: Finansijske institucije-agenti su institucije kao što su penzioni fondovi, uzajamni fondovi i drugi menadžeri novca koji drže akcijski kapital kao agenti za druge investitore. Finansijske institucije - vlasništvo/kontrola su institucije koje drže akcijski kapital za svoj sopstveni račun. Kod Velike Britanije i Sjedinjenih Država, individualno i korporativno vlasništvo nad akcijama je redukovano (i dodato kategoriji finansijskih institucija kao agentima) za izračunatu proporciju akcija kojima se trguje po preporukama brokera. U Nemačkoj, ukupan broj institucionalnih vlasnika uključuje akcije koje poseduju pojedinci čiji drže banke koje realizuju pravo glasa (oko 14 procenata akcijskog kapitala u opticaju).

Izvor: Reprinted from Prowse (1995).

Glavni zaključak, na osnovu tabele 16.1, jeste značajna vlasnička kontrola finansijskih institucija (finansijske institucije - vlasništvo/kontrola) u Nemačkoj i Japanu i neznatni obim u Velikoj Britaniji i Sjedinjenim Državama. U Nemačkoj i Japanu, finansijski posrednici ili poseduju ili kontrolišu 33,0 i 38,5 procenata akcija u opticaju, respektivno, dok u Velikoj Britaniji i Sjedinjenim Državama finansijski posrednici kontrolišu samo 0,7 i 2,0 procenta, respektivno. Ove činjenice snažno podržavaju kvalifikovanje finansijskih sistema u Nemačkoj i Japanu kao bankarsko-orijentisane, dok su u Velikoj Britaniji i Sjedinjenim Državama tržišno-orijentisani.

Rešavanje konflikta u četiri vodeće države

Vratimo se na sliku 16.1 da bismo rezimirali kako naša četiri vodeća finansijska sistema rešavaju konflikt između akcionara i kreditora i konflikt između menadžera i akcionara. Ovde dajemo rekapitulaciju za one od vas koji su se umorili pokušavajući da naprave najatraktivniji finansijski sistem. Četiri finansijska sistema su izrazito slična kada se radi o finansiranju malih preduzeća. Svaka zemlja ima sloj banaka i drugih finansijskih posrednika koji stavljaju akcenat na kreditiranje ovog sektora ekonomije. Pomenute institucije sačinjavaju individualizovane ugovore kako bi rešavale problem asimetričnih informacija koji dovodi do konflikta između akcionara i kreditora i one stalno procenjuju rizičnosti firmi zajmoprimaca.

Međutim, za velike firme javljaju se značajne razlike. U Nemačkoj i Japanu, sa bankarskom kontrolom, konflikt između akcionara i kreditora ne postoji, zato što su banke istovremeno vlasnici i kreditori. Za kompanije u ovim zemljama koje nisu pod kontrolom banaka, a ima i takvih, postoji konflikt između akcionara i kreditora - mada slika 16.1 pokazuje da problem nije tako akutan kao što je to slučaj u malim firmama. Ipak, rešenje konflikta između akcionara i kreditora u velikim firmama, koje nisu pod kontrolom banaka u bankarsko-orijentisanim sistemima, je isto kao i za male firme: individualizovani ugovori koje sačinjavaju banke da bi monitorisale performansu zajmoprimaca.

U tržišno-orijentisanim ekonomijama Velike Britanije i Sjedinjenih Država, konflikt između akcionara i kreditora još uvek predstavlja neki problem, čak i za velike firme. Velike kompanije u ovim zemljama su, većinom, u javnom vlasništvu, a performansu ovih kompanija monitorišu nezavisne agencije za kreditni rejting, kao što su u SAD Moody's i Standard & Poor's.

Zanimljiva dimenzija konflikta između akcionara i kreditora je kako se upravlja *finansijskim nevoljama*. Kompanija je u nevolji (velika teškoća) kada loša performansa ugrožava sposobnost firme da ispuni svoje finansijske obaveze. Tokom ovakvih perioda, konflikt između akcionara i držaoca obveznica (kreditora) je ekstremno, zato što je vlasnicima ostalo malo uдела u njihovim firmama. Međutim, u bankarsko-orijentisanim sistemima Nemačke i Japana, kompanija može mnogo lakše da se probija kroz teška vremena kada je pod zaštitnim okriljem svoje *Hausbank* ili glavne banke. Kada se kompanije oslanjaju samo na

široko rasprostranjen dug, kao što je slučaj u Velikoj Britaniji i Sjedinjenim Državama, često je veoma teško da veliki broj držalaca obveznica postigne saglasnost po pitanju strategije koja će omogućiti kompaniji da pronađe pravi put za izlazak iz problema - znači, da izbegne stečaj.

Ako se sada osvrnemo na konflikt između menadžera i akcionara, opet ima značajnih razlika između dva konkurentna sistema kada se radi o velikim firmama. Koncentracija vlasništva u nemačkom i japanskom finansijskom sistemu daje veliki podstrek bankama da aktivno monitorišu menadžere. U Velikoj Britaniji i Sjedinjenim Državama, međutim, difuzno vlasništvo nad akcijama kompanije eliminiše gro podstreka pojedinačnih akcionara da monitorišu menadžment firme, ostavljajući preuzimanje korporacije kao najmoćniji mehanizam za rešavanje konflikta menadžer-akcionar.⁵ Zato, nije iznenađujuće što tabela 16.2 prikazuje znatno veći obim merđera i akvizicija u tržišno-orijentisanim ekonomijama Velike Britanije i Sjedinjenih Država, nego što je to slučaj u bankarsko-orijentisanoj ekonomiji Japana. Na prvi pogled, cifre koje se odnose na Nemačku daju drugačiju sliku. Međutim, cifre navedene u tabeli 16.2 ublažavaju razliku između tržišnih i bankarskih sistema zato što se ne uzimaju posebno u obzir neprijateljska preuzimanja do kojih može najverovatnije da dođe kod slabe performanse menadžmenta. U Nemačkoj su neprijateljska preuzimanja, izuzetno retka: većina izvora ukazuje na činjenicu da nije bilo više od četiri neprijateljska preuzimanja u periodu između 1950 - 2000. godine.

TABELA 16.2 Integracije i preuzimanja: 2002.

	Sjedinjene Države	Velika Britanija	Japan	Nemačka
Obim (u milijardama US\$)	560,1	140,8	69,9	78
Procenat ukupne tržišne kapitalizacije	5,1	7,8	3,3	11,3

Izvor: Thomson Financial

A pobednik je ...

Sada kada smo teoretski i praktično prikazali bankarsko-orijentisane i tržišno-orijentisane finansijske sisteme, razmotrićemo u kakvom su oni odnosu jedan prema drugome? Na žalost, igra još uvek traje, tako da je suviše rano da proglašimo pobednika. Međutim, nekoliko kvalitativnih zaključaka možemo doneti. Prvo, finansijski posrednici (kao banke) sa velikim vlasničkim udelima u firmama mnogo bolje rešavaju problem konflikta između akcionara i kreditora ili

⁵ Drugi mehanizam koji se koristi u tržišno-orijentisanim sistemima, naročito u Sjedinjenim Državama, jeste vezivanje kompenzacije menadžerima za performansu firme u obliku paketa kompenzacija u akcijama.

između menadžera i akcionara, nego agencije za rejting ili pojedinačni akcionari. Ova vrsta intenzivnog monitoringa je skupa. Stalno detaljno praćenje finansijskih informacija, periodične provere usaglašenosti i aktivno učestvovanje u menadžmentu firme zahtevaju znatno investiranje vremena i resursa posrednika.

Drugo, akcije i obveznice koje emituju firme u bankarsko-orijentisanim sistemima mnogo su manje likvidne nego hartije od vrednosti koje se emituju u tržišno-orijentisanim sistemima - bilo da je to zbog toga što se njima uopšte ne trguje ili što se njima ne trguje često. A nelikvidnost je skupa zato što emitenti moraju da daju kompenzaciju investitorima zato što ne mogu lako da preprodaju njihove hartije od vrednosti. Neki procenjuju ovaj trošak likvidnosti na više od 30 procenata, što ukazuje na činjenicu da će se akcija u vrednosti od \$100 prodati za samo \$70, ukoliko ista ne može da se proda na sekundarnom tržištu.⁶

Tako dolazi do isključivosti: Cena mobilisanja kapitala je veća u Nemačkoj i Japanu zbog slabe likvidnosti, dok je u Sjedinjenim Državama i Velikoj Britaniji cena mobilisanja kapitala veća zato što se investitorima mora dati kompenzacija zbog nerešenih konflikta akcionar - držalac obveznica - menadžer. Iako ne postoji definitivan odgovor na pitanje šta dominira, neke od tržišnih tendencija ukazuju na zaključak.

HOD PO ŽICI

Da li korporacijski skandali znače da je model tržišne orijentacije loš?

Kada je, u drugoj polovini 1990-tih godina, ekonomija Sjedinjenih Država cvetala, države Evrope i Azije suočavale su se sa pritiskom da prihvate reforme koje je inspirisao američki tržišno-orijentisani sistem. Nedavni talas korporacijskih skandala u Sjedinjenim Državama naveo je neke ljude u tim zemljama da preispitaju prednosti američkog sistema. Ovakav zaključak je možda malo ishitren.

Na primer, ako se vratimo na period iz početka 1990-tih godina, videćemo da je američka ekonomija bila u recesiji pa je izgledalo da ne može da se takmiči sa dinamičnim zemljama, kao što je Japan. Godine 1992. Michael Jacobs - raniji zvaničnik u (prvoj) Bušovoj administraciji - tvrdio je, u svojoj knjizi pod nazivom „*Kratkoročna Amerika*“ („*Short-Term America*“), da američki tržišno-

orijentisani finansijski sistem čini da se kompanije opredeljuju za kratkoročne profite na račun dugoročnog razvoja. Bankarsko-orijentisani sistemi Nemačke i Japana su prikazani kao mnogo strpljiviji i zato sposobni da investiraju u ono što će se isplatiti dugoročno.

Međutim, nije prošlo mnogo, pre nego što je neki novi razvoj stao na put narastajućeg popularnog konsenzusa u korist reforme, nalik na japanski i američki finansijski sistem. Slom berze na početku 1990-tih godina i „izgubljena decenija“ ekonomskog pada koja je usledila, učinila je Japan manje privlačnim uzorom. Kada je izvestan broj azijskih zemalja doživeo finansijsku krizu 1997. i 1998. godine, pojavio se novi konsenzus: bankarsko-orijentisani sistemi su odveli u *burazer-ski kapitalizam* u kojem su se sredstva alocirala u

zavisnosti od toga ko je kakve veze imao, a ne u zavisnosti od prave finansijske analize. Procvat američke ekonomije je odjednom postao primer za ceo svet kako finansijska tržišta mogu da alociraju sredstva kompanijama koje to zaslužuju (kao što je slučaj sa MicroStrategy, što smo razmatrali u poglavlju 14). MMF je podsticao države, kao što je Koreja, da smanjuju značaj svojih bankarskih sistema i da se okrenu tržišno-orijentisanom sistemu.

Ova nova pravovernost je i sama bila ugrožena događajima iz 2000. i 2001. godine. Tržišta akcijskog kapitala u Sjedinjenim Državama su pretrpela slom, pojavile su se priče o prevarama u vodećim korporacijama, računovodstvenim firmama i investicionim bankama. Ove institucije su srce tržišno-orijentisanog sistema. Takođe je postalo jasno da su mnoge investicije američkih korporacija u sektor telekoma dovele do rasipničkog prekapacitiranja. Ova situacija je iza-

zvala sumnje u sposobnost tržišta da odabere najbolje primaoce za investiranje.

U svom govoru, u februaru 2003. godine, guverner Federalnih rezervi Susan Schmidt Bies, naglasila je da tržišno-orijentisani finansijski sistem ne može pravilno da funkcioniše bez reformi u praksi korporacionog upravljanja. Dr. Bies je nastavila sa objašnjenjem da je, u teoriji, možda bankama lakše da rešavaju probleme asimetričnih informacija ali, u praksi, one isto pate od sukoba interesa i menadžeri ih mogu izigrati (kao što se dogodilo revizorima u kompanijama kao što je Enron). Konačan zaključak je da zapravo ni jedan finansijski sistem nije savršen i da treba da izbegavamo tendenciju da uskačemo u vagon određenog pristupa koji, u određenom trenutku, izgleda kao dobar. Kreiranje finansijskog sistema zahteva pažljivu kost-benefit analizu i razmatranje složenih pitanja tržišne strukture, transparentnosti informacija i korporacionog upravljanja.

Prvo, kao što je prikazano u prethodnim poglavljima, *sekjuritizacija* je u porastu na finansijskim tržištima Sjedinjenih Država i počinje da se širi i drugde. Sekjuritizacija je poseban korak iz bankarsko-orijentisanog finansijskog sistema prema tržišno-orijentisanom sistemu. Međutim, sekjuritizacija možda nikada neće biti odgovarajuća kod kreditiranja male privrede, zato što su ove kompanije informaciono problematične. Drugo, tržišta evroobveznica su, u znatnoj meri, doprinela porastu tržišno-orijentisanih alternativa kada je u pitanju finansiranje domaćih banaka u Nemačkoj, Japanu i drugim zemljama sa razvijenim bankarsko-orijentisanim ekonomijama. Kako sve više nemačkih i japanskih kompanija traži takvu vrstu finansiranja, čvrst stisak *Hausbank-e* i glavnih banaka može, u velikoj meri, da popusti. Treće, nedavni nagli rast nivoa merdžera i akvizicija, naročito u Evropi, ukazuje na to da tržište preuzimanja može predstavljati alternativu za bankarski monitoring, čak i u bankarsko-orijentisanim ekonomijama. Konačno, nedavni rast evropskih berzi ukazuje na to da, u budućnosti, tržišta mogu postati veoma značajna za kontinentalnu Evropu. Naravno, ne bi bilo mudro slaviti pobjedu tržišno-orijentisanih sistema, pošto smo još uvek u prvom poluvremenu igre i puno toga još može da se dogodi. Ovo razmatranje možemo zaključiti opreznom napomenom da autori koji su žurili sa donošenjem zaključka po ovom pitanju u prošlosti, često su kasnijim događajima bili demantovani (pogledajte detalje iz prethodnog naslova Hod po žici, ako vas interesuju pojedinosti).

6 Videti William L. Silber, „Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices“ *Financial Analysts Journal*, July -August 1991 i Francis A. Longstaff, „How Much Can Marketability Affect Security Values?“ *Journal of Finance*, December 1995.

Kreiranje finansijskog sistema za Istočnu Evropu u druge države u tranziciji

Sa slomom komunizma i Sovjetskog Saveza, zemlje Istočne Evrope su se suočile sa zastrašujućim izazovom izgradnje finansijskog sistema iz osnove. Jedna od prvih inicijativa je bila ideja da se razviju programi **privatizacije** sa ciljem transformacije kompanija u državnom vlasništvu u firme u privatnom vlasništvu. Ovi programi privatizacije su uglavnom podrazumevali distribuciju akcija (ili vaučera za akcije) glavnim stekholderima (zaposlenima, menadžerima i poveriocima) u industrijskim firmama koje su bile privatizovane. Većina prvih pokušaja privatizacije je bila usmerena na male i srednje kompanije, a ne na velike industrijske kompanije.

Neki zapadni ekonomski savetnici naglašavaju da privatizacija mora da ide ruku pod ruku sa razvijanjem novih tržišta hartija od vrednosti - naročito tržišta akcijskog kapitala na kojima može da se trguje akcijama kompanija. Konačno, šta bi drugo moglo više da simbolizuje kapitalizam nego aktivno tržište akcija? Međutim, sve više preovlađuje mišljenje da su bankarsko-orijentisani finansijski sistemi mnogo prikladniji za ove bivše planske ekonomije. Nije iznenađujuće što se ovaj argument svodi na problem asimetričnih informacija.

U najboljem slučaju, Istočna Evropa se može posmatrati kao sredina *siromašna informacijama*, gde su čak i aktivnosti velikih firmi zamaskirane gustom maglom. Većina istočno - evropskih zemalja je, na primer, tek nedavno usvojila računovodstvena pravila. U većini slučajeva, agencije za rejting ne postoje. Reputacija se teško stiče, zato što većina istočno - evropskih kompanija ne postoji dovoljno dugo da bi razvile reputaciju - izuzev kada je u pitanju proizvodnja robe lošeg kvaliteta iz vremena komunizma. Dalje, nedostatak menadžerskog talenta i iskustva u Istočnoj Evropi ukazuje na to da će monitoring i kontrola investitora u ovim zemljama biti posebno kritični. Svi ovi faktori ukazuju na to da bankarsko-orijentisani sistem, kakav je u Nemačkoj i Japanu, može mnogo više da odgovara zemljama Istočne Evrope i drugim bivšim planskim ekonomijama. Iako je možda izazovno učestvovati na Ruskoj berzi akcija, šanse za uspeh u ovoj areni su mnogo manje nego što su u Atlantik Sitiju ili Las Vegasu (gde vam je, kao što znamo na osnovu elementarne statistike, zagarantovano da gubite ako igrate dovoljno dugo). Zato zastanite i odmorite se pre nego što se izložite riziku na nekoj istočno- evropskoj berzi.

REZIME



1. Postoje dve vrste finansijskih sistema. U bankarsko-orijentisanim sistemima, banke su glavni kreditori i malim i velikim kompanijama i poseduju i kontrolišu velike korporacije. U tržišno-orijentisanim sistemima, vlasništvo velikih kompanija je difuzno i one većinu svojih sredstava pozajmljuju na tržištima hartija od vrednosti a ne od banaka.
2. Finansijski sistemi moraju da reše dva fundamentalna problema vezana za asimetrične informacije. Prvi je konflikt između akcionara i kreditora, koji se javlja jer vlasnici imaju podsticaj da umanje rizik firme pred kreditorima i da postane rizičniji kada se sredstva kredita već dobiju. Drugi je konflikt između menadžera i akcionara, koji nastaje jer profesionalni menadžeri žele da upravljaju firmom u svom najboljem interesu a ne u interesu vlasnika firme.
3. Konflikt između akcionara i kreditora mnogo je veći problem za male nego za velike firme. Konflikt između menadžera i akcionara se uglavnom ne javlja u malim firmama zato što njima upravlja vlasnik ili su pod strogom kontrolom svojih vlasnika.
4. Konflikt između akcionara i kreditora kod malih firmi u bankarsko-orijentisanim i u tržišno-orijentisanim sistemima, rešavaju finansijski posrednici koji su specijalizovani za proizvodnju informacija o kvalitetu zajmoprimca i izradu individualizovanih ugovora o kreditima radi minimiziranja konflikta. Rešavanje problema konflikta između akcionara i kreditora u velikim firmama zavisi od finansijskog sistema. U tržišno-orijentisanom sistemu, agencije za kreditni rejting i izgradnja reputacije koriste se za rešavanje ovog konflikta. U bankarsko-orijentisanim sistemima, problem u velikoj meri nestaje zato što je banka istovremeno i vlasnik i kreditor.
5. Konflikt između menadžera i akcionara rešava se na različite načine u ova dva sistema. U bankarsko-orijentisanim sistemima, vlasništvo firme je konsolidovano u banci (znači, banka ima kontrolno učešće u kompanijama). To omogućava banci da učestvuje u bordovima direktora i daje inicijativu za monitorisanje performanse menadžera. U tržišno-orijentisanim sistemima pojedinačni akcionari imaju malo podsticaja da prate i kontrolišu menadžere firme, zato što uglavnom poseduju mali deo firme. Glavni mehanizam za rešavanje konflikta između menadžera i akcionara u tržišno-orijentisanim sistemima je neprijateljsko preuzimanje.
6. Sa svojim ogromnim bankarskim sistemima i velikim bankarskim vlasništvom poslovnih firmi, Nemačka i Japan predstavljaju zemlje u kojima preovlađuju bankarsko-orijentisani sistemi. Relativan značaj tržišta hartija od vrednosti u Velikoj Britaniji i Sjedinjenim Državama čini ove sisteme tržišno-orijentisanim.

7. Mada je veliki deo publiciteta, koji je dat Istočnoj Evropi, usmeren na privatizaciju i stvaranje njihovih tržišta akcija kao simbola kapitalizma, snažan argument se može izneti da uspostavljanje bankarsko-orijentisanog sistema može da ima više smisla od tržišno-orijentisanog sistema. Okruženje siromašno informacijama, što je karakteristika ovih bivših komunističkih zemalja, ukazuje na činjenicu da je snažan monitoring kapacitet bankarsko-orijentisanog sistema vredan uložених sredstava.

KLJUČNI TERMINI

Centralna banka, str. 332	Neprijateljsko preuzimanje, str. 337	Preuzimanje korporacije, str. 337
Hausbank, str. 338	Otkup kompanije pozajmljenim sredstvima, str. 337	Keiretsu, str. 340
Konflikt akcionar-kreditör, str. 332		Privatizacija, str. 350
Negativna selekcija, str. 332	Platni sistem, str. 332	

PITANJA

- 16.1 Zašto je konflikt između akcionara i kreditora manje akutan kod velikih firmi nego kod malih?
- 16.2 Da li se konflikt između akcionara i kreditora javlja u velikim nemačkim firmama koje su u privatnom vlasništvu ili su pod kontrolom male grupe nebankarskih investitora? Kako se ovaj konflikt rešava?
- 16.3 Zašto nije u najboljem interesu svakog pojedinačnog akcionara da monitoriše menadžere firme u koju investiraju? Koliko je teško pojedinačnim akcionarima u Sjedinjenim Državama da prate ponašanje CEO u korporaciji i da procenjuju motive koji stoje iza njegovih postupaka?
- 16.4 Zašto su merđžeri i akvizicije toliko prisutni u Velikoj Britaniji i SAD, a mnogo manje u Japanu?
- 16.5 Koje vrste karakteristika čine Istočnu Evropu okruženjem „siromašno informacijama“?
- 16.6 *Pitanje za diskusiju:* Poslednjih godina dat je veliki publicitet percepciji da su kompenzacije koje dobija viši menadžment u Japanu mnogo manje od kompenzacija koje dobija viši menadžment u Sjedinjenim Državama. Kojim faktorima se ova razlika u kompenzacijama može pripisati? Sa tačke gledišta investitora, da li je ova tendencija dobra ili loša?



MEDIA

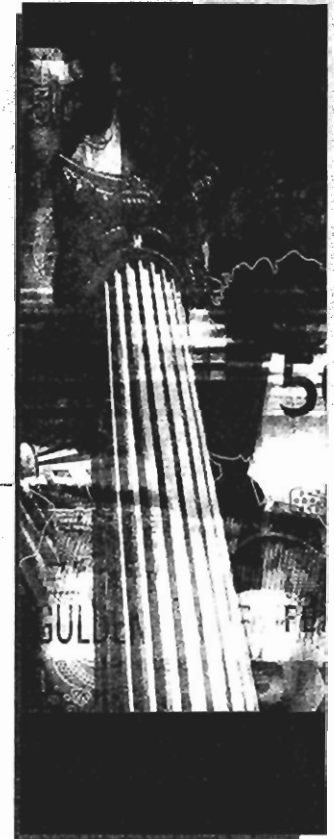
RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

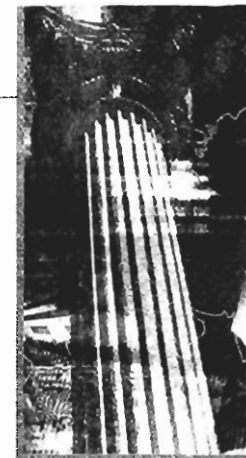
DEO V

Umetnost centralnog bankarstva



Poglavlje 17	Ko je ovde glavni?	357
Poglavlje 18	Rezerve banke i novčana masa	369
Poglavlje 19	Instrumenti centralnog bankarstva	395
Poglavlje 20	Razumevanje kretanja rezervi banaka	413
Poglavlje 21	Strategija monetarne politike	435

Ko je ovde glavni?



Monetarna politika je u nadležnosti Federalnih rezervi, ali kome odgovaraju Federalne rezerve? U poglavlju 2 ove knjige objasnili smo da, u cilju postizanja pune zaposlenosti bez pojave inflacije, mora da se odredi količina novčane mase. Federalne rezerve kontrolišu novčanu masu, ali ko kontroliše Federalne rezerve?

Odgovor na ovo pitanje je toliko složen da, čak i ako uspemo da odgovorimo na njega (što je malo verovatno), ili ćemo obelodaniti kako je nastala jedna od najvećih društveno-ekonomskih tvorevina u analima civilizacije, koju možemo uporediti sa pronalaskom unutrašnjih vodovodnih instalacija, ili ćemo, pak, razotkriti jednu od najzamršenijih šema koju je ljudski um ikada napravio da bi zamaskirao pravo mesto skrivene moći.

Ima onih koji smatraju da Federalne rezerve, za svoj rad, odgovoravaju Kongresu. Ali, predsednik, a ne Kongres, imenuje sedam članova Odbora guvernera **Sistema federalnih rezervi** sa sedištem u veličanstvenom zdanju, u Twentieth Street and Constitution Avenue, Washington, D.C. Od ovih sedam članova, predsednik bira predsedavajućeg Odbora guvernera koji će biti glavni kreator politike centralne banke.

Na osnovu gore navedenog, može se pomisliti da su Federalne rezerve za svoj rad odgovorne izvršnom organu države, a to je predsednik. Međutim, pošto svaki član odbora ima mandat od 14 godina, samo dva od sedam članova Odbora guvernera se imenuju za vreme svakog predsedničkog mandata koji traje četiri godine, izuzev u slučaju smrti ili ostavke člana. Čak i predsedavajući može biti osoba koju je imenovala prethodna administracija. Dalje, Kongres je 1913. godine formirao Federalne rezerve, i Kongres, a ne predsednik, ima ovlašćenje da, u bilo kom trenutku, promeni njihov radni mandat. Na primer, 1935. godine, Kongres je odlučio da ukloni dva predstavnika

administracije iz odbora guvernera - sekretara Trezora i finansijskog kontrolora valute koji su bili ex officio članovi - samo zato što su predstavnici izvršne vlasti.

Oni koji su mnogo smelji u pretpostavkama, smatraju da Federalne rezerve za svoj rad, u najvećoj meri, odgovaraju privatnim bankama, u koje se prvenstveno mogu svrstati više od 3.000 komercijalnih banaka, članica Sistema federalnih rezervi. Banke članice biraju šest od devet direktora svake regionalne banke Federalnih rezervi, koji opet imenuju predsednike regionalnih banaka Federalnih rezervi, uključujući i predsednika najelitnije banke Federalnih rezervi, Federal Reserve Bank of New York. Možda jeste, a možda i nije značajno, napomenuti da je godišnja plata predsednika Federal Reserve Bank of New York približno dvostruko veća od plate predsedavajućeg Borda guvernera u Vašingtonu.

Ko je onda ovde glavni?

Formalna struktura Sistema federalnih rezervi

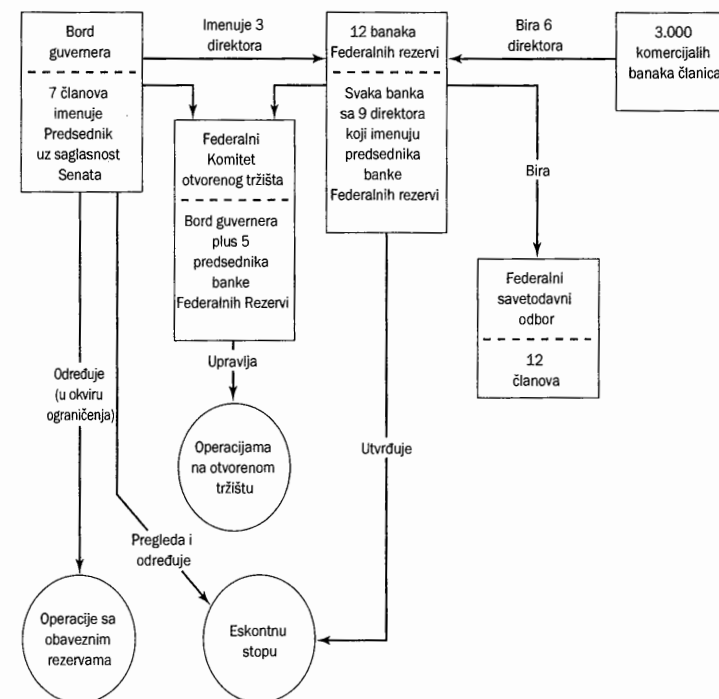
Zakonom predviđena organizacija Sistema federalnih rezervi predstavlja studiju pojedinačnih slučajeva u važećim prihvatljivim koncepcijama, decentralizacije i spajanja državne i privatne nadležnosti. Učinjen je smišljen pokušaj da se omogući da kongresna legislativa, Zakon o Federalnim rezervama iz 1913. godine, rasprostre vlast na široku bazu - geografski, između privatnog i državnog sektora, čak i unutar vlade - tako da ni jedno lice, grupa, ili sektor, bilo unutar ili izvan vlade, ne može da ima toliku vlast da bi dominiralo u upravljanju monetarnom politikom.

Kao što prikazuje Slika 17.1 Bord guvernera Sistema federalnih rezervi se sastoji od sedam članova koje imenuje predsednik, na predlog i saglasnost Senata. Da bi se sprečila mogućnost predsedničkog „nameštanja“ članova Borda, svaki član Borda se imenuje na period od 14 godina, pri čemu jedan mandat člana Borda ističe krajem januara svake parne godine. Dalje, ne sme se dogoditi da dva člana Borda pripadaju istom distriktu Federalnih rezervi. Predsedavajući Borda guvernera, kojeg bira predsednik među sedam članova, ima četvorogodišnji mandat. Međutim, mandat predsedavajućeg ne koincidira sa mandatom predsednika, tako da novo-izabrani predsednik na početku nove administracije obično zatiče već imenovanog predsedavajućeg Borda guvernera. Bord ne podleže kongresnoj dotaciji i delimično je oslobođen revizije vladinog nadzornika, Glavne računovodstvene službe (General Accounting Office), zato što se sred-

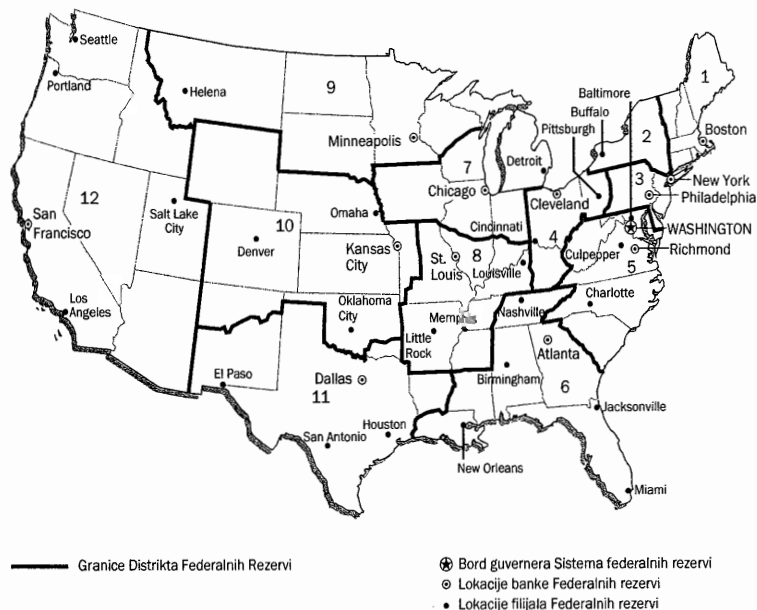
stva za poslovanje odbora obezbeđuju iz čiste dobiti 12 regionalnih banaka Federalnih rezervi.

Regionalne banke Federalnih rezervi, od kojih se po jedna nalazi u svakom federalnom distriktu, geografski su rasprostranjene širom države - the Federal Reserve Bank of New York, the Federal Reserve Bank of Kansas City, the Federal Reserve Bank of San Francisco, itd. (pogledajte sliku 17.2).

Formalno, svaka banka Federalnih rezervi je u privatnom vlasništvu banaka članica koje se nalaze u njenom distriktu, onih banaka za koje je nadležna za nadzor i regulativu. Svaka banka članica je obavezna da kupi akcije banke Federalnih rezervi u svom distriktu, u vrednosti jednakoj 6 procenata svog sopstvenog kapitala i suficita. Od ovih 6 procenata, 3 procenta mora biti uplaćeno, a 3 procenta podleže pozivu Borda guvernera. Međutim, profit koji se kumulira, na osnovu vlasništva, zakonom je ograničen na 6 procenata godišnje dividende na uplaćeni akcijski kapital. Članice akcionari biraju šest od devet direktora banke Federalnih rezervi u svom distriktu, a preostala tri imenuje odbor guvernera iz Vašingtona. Ovih devet direktora bira predsednika svoje banke Federalnih rezervi, uz saglasnost Borda guvernera.



SLIKA 17.1 Formalna struktura i organizacija sistema Federalnih rezervi



SLIKA 17.2 Sistem Federalnih Rezervi

Napomena: Havaji i Aljaska se nalaze u dvanaestom distriktu Federalnih rezervi.

Izvor: Federal Reserve Bulletin R. W. Calvin, Cartografer.

Direktori svake banke Federalnih rezervi biraju osobu, uvek komercijalnog bankara, koja će pomagati Federalnom savetodavnom odboru, zakonom predviđenom telu koje se sastoji od po jednog člana iz svih 12 distrikta Federalnih rezervi. Federalni savetodavni odbor kvartalno se konsultuje sa Bordom guvernera u Vašingtonu i daje preporuke u vezi sa vođenjem monetarne politike.

Zakonska nadležnost je slično široko raspoređena kada je u pitanju sprovođenje monetarne politike, kao što se vidi na slici 17.1. Bord guvernera je, na primer, nadležan za utvrđivanje **obaveznih rezervi** za depozite banaka, na primer, ali ne sme prelaziti određene limite koje postavlja Kongres.

Operacije na otvorenom tržištu (koje ćemo razmotriti u poglavlju 19) su u nadležnosti tela pod nazivom **Federalni komitet otvorenog tržišta (Federal Open Market Committee (FOMC))**, koje se sastoji od sedmočlanog odbora guvernera plus pet predsednika Rezervnih banaka. Iako su operacije na otvorenom tržištu u nadležnosti FOMC-a, one se realizuju na trgovinskom desku Federal Reserve Bank of New York, a obavlja ih lice koje je istovremeno službenik FOMC-a i Federal Reserve Bank of New York.

Zakonska nadležnost u pogledu **eskontnih stopa** (koje će se razmatrati u poglavlju 19) je još više zbunjujuća. Eskontne stope se „utvrđuju“ svake dve

nedelje, a utvrđuju ih direktori svake regionalne banke Federalnih rezervi; međutim, one podležu „pregledu i određivanju“ odbora guvernera. Razlika između „utvrđivanja“ i „određivanja“ eskontnih stopa je zaista delikatna, tako da ne iznenađuje pojava zabune kada treba precizno odgovoriti na pitanje ko zapravo ima vrhovnu vlast i odgovornost.

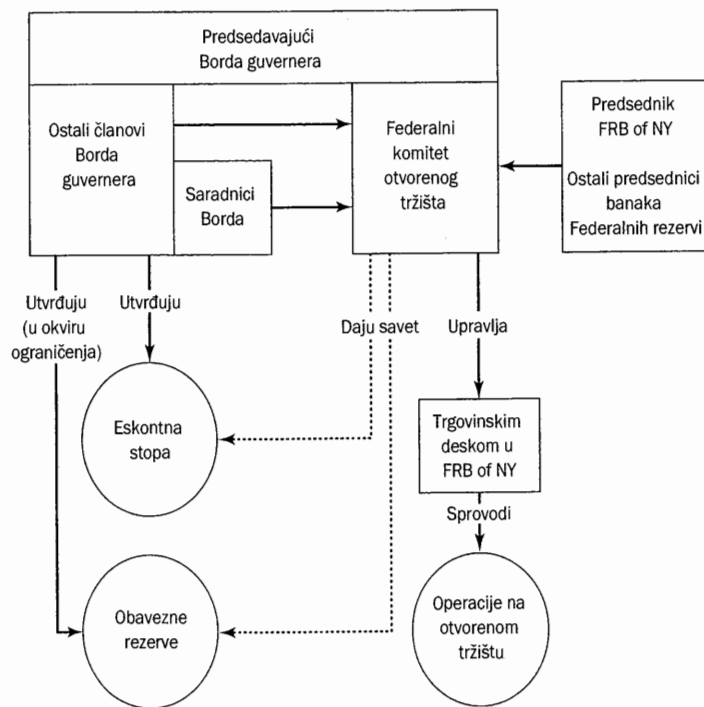
Realnost moći

Toliko o Zemlji Oz. Zapravo, realnost je u velikoj meri drugačija, kao što slika 17.3 objektivnije prikazuje.

Bez svake sumnje, dominantna ličnost u stvaranju i sprovođenju monetarne politike je predsedavajući Borda guvernera sistema Federalnih rezervi. Predsedavajući je najistaknutiji član Borda i najuticajniji član FOMC-a, a Kongres i građani ga smatraju *glasom* Sistema Federalnih rezervi. Iako izgleda da Zakon o federalnim rezervama (the Federal Reserve Act) tretira svih sedam članova odbora guvernera na, manje više, isti način, u proteklih pedeset godina, snažne ličnosti, izuzetnih sposobnosti i odlučnosti u odanosti principima, ipak su dovele do toga da se predsedavajući izdvaja od ostalih. U ulozi savetnika predsednika, pregovarača sa Kongresom i konačnog autoriteta za imenovanja u celom sistemu, sa uticajem nad svim aspektima monetarne politike u svojstvu predsedavajućeg Borda guvernera i FOMC-a, predsedavajući Borda guvernera praktično predstavlja utelovljenje centralne banke u ovoj zemlji.

Ostalih šest članova Borda guvernera takođe imaju veliku vlast, mnogo veću nego što je pokazuju zvanična dokumenta o strukturi sistema, zato što je, vremenom, vrhovna nadležnost po pitanju monetarne politike, postajala sve više centralizovana i koncentrisana u Vašingtonu. Kada je, 1913. godine, donet Zakon o federalnim rezervama, mislilo se da će sistem Federalnih rezervi biti samo pasivna agencija za pružanje usluga koja će obezbeđivati valutu kada je to potrebno, raditi kliring čekova i davati eskontne olakšice za privatne komercijalne banke članice. U to vreme nije postojala nikakva koncepcija o monetarnoj politici kao aktivnoj kontrakličnoj sili. Od svog osnivanja, centralna banka je od pasivne uslužnosti došla do položaja aktivnog regulatornog tela; od obavljanja funkcije regionalnog pružanja usluga do sprovođenja nacionalne ekonomske politike. Do ove promene je, naravno, došlo zajedno sa porastom moći centralizovanog odbora guvernera u Vašingtonu i istovremenog smanjenja značaja uloge regionalnih banaka Federalnih rezervi i njihovih „vlasnika“ - komercijalnih banaka.

Ako želimo da budemo realni u opisivanju današnje centralne banke, možemo reći da ona ima centralu u Vašingtonu i 12 lokalnih filijala širom države. Ove lokalne filijale su prepoznatljivije po prilično impozantnom nazivu, *banke Federalnih rezervi*; one su zaista i zadržale priličan stepen autonomije u ispoljavanju svojih stavova o razboritosti raznovrsnih poslovnih politika. Čak i sa ovim one suštinski su samo malo više od filijala centrale u Vašingtonu.



SLIKA 17.3 Realnost moći u okviru Sistema federalnih rezervi

U neformalnoj strukturi moći, stručni kadar ekonomskih eksperata i savetnika odbora koji ima uticaj preko same asocijacije, blisko je povezan sa odborom guvernera. Dugi staž i iskustvo u sistemu Federalnih rezervi mnogih ekonomista višeg kadra, njihovo poznavanje istorijata Federalnih rezervi, kao i ekspertiza u monetarnim analizama, predstavljaju osnovu moći ovih stručnjaka koja je, u velikoj meri, zasnovana na poštovanju njihovog dostignuća i doprinosa, kao pojedinaca, u okviru celog sistema. Svakodnevnom konsultacijama sa guvernerima i pismenim i usmenim izlaganjima, pre svakog sastanka FOMC-a, stručni kadar ima neodrediv, ali značajan uticaj na celokupan proces donošenja konačnih odluka. Izvestan broj članova stručnog kadra dobija unapređenja na mesta u samom Bordu i to predsedničkom nominacijom.

Pored Borda guvernera, predsedavajućeg Borda i stručnog kadra, još jedno telo ima vodeću ulogu u kreiranju politike Federalnih rezervi, a to je FOMC, koji se sastaje svakih pet ili šest nedelja u Vašingtonu. Od 12 članova FOMC-a, većinu

od sedam članova čini Bord guvernera. Ostalih pet članova su predsednici banaka Federalnih rezervi. Predsednik Federal Reserve Bank of New York je stalni član FOMC-a, a ostalih 11 predsednika banke Federalnih rezervi se međusobno smenjuju na preostala četiri mesta.

Zakonska nadležnost FOMC-a se odnosi na operacije na otvorenom tržištu, mada je, u poslednje vreme, postala praksa da se sva pitanja vezana za vođenje politike razmatraju na sastancima FOMC-a. Iako samo pet predsednika banke Federalnih rezervi ima uvek pravo glasa, uglavnom svih 12 prisustvuju svakom sastanku i učestvuju u raspravama. Tako se, zapravo, o potencijalnim promenama u obaveznim rezervama i eskontnim stopama, odlučuje u okviru FOMC-a, a 12 predsednika banaka Federalnih rezervi učestvuje u svojstvu pružanja savetodavnih usluga. Međutim, ukoliko dođe do neslaganja, Bord guvernera uvek ima konačnu reč kada se radi o obaveznim rezervama i eskontnim stopama. Konkretno, prema pravnom mišljenju, u slučaju nepostizanja saglasnosti, ovlašćenje Borda da „pregleda i određuje” eskontne stope jače je od ovlašćenja pojedinačnih banaka iz sastava Federalnih rezervi da „utvrđuju” odnosno eskontne stope.

Status predsednika Federal Reserve Bank of New York u finansijskom centru države daje ovoj ulozi jedinstvenu poziciju u hijerarhiji. Predsednik New York Federal Reserve banke, koji pretenduje da iskoristi ovu prednost, može da postane značajan problem, čak i za predsedavajućeg Borda guvernera. Pošto takav problem ne može imati pravni osnov, isti bi zavisio od prestiža predsednika Federal Reserve Bank of New York i uticaja ličnosti na toj funkciji.

Ali, gde se, u ovim koridorima moći, nalaze banke članice, direktori svake banke Federalnih rezervi i Federalni savetodavni odbor? Prilično su ućutkani, da budemo iskreni.

Banke članice zaista „poseduju” banke Federalnih rezervi u svojim distriktima, ali ovakvo vlasništvo akcija je većinom simbolično i nema ni jedan od uobičajenih atributa vlasništva. Banke članice imaju glavnu reč kod izbora direktora svoje banke Federalnih rezervi, a direktori imaju nadležnost koja je u velikoj meri ceremonijalne prirode. Tačno je da oni imenuju članove Federalnog savetodavnog odbora, ali Federalni savetodavni odbor uglavnom ima funkciju vezanu za odnose sa javnošću i malo je angažovan kada se radi o stvarnom kreiranju politike. Direktori svake banke Federalnih rezervi biraju predsednika svoje banke Federalnih rezervi, uz saglasnost odbora guvernera. Klauzula „uz saglasnost”, u praksi, znači da najviše što direktori realno mogu da učine jeste da dostave spisak potencijalnih osoba za položaj predsednika. Nekoliko puta se dogodilo da Vašington nije dao saglasnost za izbor direktora banke Federalnih rezervi; ovakvi primeri veoma jasno ukazuju na činjenicu gde se, ustvari, nalazi vrhovna vlast.

Problem nezavisnosti Federalnih rezervi

Činjenica da se vrhovna vlast nad monetarnom politikom nalazi u Vašingtonu, dovodi do pokretanja pitanja odnosa između centralne banke i ostalih državnih organa, koji su takođe odgovorni za celokupnu nacionalnu ekonomsku politiku - Kongresa i administracije, pri čemu je ovaj drugi organ personalizovan u liku predsednika.

Federalne rezerve su tvorevina Kongresa. Ustav daje Kongresu pravo „kovanja novca i propisivanja njegove vrednosti”. Na osnovu ovoga, Kongres je 1913. godine osnovao Federalne rezerve kao instituciju na koju je preneo ovlašćenje da sprovodi to pravo u njegovo ime. Kongres zahteva da mu Federalne rezerve periodično dostavljaju izveštaje i ima pravo da izmeni Zakon o Federalnim rezervama u bilo kom trenutku za koji smatra da je odgovarajući.

Kongres je, u suštini, dao Federalnim rezervama skoro neograničeni mandat da reguliše monetarni sistem u interesu građana, a onda se, manje više, povukao i dopustio monetarnim organima da samostalno rade na ostvarivanju ovog cilja, na najbolji mogući način. Kongres je pokušao da uticaj administracije svede na minimum, na taj način što je svakom članu odbora guvernera dodelio mandat od 14 godina, čime je striktno ograničio uticaj svakog pojedinačnog predsednika na rad odbora guvernera.

Ovaj polu-nezavisan status centralne banke izvor je stalnih nesuglasica. Neki članovi Kongresa smatraju da Federalne rezerve imaju preveliki stepen „nezavisnosti”. Prisutna je i zabrinutost vezana za oslobađanje Federalnih rezervi od dotacije Kongresa, kao i delimičnog oslobađanja od standardne procedure vladine revizije. Pored toga, povremeno dolazi do intenzivnog ispitivanja na raspravama u Kongresu po pitanju odgovornosti Federalnih rezervi za skup novac i visoke kamatne stope, uz učestale prekore koje populistički nastrojeni članovi Kongresa, uznemireni zbog skupog novca, upućuju zvaničnicima Federalnih rezervi.

Ima i onih, u Kongresu i van njega, koji se žale da Federalne rezerve ne obavljaju svoj posao onako kako treba, i da bi bilo bolje da Kongres donese neke smernice ili pravila kojima bi se ograničilo diskreciono pravo monetarne vlasti. Ovakve predloge ćemo razmotriti u poglavlju 26.

Odnos između centralne banke i predsednika takođe izaziva kontroverzna mišljenja. Mnogi smatraju da Federalne rezerve treba da budu deo izvršnih organa države, odgovorne predsedniku, s obzirom na to da je monetarna politika sastavni deo nacionalne ekonomske politike, i prema tome, mora biti koordinisana na najvišem nivou (tj. predsednik treba da obavlja koordinaciju), zajedno sa fiskalnom politikom, kao komponentom ukupnog programa administracije za ekonomski razvoj i stabilnost.

Pitanje nezavisnosti centralne banke od predsednika zasniva se na pragmatičnoj osnovi da subordinacija centralne banke, u odnosu na izvršni organ države, utiče na stvaranje viška novčane mase i, kao posledicu, dovodi do pojave

inflacije. Mišljenje da su nezavisne Federalne rezerve nedemokratske, može da se opovrgne ako se podsetimo da je centralna banka i dalje, u velikoj meri, odgovorna Kongresu koji može, kad god želi, da izmeni Zakon o Federalnim rezervama. Pored toga, predsednik se često sastaje sa predsedavajućim Borda guvernera, sekretarom Trezora i predsedavajućim Saveta ekonomskih savetnika (Council of Economic Advisors).

HOD PO ŽICI

Nezavisnost centralne banke i inflacija: Pouke iz istorije

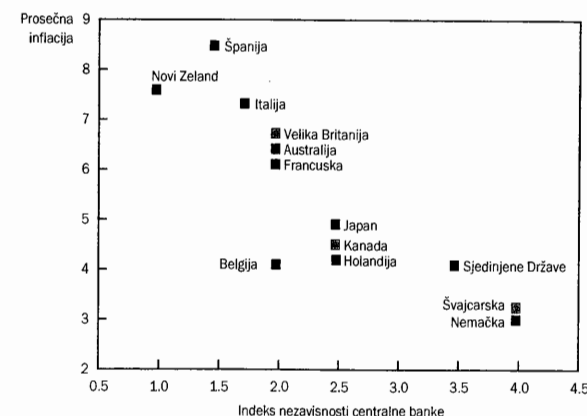
Mnogi primeri iz istorije pokazuju da su stope inflacije niže kada su centralne banke zaštićene od političkog uticaja. Veza između inflacije i nezavisnosti centralne banke je prikazana u priloženoj tabeli, koja je prestikana i prilagođena iz studije koju su izradili Alberto Allesina i Lawrence Summers*, a koja na vertikalnoj osi prikazuje prosečnu stopu inflacije u različitim zemljama u periodu od 1955 - 1988. godine, dok na horizontalnoj osi prikazuje indeks nezavisnosti centralne banke.

Ne bi trebalo da nas iznenadi saznanje da su Nemačka i Švajcarska, kao zemlje u kojima su centralne banke, u ovom periodu, imale najveću nezavisnost, i najniže stope inflacije, dok su zemlje u kojima su centralne banke imale najmanju nezavisnost (Novi Zeland, Španija i Italija)

imale i najviše stope inflacije. Neke od ovih zemalja (kao primer navodimo Novi Zeland) su, kasnije, dale veću nezavisnost svojim centralnim bankama, odluka koja je možda doneta na osnovu pouke iz prošlosti.

U većini demokratskih zemalja, biračko telo je mnogo više zabrinuto zbog nezaposlenosti nego zbog inflacije. Zato bi bilo mudro da se centralnoj banci obezbedi pravi stepen nezavisnosti, kako kratkovidni političari ne bi sprečavali borbu protiv inflacije da bi bili izabrani.

*Alberto Allesina and Lawrence H. Summers, „Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence” *Journal of Money, Credit, and Banking*, May 1993. Mr. Summers became Treasury Secretary in 1999, and President of Harvard University in 2001.



Mnogi se pribojavaju, i to ne bez istorijskog osnova, da će, ako monetarna vlast postane mlađi partner predsednika ili Trezora (fiskalna vlast), monetarna stabilnost biti žrtvovana potrebama države u pogledu prihoda - država će biti u iskušenju da pronalazi lakše načine za mobilisanje sredstava; štampanjem novca ili prekomernim zaduživanjem po veštački niskim kamatnim stopama, nasu-prot politički težim putem povećanjem poreza ili smanjivanjem troškova države. Ukratko rečeno, jedina svrha nezavisnosti monetarne vlasti jeste da se spreči prirodna sklonost vlada da pribegnu inflaciji.

U daljem tekstu Dela V daje se intenzivan prikaz metoda kontrole koje kori-ste Federalne rezerve. Ispitaćemo na koji način Federalne rezerve regulišu nov-čanu masu, kao i teškoće sa kojima se susreću u pokušaju da se ostvare monetarni ciljevi. Da bismo došli do ovih važnih tema vezanih za vođenje politike, potrebno je da posvetimo određenu pažnju konkretnim činjenicama.

REZIME

1. Dominantna ličnost u stvaranju i sprovođenju monetarne politike je predsedava-jući Borda guvernera sistema Federalnih rezervi. Federalni komitet otvorenog trži-šta je glavni kreator politike u sistemu. Sastoji se od sedam članova Borda guver-nera i pet predsednika banaka Federalnih rezervi.
2. Federalne rezerve, za svoj rad, odgovaraju Kongresu, ali su pravno nezavisne od izvršnog organa države. Ovaj polu-nezavisan status Federalnih rezervi predstavlja izvor čestih sukoba. Ovakav status se brani činjenicom da centralna banka mora da ima znatnu nezavisnosti da bi sprečila prirodnu sklonost vlada da pribegnu inflatornim metodama radi sopstvenog finansiranja.

KLJUČNI TERMINI

Eskontna stopa, str. 360	Committee - FOMC), str. 360	Operacije na otvorenom tržištu, str. 360
Federalni komitet otvorenog tržišta (Federal Open Market)	Monetarna politika, str. 357	Sistem federalnih rezervi, str. 357
	Obavezne rezerve, str. 360	

PITANJA

- 16.1 Operacije na otvorenom tržištu su danas najvažniji politički alat Federalnih rezervi. Ko odlučuje koje će to operacije biti?
- 16.2 Ko je sadašnji predsedavajući Borda guvernera sistema Federalnih rezervi? Koji predsednik ga je imenovao na tu funkciju?
- 16.3 Da li su Federalne rezerve odgovorne zakonodavnim ili izvršnim organima države?
- 16.4 Po kom osnovu pravdaju polu-nezavisan status Federalnih rezervi njegovi branioci? Po kom osnovu ovakav status Federalnih rezervi napadaju protivnici?
- 16.5 Kakav je status predsednika Federal Reserve Bank of New York u hijerarhiji centralne banke?
- 16.6 *Pitanje za diskusiju:* Poređenja iskustava iz različitih zemalja pokazuju da veća nezavisnost centralne banke uzrokuje nižu stopu inflacije. Ali, veća nezavisnost centralne banke dovodi do manjeg uticaja volje izbornog tela na postupke centralne banke. Do koje mere, u demokratskim sistemima, centralna banka zaista treba da bude nezavisna?

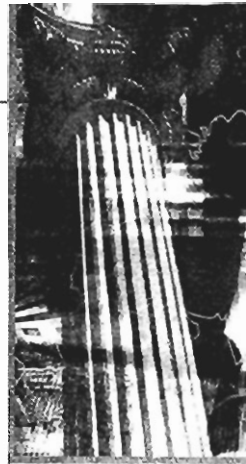
MEDIA

RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Rezerve banaka i novčana masa



Sada kada znamo u čijoj je nadležnosti monetarna politika Sjedinjenih država, hajde da pogledamo kako Federalne rezerve obavljaju svoj zadatak. Biće nam potrebna cela četiri poglavlja da bismo potpuno razumeli kako sve funkcioniše. Poznato nam je, iz kratkog pregleda u poglavlju 2, da novčana masa pomaže da se utvrde ukupne ekonomske aktivnosti. Takođe smo ukazali na vezu između Federalnih rezervi, rezervi banaka i novčane mase. Mada je moguće pristupiti pojedinostima na više načina, mi smo se opredelili za sledeći pristup. U ovom poglavlju proučavamo vezu između rezervi banaka i novčane mase. U poglavlju 19 prikazujemo alate koji su na raspolaganju Federalnim rezervama u sprovođenju njenih ciljeva. U poglavlju 20 naša pažnja će biti usmerena na vezu između alata koji su na raspolaganju Federalnim rezervama, i rezervi banaka. Konačno, u poglavlju 21 povezujemo sva ova pitanja proučavajući kako Federalne rezerve utvrđuju svoje ciljeve i kako sprovode svoj plan ostvarivanja ciljeva.

Kao što smo videli u poglavlju 2, najveći deo naše novčane mase ne sastoji se od kovanog novca i novčanica. Možemo reći da se novčana masa ($M1$), uglavnom, sastoji od depozita po viđenju (tekućih računa) kod komercijalnih banaka i drugih vrsta finansijskih institucija.¹ Ukratko smo prikazali na koji način rezerve banaka imaju ključnu ulogu u stvaranju ovih depozita po viđenju. Sada je trenutak da detaljnije proučimo celokupan proces: s obzirom na to da regulišu rezerve banaka i drugih finansijskih institucija, Federalne rezerve imaju pravo da kontrolišu količinu depozita po viđenju u zemlji, a time i nacionalnu novčanu masu.

¹ Depoziti po viđenju, kako su prikazani u ovom poglavlju, uključuju dve vrste transakcionih računa: depozite po viđenju i NOW (negocijabilni nalozi za povlačenje) račune.

Kliring čekova i naplata

Dosta već znamo o tome kako funkcionišu finansijske institucije, a to smo naučili iz poglavlja 3 Dela I kao i iz svih poglavlja Dela II ali kratak osvrt na ovu temu neće biti na odmet. Ovoga puta ćemo stvari posmatrati iz drugačije perspektive i pažnju ćemo usmeriti prvenstveno na depozite po viđenju, a posebno na vezu između rezervi i depozita po viđenju. Da bismo zaista shvatili kako sve ovo funkcioniše, osvrnućemo se na bankarsko poslovanje.

Pretpostavimo da hoćemo da prodamo svoje akcije i podignemo iznos od \$5 miliona da bismo osnovali banku zatim kupujemo zgradu po ceni od \$1 milion i počinjemo sa poslovanjem banke. Bilans stanja naše banke na početku poslovanja izgleda ovako:

Početni bilans stanja naše banke

Aktiva		Pasiva i neto vrednost	
Gotovina	\$4,000,000	Neto vrednost	\$5,000,000
Zgrada, itd.	1,000,000		

Mogli bismo malo da poboljšamo bilans stanja. Previše ima gotovine, a ona ne donosi kamatu. Zato odmah odvajamo tri četvrtine gotovinskog iznosa i, od tog novca, kupujemo državne obveznice. Račun trezora (T-račun), koji prikazuje *promene* u našem bilansu stanja, izgleda ovako:

Kupovina državnih obveznica koju je izvršila naša banka

A		L & NW	
Gotovina	-\$3,000,000		
Državne obveznice	+ 3,000,000		

Iz razloga koji će uskoro biti jasni, uzimamo iznos od \$900.000 i stavljamo ga u našu regionalnu banku Federalnih rezervi kao depozit na ime naše banke:

Transfer gotovine naše banke u banku Federalnih rezervi

A		P&NV	
Gotovina	-\$900,000		
Depozit kod banke Fed-a	+ 900,000		

Srećni smo što, tokom prvih nekoliko dana, veliki broj novih deponenata otvara račune kod nas, deponujući iznos od \$2 miliona u čekovima vučenim na

druge banke - kod kojih zatvaraju svoje račune i to zato što im više odgovaraju naši uslovi: Naš T-račun, sa ovim depozitima, izgleda ovako:

Novi gotovinski depoziti naše banke

A		P&NV	
Gotovinske stavke u procesu naplate	+\$2,000,000	Depoziti po viđenju	+\$2,000,000

Depozit po viđenju kod banke za deponenta predstavlja kapital. To je deo imovine deponenta. Za banku, međutim, to je *pasiva*, dug, zato što je banka obavezna da plati taj iznos - i to *na zahtev*. Depozit po viđenju mora biti plaćen u bilo kom trenutku, po želji deponenta ili isplatom gotovinske valute na šalteru banke ili transferom sredstava po nalogu deponenta. Precizna definicija čeka je: nalog deponenta banci da transferiše sredstva na ime onoga čije je ime navedeno na čeku ili onome na koga je ček na poledini indosiran.

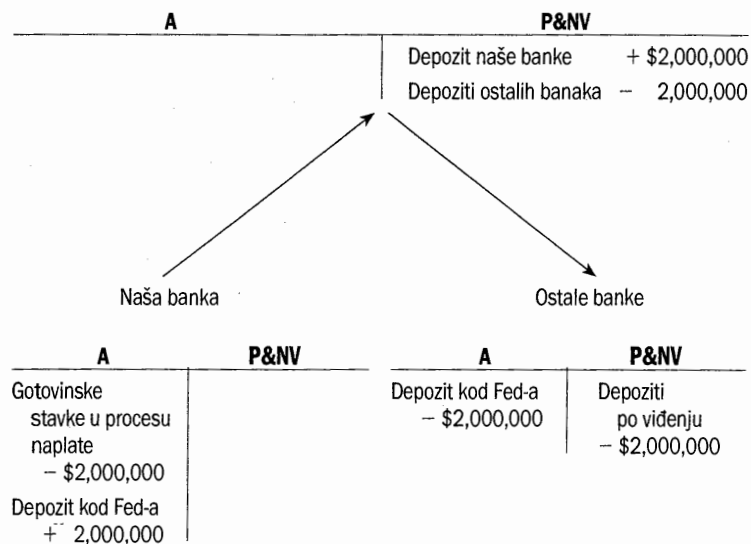
Sada imamo iznos od \$2 miliona u čekovima vučenim na druge banke koje su naši novi klijenti deponovali kod nas. Mi treba da „naplatimo” ove čekove; do ovog trenutka ovi čekovi predstavljaju samo „gotovinske stavke u procesu naplate”. Ako imamo vremena, možemo odneti svaki ček u banku na koju je isti vučen, tražiti isplatu valute na šalteru i potom vratiti novac u našu banku. Pošto je ovakav način naplate veoma zamoran kada se svakodnevno vrši učinimo ono što čine i ostale banke: Oslonićemo se na Federalne rezerve da nam pomognu u procesu naplate čekova. Banke Federalnih rezervi imaju centralnu ulogu u procesu naplate čekova, ulogu koja je toliko važna da moramo da učinimo malu digresiju u našem izlaganju da bismo videli kako one obavljaju svoj zadatak.

Kao što smo videli u prethodnom poglavlju, postoji 12 banaka Federalnih rezervi širom zemlje - u Njujorku, Atlanti, Dalasu, Mineapolisu, San Francisku itd. Svaka finansijska institucija depozitnog tipa povezana je sa jednom od njih. Same banke Federalnih rezervi imaju vrlo malo direktnih kontakata sa javnošću, one uglavnom rade sa državom i finansijskim institucijama. Međutim, banke Federalnih rezervi omogućavaju efikasnu naplatu čekova kao i transfer sredstva širom zemlje. Osnovni mehanizam naplate je depozit koji svaka finansijska institucija drži kod svoje regionalne banke Federalnih rezervi što i jeste razlog našeg deponovanja iznosa od \$900.000 na T-račune kod banke Federalnih rezervi.

Pogledajmo sada kako funkcioniše proces naplate. Uzimamo iznos od \$2 miliona u čekovima koje su naši novi klijenti deponovali, čekovima vučenim na druge banke i odnosimo ceo komplet tih čekova u banku Federalnih rezervi. Banka Federalnih rezervi nam odobrava ove čekove tako što uvećava naš „depozit kod Fed-a” za taj iznos. Istovremeno, ona *oduzima* iznos od \$2 miliona od „depozita kod Fed-a” banaka na koje su ovi čekovi vučeni. Zatim šalje ove

čekove odgovarajućim bankama, uz izvod kojim ih obaveštava o skidanju sredstava a te banke potom skidaju odgovarajući iznos sa računa svojih deponenata. T-računi celokupnog procesa naplate čekova izgledaju baš ovako, sa strelicama koje pokazuju pravac u kojem se čekovi kreću:

Proces naplate čekova, banka Federalnih rezervi



HOD PO ŽICI

Kako tehnologija utiče na proces plaćanja?

U ovom poglavlju, pažnju smo usmerili na kliring čekova u procesu plaćanja. Međutim, tehnologija sve više utiče na načine plaćanja između banaka. U jednom periodu, čekovi su morali ručno da se obrađuju, što je bio prilično skup način obrade. Tokom 1950-ih godina, čekovi su bili kodirani na način **prepoznavanja slovnih mesta pomoću magnetskog mastila - PSMM (MICR)**, čime je bila omogućena mašinska obrada i smanjen trošak korišćenja čekova. Godine 2003. Fed zamenjuje papirne čekove elektronskim karticama da bi se još više smanjio trošak procesa plaćanja.

Elektronski transferi sredstava, kao što su automatske transakcije klirinških kuća - ATOK (ACH), debitne kartice i kreditne kartice, počeli su da smanjuju značaj čekova u sistemu plaćanja. Nedavni članak Fed-a* pokazuje da je broj čekova korišćenih za plaćanje u ritejlu opao za 14 procenata, u periodu između 1995. i 2000. godine, dok se broj elektronskog plaćanja u ritejlu skoro udvostručio u istom periodu. Uprkos ovoj tendenciji, čekovi ostaju najuobičajeniji način plaćanja na nivou ritejla: u 2000. godini, oni su predstavljali 84% vrednosti bezgotovinskog plaćanja u ritejlu.

Čak i u transakcijama koje se obavljaju bez papirologije, Federalne rezerve imaju ulogu u procesu plaćanja i kliringu. Federalne rezerve obavljaju plaćanja kod većine ACH transakcija i obavljaju obradu plaćanja za privatni sektor ACH transakcija. Za sada, Federalne rezerve

ostaju u centru klirinškog sistema i kada je u pitanju plaćanje vezano za papirologiju i kada je u pitanju elektronsko plaćanje.

* Videti G. Gerdes i J. Wallon, „The Use of Checks and Other Noncash Payment Instruments in the United States” Federal Reserve Bulletin, August 2002.

Možemo, u nekoliko reči, rezimirati ovakav proces naplate. Kada banka primi ček vučen na drugu banku ona dobija depozit kod Federalnih rezervi jednak iznosu na čeku. Za razliku od ovog procesa, banka na koju je ček vučen gubi depozite kod Federalnih rezervi za isti iznos.² Uskoro ćemo videti da su depoziti kod Federalnih rezervi deo rezervi banaka. Ovo što je ovde rečeno možemo parafrazirati u jedan veoma važan princip bankarskog poslovanja:

Kada banka primi ček koji je vučen na drugu banku ona dobija rezerve u iznosu koji je jednak iznosu na čeku. Suprotno ovome, banka na koju je ček vučen gubi rezerve u istom iznosu.

U ovom slučaju postoje dve manje komplikacije. Prva: Šta se događa ako neka od odnosnih institucija nije član sistema Federalnih rezervi? Nema problema. Sve finansijske institucije koje otvaraju tekuće račune, bilo da su banke članice ili ne, moraju da drže rezerve ili u obliku gotovine u trezoru ili u obliku depozita kod banke Federalnih rezervi (ili kod druge banke koja ova sredstva drži kod Federalnih rezervi). Znači, ove institucije će obavljati kliring čekova direktno preko Federalnih rezervi ili će indirektno obavljati kliring na osnovu aranžmana sa takozvanom korespondentnom bankom koja drži takve rezerve.

Druga: Šta se događa kada dve odnosne finansijske institucije pripadaju različitim distriktima Federalnih rezervi i, prema tome, imaju depozite u dvema različitim bankama Federalnih rezervi? Ni u ovom slučaju nema problema. Federalne rezerve imaju svoj Fond za saldiranje između distrikta (Inter-District Settlement Fund), kod kojeg svih 12 banaka Federalnih rezervi drže račune, tako da se, u ovakvim slučajevima, saldiranje obavlja međusobnim transferom salda u knjigama Fonda za saldiranje između distrikta.

Kakva je sada naša pozicija? Pogledajmo bilans stanja naše banke posle unošenja svih prethodnih transakcija:

² Obratite pažnju na to da depoziti banaka kod banke Federalnih rezervi predstavljaju pasivu banke Federalnih rezervi (iako je to aktiva komercijalnih banaka) baš kao što i depoziti građana kod komercijalne banke predstavljaju pasivu banke (iako je to aktiva deponenata).

Novi bilans stanja naše banke

A		P&NV	
Gotovina	\$ 100,000	Depoziti po viđenju	\$2,000,000
Depozit kod Fed-a	2,900,000	Neto vrednost	5,000,000
Državne obveznice	3,000,000		
Zgrada, itd.	1,000,000		

Ovaj novi bilans stanja nas podseća da su komercijalne banke i ostale depozitne finansijske institucije zakonski obavezne da drže deo svoje aktive u obliku rezervi. Kao što smo ranije istakli, sve banke su obavezne da drže rezerve - u obliku gotovine ili u obliku depozita kod Fed-a - kako utvrđuje Odbor guvernera Federalnih rezervi. U kakvoj je poziciji naša banka kada se radi o rezervama? Radi pojednostavljenja, pretpostavimo da sve banke, uključujući i našu, moraju da drže **obavezne rezerve** koje su jednake paušalu od 10 procenata depozita po viđenju.

Kod banke Federalnih rezervi *imamo* rezerve - gotovinu i/ili depozite u iznosu od \$3 miliona. Uz depozite po viđenju od \$2 miliona, *potrebno* je da naše rezerve budu 10% navedenog iznosa, znači \$200.000, da bismo ispunili našu zakonsku obavezu. Tako imamo **višak rezervi** od \$2,8 miliona. Ova jednostavna računica kojom se izračunava iznos viška rezervi banke je od suštinskog značaja za bankarsko poslovanje.

Šta sada da radimo? Na žalost, sa ovakvim bilansom stanja nismo baš rentabilni. Imamo dosta viška rezervi koje ne donose kamatu, a nemamo dovoljno prihodovne aktive. Pretpostavimo da možemo da nađemo kreditno sposobne zajmoprimce koji žele da im se odobri kredit. U ovakvom slučaju se suočavamo sa velikim problemom: Koliki iznos možemo bezbedno da odobrimo kao kredit a da ne ugrozimo našu poziciju u pogledu obaveznih rezervi?

Ekspanzija depozita: Jedna banka

Da bismo odgovorili na pitanje koliki iznos možemo bezbedno da odobrimo kao kredit, potrebno je da znamo dve stvari: (1) koliko imamo viška rezervi i (2) šta će se dogoditi posle odobravanja kredita. Već znamo koliko imamo viška rezervi, odnosno \$2,8 miliona. Sada ćemo razmotriti šta će se dogoditi posle odobravanja kredita.

Kada banka odobri kredit, korisnik uglavnom ne uzima sredstva u novčanica od \$100 već obično otvara novi tekući račun. U bilansu stanja banke, krediti (aktiva) i depoziti po viđenju (pasiva) se povećavaju. Banka *stvara* depozite po viđenju kada odobrava kredit. Pošto su depoziti po viđenju novac, znači da banke stvaraju novac.

Prema tome, koliki iznos možemo da odobrimo kao kredit? Pošto je jedini limit za naše stvaranje depozita po viđenju vezan za zakonsku obavezu da moramo da imamo 10 procenata rezervi, površan odgovor na ovo pitanje bi bio da možemo da odobrimo kredit - i stvorimo depozite po viđenju - do desetostrukog iznosa našeg viška rezervi. Naš višak rezervi je \$2,8 miliona. Zašto onda da ne odobrimo kredit u iznosu koji će biti deset puta veći od tog iznosa, odnosno \$28 miliona? Ako bismo to učinili, evo šta bi se dogodilo:

Odobreni zajmovi naše banke

A		P&NV	
Zajmovi	+ \$28,000,000	Depoziti po viđenju	+ \$28,000,000

Naš novi bilans stanja bi izgledao ovako:

Novi bilans stanja naše banke

A			P&NV	
Rezerve	Gotovina	\$ 100,000	Depoziti po viđenju	\$30,000,000
	Depozit kod Fed-a	2,900,000	Neto vrednost	5,000,000
	Državne obveznice	3,000,000		
	Kredit	28,000,000		
	Zgrada, itd.	1,000,000		

Imamo i dobru i lošu vest. Prvo dobra vest: Iznos naše pasive po depozitima po viđenju je prilično veliki - \$30 miliona - a rezerve od \$3 miliona su, po zakonu, sasvim dovoljne kao potpora. Izgleda da smo pronašli pravi rudnik zlata. Za manje od mesec dana poslovanja, sa investicijom od samo \$5 miliona, evo nas kako već ostvarujemo kamatu po osnovu \$3 miliona državnih obveznica i \$28 miliona kredita.

Ali sačekajmo malo, sada dolazi loša vest: Nismo obratili pažnju na ono što se događa kada korisnik uzme kredit. Većina korisnika ne uzima kredit i plaća kamatu samo da bi ta sredstva stajala netaknuta. Oni hoće da potroše novac. A kada to učine, napisće čekove na te nove depozite po viđenju. Primaoci ovih čekova će ih verovatno deponovati kod drugih banaka, a kada oni odu u kliring preko Federalnih rezervi, mi ćemo *izgubiti naše rezerve*. (Setimo se da se banci na koju je ček vučen oduzimaju rezerve u iznosu koji je jednak iznosu na čeku.) Tako da je naša banka, sada, u sledećoj situaciji:

Naplaćeni čekovi naše banke

A		P&NV	
Depozit kod Fed-a	- \$28,000,000	Depoziti po viđenju	- \$28,000,000

Ako su naši depoziti kod Feda samo \$2,9 miliona, teško da možemo hladno-krvno posmatrati njihov pad za \$28 miliona. Završićemo u zatvoru umesto na nekoj od rivijera. Jasno je da je nešto krenulo naopako. Očigledno smo pogrešno izračunali naš limit za odobravanje kredita, tj. iznos koji možemo sa sigurnošću da izdvojimo za odobravanje kredita - „bezbedno“ znači bez ugrožavanja naše pozicije obaveznih rezervi.

Dakle, koliki je naš bezbedni limit za odobravanje kredita? To je iznos rezervi koji možemo sebi da dozvolimo da izgubimo, a mi već znamo koliki je taj iznos: naš *višak* rezervi. Banka može da odobrava kredite do iznosa svog viška rezervi ali ne i iznad tog iznosa. Ako pokuša da odobri veći iznos, ubrzo će se suočiti sa situacijom nedovoljnog iznosa rezervi, i to vrlo brzo, čim korisnici potroše sredstva kredita i posle naplate čekova kroz službu za naplatu čekova Federalnih rezervi.

Zato počnimo ponovo. Naš višak rezervi iznosi \$2,8 miliona. Ako odobrimo kredite u tom iznosu, stavke u našem bilansu stanja će izgledati ovako:

Kredit koji je odobrila naša banka

A		P&NV	
Kredit	+ \$2,800,000	Depoziti po viđenju	+ \$2,800,000

Kada korisnici potroše sredstva, pod pretpostavkom da su čekovi deponovani kod drugih banaka, situacija će biti sledeća:

Naplaćeni čekovi naše banke

A		P&NV	
Depozit kod Fed-a	– \$2,800,000	Depoziti po viđenju	– \$2,800,000

Tako da naš bilans stanja sada izgleda ovako:

Novi bilans stanja naše banke

A			P&NV	
Rezerve	Gotovina	\$ 100,000	Depoziti po viđenju	\$2,000,000
	Depozit kod Fed-a	100,000	Neto vrednost	5,000,000
	Državne obveznice	3,000,000		
	Kredit	2,800,000		
	Zgrada, itd.	1,000,000		

Sada, kada su svi čekovi naplaćeni, imamo depozite u iznosu od \$2 miliona i rezerve od \$200.000, što je na samoj granici prihvatljivosti; naše rezerve su jednake jednoj desetini naših depozita. Ali nemojmo zaboraviti da smo ovo postigli umanjivanjem naših rezervi, a ne ekspanzijom depozita (kao u prethodnom katastrofalnom primeru). Umanjili smo naše rezerve time što smo odbili kredit u iznosu koji je jednak višku rezervi, što je dovelo do ekvivalentnog smanjenja naših rezervi.³

Napomenimo takođe da bi kupovina hartija od vrednosti imala isti efekat na rezerve kao i odobravanje kredita, izuzev što bi do pada u rezervama, verovatno, došlo mnogo brže. Ako smo kupili hartije od vrednosti za banku, ne bismo otvarali tekući račun za prodavca, već bismo jednostavno platili čekom vučenim na banku (koji je plativ preko našeg računa kod Feda). Čim ček ode u kliring, naše rezerve opadnu za taj iznos.

Vredi naglasiti zaključak ovog odeljka: banka ne može sa sigurnošću da odobri kredit (ili kupi hartije od vrednosti) u iznosu većem od svog viška rezervi, kako je izračunato *pre* odobravanja kredita. Ali može odobravati kredite ili kupovati hartije od vrednosti do iznosa svog viška rezervi bez ugrožavanja pozicije svojih obaveznih rezervi.

Tako, banka može stvarati novac (depozite po viđenju), ali samo ako ima višak rezervi sa kojim će početi. Čim stvori ovaj novac - u našem slučaju, \$2,8 miliona - ona ga *gubi* u drugoj banci, kada se novac potroši. Ovo je ključna razlika između sposobnosti jedne banke da stvori novac i bankarskog sistema kao celine.

Ekspanzija depozita: Bankarski sistem

Kada smo odobrili kredit u iznosu od \$2,8 miliona i stvorili depozite po viđenju za korisnike, korisnici vrlo brzo potroše ta sredstva, a mi izgubimo novoostvarene depozite i rezerve u istom iznosu. Ovim prestaje naša sposobnost da odobravamo kredite. Ali u procesu kliringa čekova, neke druge banke su *dobile* \$2,8 miliona u depozitima i rezervama i te druge banke mogu da povećaju odobravanje kredita s obzirom na to da sada *one* imaju višak rezervi.

³ *Važna napomena:* Izračunavanje viška rezervi da bi se procenila sposobnost odobravanja kredita treba uvek da se izvrši *pre* odobravanja novih kredita, bez uključivanja rezervi potrebnih kao potpora novih depozita nastalih na osnovu kredita. Na primer, pošto smo ostvarili \$2,8 miliona od gore navedenih kredita, depoziti po viđenju su porasli za isti taj iznos, tako da su obavezne rezerve porasle za \$280.000. Ali, povećanje od \$280.000 u obaveznim rezervama ne utiče na našu sposobnost odobravanja kredita. Sve dok imamo depozite od \$2,8 miliona naše rezerve nisu istrošene. Dok ne nestanu depoziti nastali na osnovu kredita - kada korisnici ispišu čekove na osnovu svojih novih depozita - naše rezerve neće opasti, kada se čekovi naplate u korist drugih banaka preko Federalnih rezervi. Do tada, nama više neće biti potrebne rezerve za ove depozite, pošto se oni više neće nalaziti u našim knjigama.

Hajde da sada uprostimo našu računicu i da pretpostavimo da umesto viška rezervi od \$2,8 miliona i odobravanja kredita u tom iznosu, posedujemo višak rezervi od samo \$1.000 i da smo odobrili kredit u tom iznosu. Ovako ćemo lakše baratati ciframa. Kada se obavi kliring čekova, neke druge banke će dobiti \$1.000 u depozitima i rezervama i te druge banke mogu da nastave proces pošto imaju višak rezervi. Da je celokupan iznos od \$1.000 deponovan u jednoj banci (Banka B) tada bi T-račun te banke izgledao ovako:

Depozit u Banci B

A		P&NV	
Depozit kod Fed-a	+ \$1,000	Depoziti po viđenju	+ \$1,000

Banaka B sada može da odobrava kredite i stvara dodatne depozite po viđenju. Pod pretpostavkom da je došlo do povlačenja svih kreditnih sredstava (da je višak rezervi banke bio nula) pre dobijanja ovog depozita, koliki bi iznos Banka B mogla da odobri kao kredit? Manje od nas, zato što njen višak rezervi ne iznosi \$1.000, već samo \$900 - ona ima nove rezerve od \$1.000, ali joj je potreban iznos od \$100 od tog iznosa kao rezerva za depozit od \$1.000.

Ako Banka B zaista odobri kredit od \$900 trebalo bi već da znamo šta će se dogoditi. Njeni krediti i depoziti će porasti za \$900, a kada korisnici potroše ta sredstva, njene rezerve i depoziti će opasti za isti iznos. Neto rezultat: Njeni depoziti po viđenju će opasti na \$1.000, njene rezerve na \$100, a njena sposobnost odobravanja kredita (i stvaranja novca) će biti iscrpljena.

Međutim, kada zajmoprimaoci Banke B potroše svojih \$900, davanjem čekova onima koji ih deponuju u drugim bankama (kao što je Banka C), proces kliringa čekova kojim se oduzimaju rezerve i depozit od Banke B prenosi te rezerve i depozite u Banku C:

Depoziti u Banci C

A		P&NV	
Depozit kod Fed-a	+ \$900	Depoziti po viđenju	+ \$900

Sada je Banka C u prednosti. Ona može da odobrava kredite i stvara nove depozite po viđenju do iznosa svog viška rezervi koji je \$810. Sa ponavljanjem procesa, Banka D može da odobri \$729 (stvarajući dodatni depozit po viđenju u tom iznosu), Banka E može da odobri \$656,10, Banka F \$590,49 i tako dalje. S obzirom na to da je iznos obaveznih rezervi 10 procenata, svaka banka po redosledu dobija višak rezervi, odobrava kredite, i stvara nove depozite po viđenju u iznosu od 90 procenata od prethodne. Ako saberemo \$1.000 + \$900 + \$810 + \$729 + \$656,10 + ... zbir će se približiti iznosu od \$10.000.

Kada se ekspanzija približi svom limitu od \$10.000, bankarski sistem će imati depozite po viđenju u iznosu koji je jednak pomnoženom iznosu svojih rezervi - depoziti po viđenju će biti \$10.000 na strani pasive a rezerve će biti \$1.000 na strani aktive za sve banke zajedno. (Istovremeno će, naravno, banke imati i \$9.000 u drugoj aktivni - kredite, u našem primeru.) U bankarskom sistemu, ova finalna faza se ne postiže smanjivanjem rezervi, kao što je slučaj kada se radi o jednoj banci, već ekspanzijom depozita. Zaključak: Dok svaka banka gubi rezerve posle odobravanja kredita - u procesu kliringa čekova - neka banka će uvek dobiti rezerve koje je izgubila druga banka, tako da se rezerve u celokupnom bankarskom sistemu ne menjaju. One se samo transferišu iz banke u banku. Međutim, ukoliko banke sve više odobravaju kredite, dolazi do povećanja pasive po depozitima po viđenju, čime se smanjuje višak rezervi. Ovakvo neprekidno smanjivanje viška rezervi na kraju postavlja limit koji ograničava dalju ekspanziju.

Koliko, obično, bankarski sistem može da vrši ekspanziju depozita po viđenju? Jedna banka može da odobri kredit (i stvori depozite po viđenju) samo do iznosa svog viška rezervi, bankarski sistem može da stvori depozite po viđenju u višestrukom iznosu od prvobitnog unosa viška rezervi.

Konkretan pomnoženi iznos ekspanzije u bankarskom sistemu zavisi od **koeficijenta obaveznih rezervi**. U našem primeru, sa obaveznim rezervama od jedne desetine, iznos sa kojim se množi je deset (prvobitno povećanje viška rezervi od \$1.000 može dovesti do povećanja depozita po viđenju u iznosu od \$10.000). Da su obavezne rezerve iznosile jednu petinu, množilo bi se sa iznosom od pet (prvobitno povećanje viška rezervi od \$1.000 bi mogao da dovede do potencijalnog povećanja od \$5.000 u depozitima po viđenju).

U principu, **multiplikator ekspanzije depozita po viđenju je uvek recipročan koeficijentu obaveznih rezervi**. Ukratko, za celokupan bankarski sistem:

$$\text{Prvobitan višak rezervi} \times \frac{1}{\text{Koeficijent rezervi}} = \frac{\text{Potencijalne promene u depozitima po viđenju}}{\text{Koeficijent rezervi}}$$

Ovu formulu možemo da izvedemo i mnogo formalnije. Pretpostavljamo da svaka banka odobrava kredite u celokupnom iznosu svog viška rezervi. Proces ekspanzije depozita može da se nastavi sve dok se sav višak rezervi ne pretvori u obavezne rezerve usled povećanja depozita; tada više ne može doći do ekspanzije depozita. U tom trenutku, ukupne rezerve (R) će biti jednake koeficijentu obaveznih rezervi po depozitima po viđenju (required reserve ratio on demand deposits (r_{dd})) puta ukupni depoziti po viđenju (demand deposits (DD)). To znači:

$$R = r_{dd} \times DD$$

Ako podelimo obe strane jednačine sa r_{dd} (što je legalna operacija čak i u bankarskom poslovanju), dobićemo:

$$\frac{R}{r_{dd}} = \frac{r_{dd} \times DD}{r_{dd}}$$

$$R \times \frac{1}{r_{dd}} = DD$$

Upotrebom poznatog delta (Δ) znaka kojim se označava „promena u”, dobijamo:

$$\Delta R \times \frac{1}{r_{dd}} = \Delta DD$$

gde promena u rezervama prvo stvara višak rezervi u tom iznosu, sve dok banke ne stvore dovoljnu količinu depozita po viđenju, kako bi sve rezerve mogle da budu u određenoj kategoriji.⁴

Kontrakcija depozita

Promena u depozitima po viđenju može biti i opadanje i rast, što znači i negativna i pozitivna promena. Ako počnemo formulu sa *deficitom* u rezervama, negativnim viškom, potencijalna promena u depozitima po viđenju je negativna a ne pozitivna. Umesto da novac stvaraju banke prilikom procesa odobravanja kredita ili kupovine hartija od vrednosti, novac se *poništava* otplatom zajmova banke ili prodajom hartija od vrednosti.

Kada neko otplati kredit banci, banka ima manje kredita u opticaju i istovremeno oduzima iznos koji je otplaćen sa salda depozita po viđenju korisnika kredita.

Manje je depozita po viđenju; novac je nestao. Isto tako, ako banka proda obveznicu jednom od svojih deponentata, ona će realizovati plaćanje oduzimanjem određenog iznosa sa salda na tekućem računu svog deponenta. Ukoliko proda obveznicu deponentu druge banke, druga banka će imati manjak pasive po depozitima po viđenju.

4 Formalnije izvođenje odnosa između promena u rezervama i depozitima primenjuje formulu za zbir (geometrijskog) redosleda koji smo razmatrali u gornjem tekstu. Konkretno, promena u depozitima po viđenju, usled povećanja rezervi, može da se prikaže na sledeći način:

$$\Delta DD = \Delta R[1 + (1 - r_{dd}) + (1 - r_{dd})^2 + \dots + (1 - r_{dd})^n]$$

Postoji i formula koja daje zbir geometrijske progresije u zagradama. Kako n postaje neograničeno veliko, tako formula postaje ovakva:

$$\frac{1}{(1 - (1 - r_{dd}))} = \frac{1}{r_{dd}}$$

ili, verovali ili ne:

$$\Delta R \times \frac{1}{r_{dd}} = \Delta DD$$

Eventualno množenje *kontrakcije* depozita po viđenju događa se po istom principu kao što smo prikazali kod eventualne ekspanzije depozita po viđenju, uz jedan izuzetak: Celokupna pomnožena promena kod opadanja depozita po viđenju, realno, može da se dogodi u jednoj jedinoj banci.

Recimo da banka ima deficit rezervi od \$1.000. Ona se tada suočava sa jedine dve alternative: Banka mora ili (a) da poveća svoje rezerve za \$1.000 ili (b) da smanji svoje depozite po viđenju za deset puta iznosa od \$1.000, odnosno \$10.000 (imajući u vidu obaveznu rezervu od 10 procenata).

Prvo ćemo razmotriti drugu alternativu. Banka može da smanji svoje depozite po viđenju za celokupan iznos od \$10.000 zahtevanjem otplate tolikog iznosa kredita, ili prodajom tolikog iznosa hartija od vrednosti *svojim sopstvenim deponentima*. Krediti (ili obveznice) bi opali za \$10.000 na strani aktive, a depoziti po viđenju bi opali za isti iznos na strani pasive, tako da bi deficit rezervi bio eliminisan. U ovom slučaju, jedna jedina banka sama nosi celokupan pomnoženi iznos smanjenja novčane mase.

Mnogo je verovatnije da će banka odabrati prvu opciju, znači da će povećati svoje rezerve za \$1.000. Jedan od načina da poveća svoje rezerve je da pozajmi rezerve u iznosu od \$1.000 od Federalnih rezervi, što je alternativa koju ćemo detaljnije razmatrati u sledećem poglavlju. Sledeći način je da proda obveznice u iznosu od \$1.000 na otvorenom tržištu, uz realnu pretpostavku da će ih kupiti deponenti drugih banaka (naša banka je samo jedna mala banka na velikom prostoru na kome se nalazi veliki broj banaka). Kada se obavi klirring čekova, depoziti banke kod Fed-a će biti uvećani za \$1.000, a njene rezerve će ponovo biti na adekvatnom nivou.

Međutim, rezerve koje je dobila Banka A predstavljaju gubitak za drugu banku. Neka druga banka - u kojoj kupac obveznice ima račun - gubi iznos od \$1.000 u depozitima i \$1.000 u rezervama. Pod pretpostavkom da je druga banka, Banka B, imala potpuno adekvatan iznos rezervi, pre ove transakcije, ona sada ima deficit rezervi od \$900. Izgubila je \$1.000 u rezervama, ali njene zakonske obaveze su niže za \$100 zato što je izgubila i iznos od \$1.000 u depozitima po viđenju, tako da njen deficit iznosi samo \$900.

Banka B sada nema drugog izbora osim da (a) uzme \$900 dodatnih rezervi ili (b) smanji svoje depozite po viđenju za deset puta \$900 tj. \$9.000. Ako proda obveznice u iznosu od \$900 deponentima drugih banaka, ona će dobiti svoje rezerve, ali pri tome dovodi druge banke u škripac sa iznosom od \$810. Tako se proces množenja kontrakcije nastavlja, slično procesu množenja ekspanzije (\$1.000 + \$900 + \$810 + \$729 + \$656,10 + ...), a zbir celog redosleda se ponovo približava iznosu od \$10.000. U svakoj fazi, banka koja prodaje hartije od vrednosti ostvaruje rezerve, ali na račun drugih banaka, obzirom da kupci obveznica plaćaju čekovima koji se saldiraju putem transfera rezervi u knjigama banke Federalnih rezervi. Deficit rezervi se prenosi sa banke na banku, baš kao što se događa i sa procesom ekspanzije kada višak rezervi prelazi iz jedne banke u drugu.

Ipak, postoji izvesna razlika. Kada banke dobiju *višak* rezervi, one *moгу* da odobravaju veću količinu kredita i tako povećaju novčanu masu; kada imaju *deficit* rezervi, one *moraju* da smanje svoje depozite po viđenju. Pretpostavka je da banke, uglavnom, žele da odobre kredite u iznosu celokupnog viška svojih rezervi, kao i da izvrše maksimalnu ekspanziju depozita, zato što ostvaruju kamatu po kreditima koji se realizuju u ovom procesu. Ali, postoje i izuzeci, kao što ćemo videti u prilogu ovog poglavlja, koji dovode do pojave nekoliko otežavajućih elemenata u pogledu stvaranja depozita, što smo do sada izbegavali da pomenemo u cilju pojednostavljenja.

REZIME

1. Sve finansijske institucije depozitnog tipa su zakonski obavezne da drže rezerve ili u obliku gotovine u trezoru ili u obliku depozita kod svoje lokalne banke Federalnih rezervi.
2. Kada banka dobije ček vučen na drugu banku, ona ostvaruje rezerve (putem procesa kliringa čekova) u iznosu koji je jednak iznosu na čeku. Suprotno tome, banka na koju je ček vučen gubi rezerve u istom iznosu.
3. Pojedina banka može bezbedno da odobri kredit i stvori depozite po viđenju do iznosa svog viška rezervi. Ukoliko pokuša da odobri veći iznos, naći će se u situaciji nedostatka rezervi čim korisnici potroše sredstva kredita i čekovi odu u kliring kroz službu za naplatu čekova Federalnih rezervi.
4. Međutim, bankarski sistem kao celina može da odobri kredite i stvori depozite po viđenju do pomnoženog iznosa prvobitnog unosa viška rezervi. Multiplikator ekspanzije depozita po viđenju je recipročan koeficijentu obaveznih rezervi.
5. Banka sa deficitom rezervi mora ili (a) da poveća svoje rezerve za iznos deficita ili (b) da smanji svoje depozite po viđenju za pomnoženi iznos svog deficita. Ponovo, pomnoženi iznos je recipročnost obaveznih rezervi.
6. Banke sa viškom rezervi *moгу* da odobravaju više kredita i povećaju novčanu masu. Banke sa deficitom rezervi *moraju* ili da povećaju svoje rezerve ili da smanje svoje depozite po viđenju.

KLJUČNI TERMINI

Koeficijent obaveznih rezervi, str. 379

Kontrakcija depozita, str. 380

Multiplikator ekspanzije depozita po viđenju, str. 379

Obavezne rezerve, str. 374

Prepoznavanje slovnih mesta putem magnetskog mastila (MICR), str. 372

Višak rezervi, str. 374

PITANJA

- 17.1 Zašto je proces naplate čekova ključan za određivanje koliko jedna banka može *bezbedno* da odobri kredite?
- 17.2 Zašto je proces naplate čekova ključan za to koliko može biti potencijalna ekspanzija depozita u celom sistemu?
- 17.3 Da li iznos viška rezervi banke (kao osnove za ocenu sposobnosti banke da kreditira) treba da se izračuna pre ili posle odobravanja novog kredita? Zašto?
- 17.4 Kada banka ima deficit rezervi njeno ponašanje je više predvidivo nego kada ima višak rezervi. Zašto?
- 17.5 Da li postoje neke razlike između pomnožene kontrakcije depozita i njihove ekspanzije?
- 17.6 *Pitanje za diskusiju:* Naplata čekova očigledno ima ključnu ulogu u platnom sistemu. Da li bi bilo dobro da se „privatizuje“ celokupan proces naplate čekova?



MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

PRILOG

Kompletan proces kretanja novčane mase



Kako je prikazano u ovom poglavlju, može nam se učiniti da je prilično jednostavno za Federalne rezerve da obezbede onoliko novčane mase koliko žele. U ovom prilogu ćemo pokazati da je takvo gledište prilično naivno. Pokazaće se da na novčanu masu utiču i potrebe građana u pogledu tekućih računa, valute i oročenih depozita, kao i kako odobravanje kredita banke reaguje na kretanja kamatnih stopa. Svaka od ovih prepreka otežava posao Federalnih rezervi.

Prema našoj formuli iz ovog poglavlja, promena u rezervama banke (ΔR) pomnožena sa recipročnim koeficijentom rezervi za depozite po viđenju (r_{dd}) daje nam maksimalnu potencijalnu promenu u depozitima po viđenju (ΔDD). Recimo da obavezne rezerve za sve tekuće račune iznose 15 procenata i Fed povećava rezerve banke za \$1.000:

$$\Delta R \times \frac{1}{r_{dd}} = \Delta DD$$

$$\Delta R \times \frac{1}{0.15} = \Delta DD$$

$$\Delta R \times 6\frac{2}{3} = \Delta DD$$

$$\$1.000 \times 6\frac{2}{3} = \$6.667$$

Stvarna promena u depozitima po viđenju će dostizati maksimalan iznos od \$6.667 sve dok banke odobravaju kredite u celokupnom iznosu svog viška rezervi. Ako treba da sastavimo konsolidovani T-račun za celokupan bankarski sistem posle ovog unosa rezervi u iznosu od \$1.000, koji će prikazati promene do kojih je došlo u bilansima stanja svih banaka zajedno, primena naše formule će prikazati sledeće:

Konačna pozicija, sve banke zajedno
(\$1.000 promene u rezervama; $r_{dd} = 15$ procenata)

A	P&NV
Rezerve (gotovina + depozit kod Fed-a + \$1,000	Depoziti po viđenju + \$6,667
Kredit i hartije od vrednosti + 5,667	

Ovo je samo prva približna vrednost. Ako proučimo malo detaljnije, videćemo da se, čak i uz primenu ovako preciznih formula, Fed suočava sa suštinskim teškoćama u pokušaju da kontroliše novčanu masu. Ove teškoće se mogu svrstati u tri glavne kategorije.

Pomeranja između gotovine i tekućih računa

Lako je zaključiti da će, sa ekspanzijom depozita po viđenju, građani verovatno želeći da drže deo povećane novčane mase u obliku gotovine. Kada im je potrebna veća količina gotovine, građani će jednostavno otići do ATM-a i podići gotovinu sa svog tekućeg računa. U bilansu stanja banke, i gotovina (aktiva) i depoziti po viđenju (pasiva) opadaju. Višak rezervi banke takođe opada za 85 procenata usled povlačenja novca, pod pretpostavkom da koeficijent rezervi iznosi 15 procenata.

Obratimo pažnju na to da povlačenje gotovine u iznosu od \$100 ne utiče direktno na promenu količine novca koji je u vlasništvu građana; već samo dolazi do promene iznosa od \$100, koji je bio u obliku depozita po viđenju, u dolarske novčanice, pri čemu se ukupna novčana masa ne menja. Ali ovo povlačenje *prazni* višak rezervi banke za 85%, zato što depozit po viđenju od \$100 koristi samo \$15 rezervi, ali povlačenje gotovine u iznosu od \$100 oduzima iznos od \$100 od rezervi (setimo se da se gotovina u trezorima banke smatra rezervama). Povlačenje valute koja se odliva u ruke građana dovodi do praznjenja rezervi banke, dolar na dolar, tako da se smanjuje ekspanzioni potencijal bankarskog sistema.

Pretpostavimo da za svaki \$1 depozita po viđenju građani žele da dobiju iznos valute od oko 30 centi. Znači, koeficijent valute u odnosu na depozite po viđenju (c/dd) iznosi oko 30 procenata. Ovo, svakako, menja našu formulu ekspanzije depozita po viđenju. Veoma je lako uočiti neophodne promene: Ono što moramo učiniti jeste da, u formulu, unesemo koeficijent valuta/depozit po viđenju.

Dalje, pretpostavimo da banke odobre kredite u celokupnom iznosu svog viška rezervi. Videli smo u ovom poglavlju da depoziti po viđenju mogu da rastu sve dok sav višak rezervi ne postane obavezne rezerve (usled rasta depozita) -

znači, dok obavezne rezerve za depozite po viđenju (r_{dd}) pomnožene sa rastom depozita po viđenju (ΔDD) ne budu jednake promenama u rezervama (ΔR).

Ali sada, kada rezerve u početku rastu za ΔR , ne samo što će ih progutati rast depozita po viđenju, već će i neke od ovih rezervi *otići* iz bankarskog sistema sa povećanjem količine valute u rukama građana (jednako c/dd puta rast depozita po viđenju). Iako će banke i dalje povećavati svoje depozite po viđenju sve dok sve rezerve ne budu u predviđenoj kategoriji, one ipak neće moći da zadrže sve prvobitne promene u rezervama. Obzirom da prvobitan unos rezervi na kraju postane obavezna rezerva ili valuta u rukama građana, sada imamo sledeću situaciju:

$$\Delta R = (r_{dd} \times \Delta DD) + (c/dd \times \Delta DD)$$

Faktor iz ΔDD , daje nam:

$$\Delta R = (r_{dd} + c/dd) \times \Delta DD$$

i konačno:

$$\Delta R \times \frac{1}{r_{dd} + c/dd} = \Delta DD$$

pri čemu *prvobitna promena* u rezervama (ΔR) nije više u potpunosti zadržana u bankarskom sistemu, zato što jedan deo odlazi kao vlasništvo valute van sistema. Ukupan iznos - rezerve plus valuta izvan banaka - naziva se **monetarna baza (B)**. Kada Federalne rezerve unesu rezerve, one se zaista dodaju monetarnoj bazi, samo što će se neke od ovih rezervi preneti, u obliku vlasništva valute, izvan bankarskog sistema.

Vratimo se sada, uz primenu naše nove formule, ilustrativnom primeru. Pretpostavimo da koeficijent valuta/depozit po viđenju iznosi 30 procenata, zajedno sa naših 15 procenata obaveznih rezervi depozita po viđenju i već pomenutim unosom iznosa od \$1.000 u obliku rezervi od strane Fed-a. Usled povlačenja valute, iznos od \$1.000 dodatnih rezervi se ne nalazi u celosti kod banaka, tako da ćemo, uz pomoć naše nove formule, prikazati povećanje monetarne baze (B) od \$1.000 a ne rezervi. Posle svega što je rečeno i učinjeno, dobijamo višestruki potencijal ekspanzije depozita po viđenju koji je znatno manji nego ranije - sada nije 6,67, već samo 2,22.¹

$$\Delta B \times \frac{1}{r_{dd} + c/dd} = \Delta DD$$

$$\Delta B \times \frac{1}{0,15 + 0,30} = \Delta DD$$

$$\Delta B \times \frac{1}{0,45} = \Delta DD$$

$$\Delta B \times 2,22 = \Delta DD$$

$$\$1.000 \times 2,22 = \$2.222$$

¹ Ovaj multiplikator je potpuno tačan samo ako ΔB predstavlja sve prvobitne rezerve.

Sada prvobitan unos rezervi od \$1.000 stvara potencijalno maksimalno povećanje depozita po viđenju od samo \$2.222. Ako ponovo sačinimo konsolidovani T-račun za sve banke, uz prvobitan unos rezervi od \$1.000, konačan rezultat će izgledati ovako:

Konačna pozicija, sve banke zajedno
(početna promena u rezervama od \$1.000; $r_{dd} = 15$ procenata;
a sada se dodaje povlačenje gotovine: $c/dd = 30$ procenata)

A	P&NV
Rezerve (gotovina + depozit kod Fed-a) + \$ 333	Depoziti po viđenju + \$2,222
Kredit i hartije od vrednosti + 1,889	

Memorandum: Povlačenje valute (znači, valuta izvan banaka koja se nalazi kod građana): + \$667

Obratimo pažnju na činjenicu da, usled povlačenja valute, bankarski sistem *zadržava* u obliku rezervi samo \$333 od prvobitnih \$1.000. Sa 15 procenata obaveznih rezervi, ovaj iznos može da pokrije depozite po viđenju od samo \$2.222. Preostali iznos od \$667 je *otišao* iz bankarskog sistema u ruke građana, pod premisom da građani žele da imaju valutu veću za 30 centi kada dobiju depozite po viđenju veće za \$1 (\$667 = 30% od \$2.222).

Ukupna promena u M1 meri *novčane mase* usled *prvobitne* promene u rezervama (= promena u monetarnoj bazi) je zbir promena u depozitima po viđenju i promene u gotovini. Upravo smo videli da gotovina raste za 30 procenata u odnosu na \$2.222, ili u većini slučajeva:

$$\Delta \text{Gotovina} = c/dd \times \Delta DD = c/dd \times \frac{1}{r_{dd} + c/dd} \times \Delta B$$

Tako je, ukupna promena u novčanoj masi (ΔM) usled prvobitne promene u rezervama:

$$\begin{aligned} \Delta M &= \Delta DD + \Delta \text{Valuta} \\ &= \frac{1}{r_{dd} + c/dd} \times \Delta B + \frac{c/dd}{r_{dd} + c/dd} \times \Delta B \end{aligned}$$

što pojednostavljeno izgleda ovako:

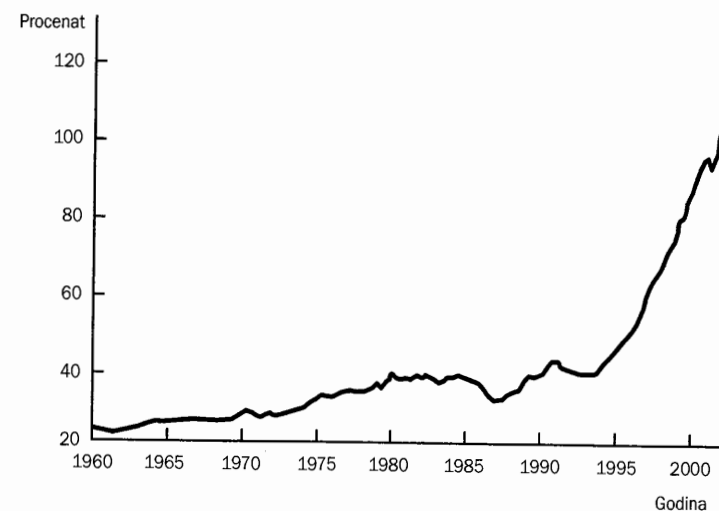
$$\Delta M = \frac{1 + c/dd}{r_{dd} + c/dd} \times \Delta B$$

Primenom naših brojeva, multiplikator M1 novčane mase je 2,889:

$$\Delta M = 2,889 \times \$1.000 = \$2.889$$

Što iznosi \$2.222 u depozitima po viđenju i \$667 u gotovini.

Ova formula koja povezuje promenu u novčanoj masi i prvobitnu promenu u rezervama je mnogo komplikovanija od jednostavne inverzije koeficijenta obaveznih rezervi koju smo izveli u ovom poglavlju. Dalje, kao što se vidi na slici 18A.1, koeficijent valute u odnosu na depozite po viđenju je, vremenom, u znatnoj meri fluktuirao, učinivši multiplikator novčane mase još komplikovanim i nestabilnim.



SLIKA 18A.1 Koeficijent valute (c/dd) je vremenom, u znatnoj meri, varirao.

Pomeranja između oročenih depozita i tekućih računa

Moramo znati da banke imaju oročene depozite koji su vlasništvo poslovnih kompanija za koje je često potrebna obavezna rezerva. Pretpostavimo da obavezne rezerve za oročene depozite iznose 3 procenta. Iako je ovaj iznos manji od iznosa obaveznih rezervi za depozite po viđenju, on ipak guta rezerve banke i još više smanjuje potencijal rasta depozita po viđenju u sistemu. Pretpostavimo da građani žele da zadrže koeficijent oročenih depozita (time deposits) u odnosu na depozite po viđenju (td/dd) u odnosu dva prema jedan. Pošto obavezne

rezerve za takve depozite (r_{dd}) iznose 3 procenta, ovakva situacija mora da utiče na našu formulu ekspanzije depozita po viđenju. Novi multiplikator depozita po viđenju će biti 1,961:²

$$\Delta B \times \frac{1}{r_{dd} + c/dd + (td/dd)(r_{td})} = \Delta DD$$

$$\Delta B \times \frac{1}{0,15 + 0,30 + 2(0,03)} = \Delta DD$$

$$\Delta B \times \frac{1}{0,15 + 0,30 + 0,06} = \Delta DD$$

$$\Delta B \times \frac{1}{0,51} = \Delta DD$$

$$\Delta B \times 1,961 = \Delta DD$$

$$\$1.000 \times 1,961 = \$1.961$$

Možemo proširiti ovu formulu na M1 meru novčane mase kao celine (a ne samo za depozite po viđenju) tako što ćemo dodati povećanje gotovine u opticaju povećanju depozita po viđenju:

$$\Delta M = \Delta DD + \Delta \text{Gotovina} = \frac{1}{r_{dd} + c/dd + (td/dd)(r_{td})} \times \Delta B + \frac{c/dd}{r_{dd} + c/dd + (td/dd)(r_{td})} \times \Delta B$$

što pojednostavljeno izgleda ovako:

$$\Delta M = \frac{1 + c/dd}{r_{dd} + c/dd + (td/dd)(r_{td})} \times \Delta B$$

Ako ovako računamo, videćemo da dobijamo M1 multiplikator novčane mase od 2,549.

² Izvođenje je sledeće: Prvobitni unos rezervi (ΔB) su sada progutale obavezne rezerve za depozite po viđenju ($r_{dd} \times \Delta DD$); valuta ($c/dd \times \Delta DD$); kao i obavezne rezerve za oročene depozite. Povećanje oročenih depozita (ΔTD) je jednako $td/dd \times \Delta DD$, a rezerve u odnosu na oročene depozite su jednake $r_{td} \times td/dd \times \Delta DD$. Tako imamo:

$$\Delta B = (r_{dd} \times \Delta DD) + (c/dd \times \Delta DD) + (td/dd \times r_{td} \times \Delta DD)$$

Faktor iz ΔDD nam daje:

$$\Delta B = [r_{dd} + c/dd + (td/dd \times r_{td})] \times \Delta DD$$

i konačno:

$$\Delta B \times \frac{1}{r_{dd} + c/dd + (td/dd)(r_{td})} = \Delta DD$$

Konsolidovani T-račun banke za prvobitno povećanje rezervi od \$1.000, pod ovim okolnostima, je interesantan:

Konačna pozicija, sve banke zajedno
(\$1.000 prvobitna promena u rezervama; $r_{dd} = 15$ procenata;
povlačenje gotovine $c/dd = 30$ procenta;
a sada dodajemo rast oročenih depozita: $td/dd = 2$ i $r_{td} = 3$ procenta)

A		P & NV	
Rezerve (gotovina + depozit kod Fed-a)	\$412	Depoziti po viđenju	+ \$1,961
Za depozite po viđenju:	+ \$294		
Za oročene depozite:	+ 118		
Kredit i hartije od vrednost	+5,471	Oročeni depoziti	+ 3,922

Memorandum: povlačenje gotovine (tj. gotovina izvan banaka, u rukama građana): +\$588 (= 30% od \$1.961)

Ovakvi rezultati - manji iznos depozita po viđenju, ali veći iznos ukupnih depozita i veće odobravanje kredita banaka, u poređenju sa prethodnim T-računom - ukazuju na dve pojave. Povlačenje valute je sada manje, tako da bankarski sistem zadržava veći iznos rezervi. (Povlačenje valute je manje iako je c/dd koeficijent isti, zato što, po pretpostavci, odliv valute zavisi samo od porasta depozita po viđenju.) Oročeni depoziti, mada troše rezerve i, samim tim, inhibiraju potencijalnu ekspanziju depozita po viđenju, ne odnose rezerve iz bankarskog sistema onako kako to čini povlačenje valute. Sa oročenim depozitima, banke mogu da nastave odobravanje kredita, a mogu i *povećati* obim odobravanja kredita, što nije slučaj sa ekvivalentnim iznosom depozita po viđenju, zato što su obavezne rezerve za oročene depozite niže.

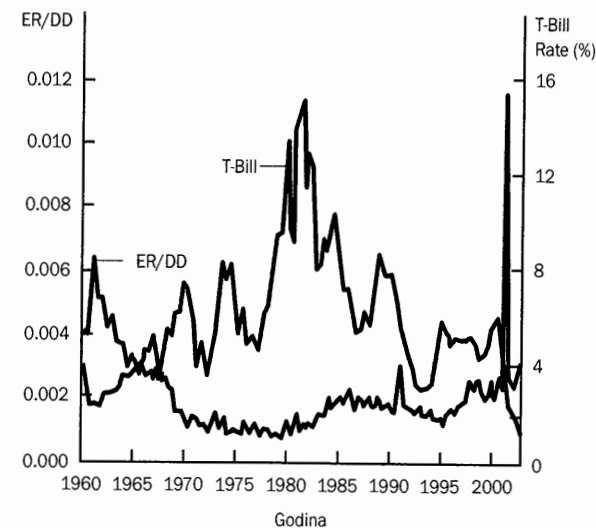
Ovo ukazuje na činjenicu da su efekti multiplikatora rezervi za šire definicije novčane mase još uvek komplikovaniji nego što je to slučaj sa M1. U našem prethodnom primeru, vezano za multiplikator depozita po viđenju od 1,961 i M1 multiplikator od 2,549, dobijamo M2 multiplikator koji je znatno veći: naime 6,471. Kako to znamo? Zato što možemo da vidimo da prvobitni unos rezervi od \$1.000 dovodi do ekspanzije gotovine u opticaju od \$588, povećanja depozita po viđenju od \$1.961 i povećanja oročenih depozita od \$3.922. Ovo se svodi na povećanje M2 od \$6.471.

Uloga kamatnih stopa

Na kraju, poslednja komplikacija: Banke možda nisu uvek voljne da vrše ekspanziju svojih kredita (ili kupovinu hartija od vrednosti) do punog iznosa svog viška rezervi. Ako neke banke ne odobre kredite u iznosu svog celokupnog viška rezervi (možda zato što ne mogu da nađu dovoljan broj kreditno sposobnih zajmoprimaca) i ne kupuju dodatne hartije od vrednosti (možda zato što očekuju pad cena obveznica), celokupna procedura odobravanja kredita i stvaranja depozita po viđenju ne može da dostigne svoj teoretski maksimum.

Banke koje ne povećavaju svoje kredite u potpunoj meri, neće izgubiti sav svoj višak rezervi u drugim bankama, tako da druge banke neće moći da odobravaju toliko kredita. Banke koje odobravaju kredite verovatno će izgubiti izvesnu količinu rezervi u bankama koje ne odobravaju kredite, čime ove rezerve postaju nepokretne. Tako da potencijalno množenje može da se realizuje samo ako su *sve* banke voljne da odobre kredite i/ili kupe hartije od vrednosti do celokupnog iznosa svog viška rezervi.

Tokom 1930-tih godina, bilo je dosta neiskorišćenog viška rezervi. U proteklih nekoliko decenija, većina banaka je bila u situaciji potpunog nedostatka kreditnih sredstava, ali je sasvim moguće da bi višak rezervi koje banke poseduju mogao biti funkcija kamatnih stopa. Pri čemu, visoke stope potstiču banke da odobravaju više kredita a drže manje viška rezervi, dok niske stope dovode do toga da je bankama jeftinije da drže višak rezervi (one se mnogo ne odriču prihoda po kamati ako ne odobravaju kredite). Tako se pojavljuje mogućnost da je novčana masa funkcija nivoa kamatnih stopa. Ovo potvrđuje i slika 18A.2, koja prikazuje istorijska kretanja koeficijenta viška rezervi prema tekućim depozitima, kao i nivo stope zapisa Trezora (skrećemo pažnju na uticaj terorističkih napada od 11 septembra na koeficijent (ER (višak rezervi) / DD). U širem smislu, više kamatne stope se vezuju za manji koeficijent viška rezervi. Tako će novčana masa pozitivno reagovati na kamatne stope ako banke odobravaju više kredita na osnovu svog viška rezervi. Dalje, kao što ćemo videti u sledećem poglavlju, banke više uzimaju na zajam rezerve od Federalnih rezervi preko eskontnih šaltera kada kamatne stope rastu, obezbeđujući još jedan mehanizam za više kamatne stope u cilju ekspanzije novčane mase.



SLIKA 18A.2 Višak rezervi kao procenat tekućih depozita ima tendenciju rasta kada je nivo tromesečnog zapisa Trezora nizak i obratno.

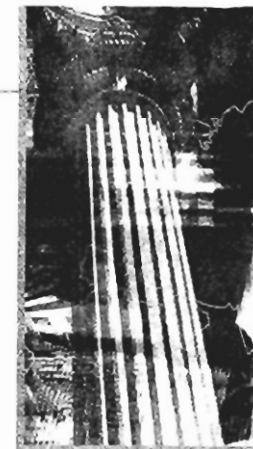
Šta ove komplikacije znače za Federalne rezerve, šta znače ove sukcesivne modifikacije našeg prvobitnog jednostavnog multiplikatora ekspanzije depozita po viđenju? (Setimo se samo kada je ovaj multiplikator bio recipročan u odnosu na obavezne rezerve na depozite po viđenju?) Ove komplikacije, kao najvažnije, znače sposobnost Feda da kontroliše novčanu masu, čak i u njenom najužem smislu reči, nije ni približno toliko precizna kao što smo u početku mislili. U pokušaju da kontroliše novčanu masu, centralna banka mora da se bavi problemom povlačenja valute, rastom oročenih depozita, pa čak i kretanjima kamatnih stopa. Mi se možemo snaći i ako primenimo hipotetičke brojeve za multiplikatore, ali kad je Fed u pitanju, potrebno je mnogo više. Federalne rezerve moraju precizno predvideti različite koeficijente u nedeljama i mesecima koji slede da bi uspele da stvore novčanu masu onakvu kakvu žele da ona bude.

KLJUČNI TERMIN

Monetarna baza (B),
str. 387

POGLAVLJE 19

Instrumenti centralnog bankarstva



U prethodnom poglavlju smo saznali da su bankarski krediti i novčana masa vezani određenim umnoškom sa nivoom rezervi banke. Federalne rezerve sprovode kontrolu nad bankarskim kreditima i novčanom masom menjajući rezerve komercijalnih banaka i drugih depozitnih institucija, utičući na multiplikator stvaranja depozita. Fed ostvaruje ove ciljeve promenom *obaveznih rezervi* u odnosu na depozite i promenom stvarnog *iznosa rezervi* koje drže finansijske institucije. Prvo ćemo se osvrnuti na obavezne rezerve, a potom ćemo videti na koji način Federalne rezerve menjaju stvarni iznosa rezervi kroz eskontnu stopu i operacije na otvorenom tržištu.

Obavezna rezerva

U okviru ograničenja koja postavlja Kongres, Federalne rezerve mogu da odrede iznos obaveznih rezervi koji banke i druge depozitne institucije moraju da drže u odnosu na depozite. Ograničenja koja postavlja Kongres u odnosu na rezerve banaka su prvi put ustanovljena Zakonom o Federalnim rezervama iz 1913. godine i od tada su mnogo puta menjana, a najnovija izmena je u Zakonu o bankama iz 1980. godine i Garn - St. Germain zakonu o depozitnim institucijama iz 1982. godine. Ovo najnovije zakonodavstvo predviđa da *sve* depozitne institucije - štedionice, štedne i kreditne institucije, kreditne unije, kao i *sve* komercijalne banke, bez obzira da li jesu ili nisu članice sistema Federalnih rezervi - podležu obaveznim rezervama koje određuju Federalne rezerve. Od 2003. godine, svaka depozitna institucija je obavezna da drži rezerve (u obliku gotovine u trezoru, ili depozita kod regionalne banke Federalnih rezervi), kako sledi:

1. U odnosu na račune depozita po viđenju i drugih transakcija rezerve iznose:
 - a. 3 procenta od prvog iznosa od \$42,1 miliona depozita po viđenju.¹
 - b. 10 procenata od depozita po viđenju iznad tog iznosa. Fed može da menja drugi procenat u okviru od 8 do 14 procenata, a u urgentnim situacijama ovaj procenat može da ide do 18.
2. U odnosu na oročene i štedne depozite poslovnih kompanija, rezerve su nula. Fed može da promeni iznos rezervi za ove depozite u okviru limita od nula do 9 procenata.
3. Konačno, bez obzira na prethodne zahteve, prvih \$6,0 miliona pasive koja podleže rezervama, se izuzima iz zahteva za obavezne rezerve. Fed godišnje usklađuje ovaj iznos od \$6,0 miliona za 80 procenata od godišnjeg procentualnog povećanja ukupne pasive u zemlji koja podleže rezervama (slično godišnjem usklađivanju pomenutom u fusnoti 1).

Smanjenje koeficijenta obaveznih rezervi za depozite po viđenju - na primer, sa 10 na 8 procenata - čini dve stvari. Prvo, ono odmah i automatski povećava višak rezervi banaka, obzirom da je sada potreban manji iznos rezervi za bilo koju količinu depozita po viđenju. Banka sa depozitima po viđenju od \$1.000 i rezervama od \$100 u potpunosti je iscrpela kreditna sredstva ako zahtev za obaveznom rezervom iznosi 10 procenata; smanjivanje na 8 procenata odjednom daje iznos od \$20 viška rezervi. Višak rezervi će, svakako, omogućiti bankama da daju više kredita, kupuju više hartija od vrednosti i ostvare ekspanziju depozita po viđenju.

Pored toga, smanjenje koeficijenta obaveznih rezervi povećava multiplikator ekspanzije depozita po viđenju u celom bankarskom sistemu. Kao što smo videli u prethodnom poglavlju, multiplikator je - bar u svom jednostavnom obliku - recipročan koeficijentu obaveznih rezervi. Što je niži koeficijent, veća je vrednost njegove recipročnosti. Tako da smanjenje koeficijenta obaveznih rezervi sa 10 procenata (ili jedne desetine) na 8 procenata (oko jedne dvanaestine) dovodi do porasta multiplikatora ekspanzije depozita sa deset na dvanaest i po.

Povećanje koeficijenta obaveznih rezervi - na primer, sa 10 na 12 procenata - bi imalo suprotne efekte. Dodelo bi do deficita rezervi, ili bi, u najmanju ruku, smanjilo viškove i umanjilo potencijal višestruke ekspanzije. Dovođenje banaka u poziciju deficita rezervi *nateralo* bi ih da otkazu kredite i prodaju hartije od vrednosti, što bi uzrokovalo smanjenje depozita po viđenju, dok bi manji viškovi rezervi zaustavili procese odobravanja kredita i stvaranja depozita.

S obzirom na to da se ista pravila po pitanju obaveznih rezervi primenjuju i na komercijalne banke koje nisu članice, članstvo u sistemu Federalnih rezervi je postalo suštinski nevažno. Problem izlaženja iz sistema Federalnih rezervi

¹ Iznos od \$42,1 miliona se usklađuje godišnje za 80 procenata od godišnje procentualne promene u ukupnim transakcionim računima u zemlji. Primer: Ako ukupni transakcioni računi u zemlji porastu za 5 procenata, iznos od \$42,1 miliona će se povećati za 80 procenata od tih 5 procenata, što je jednako 4 procenta. Četiri procenta od \$42,1 miliona iznosi \$1,7 miliona. Prema tome, na početku 2004. godine, iznos će se povećati od \$42,1 milion na \$43,8 miliona.

koji se pojavio tokom 1960-tih i 1970-tih godina je rešen. Banke više ne mogu da izbegnu obavezu držanja rezervi sa nultom kamatom time što će izaći iz sistema. Pošto se ista pravila odnose i na štedne institucije kao i na komercijalne banke, razlika između njih je - kada su u pitanju rezerve - smanjena.²

Koliko su obavezne rezerve suštinski važne za monetarnu politiku? Šta bi se dogodilo ako bi Federalne rezerve potpuno ukinule obavezne rezerve u cilju povećanja profita banaka?

Čak i bez zvanično propisanih obaveznih rezervi, Fed bi i dalje vršio svoju funkciju. Finansijske institucije bi i dalje imale potrebu za novcem kako bi pokrile povlačenja klijenata i da bi obezbedile saldo za obračun čekova kod Feda. Sve dok ove institucije imaju potrebu za potraživanjima od centralne banke i sve dok centralna banka ima kontrolu nad zadovoljenjem takvih potraživanja, monetarna politika još može da funkcioniše. Čak i kada bi Fed izgubile jedan alat monetarne politike ako ne bi mogle da menjaju obaveznu rezervu i dalje bi imale uticaj na ponašanje finansijskih institucija.

Postoji jedna kvalifikacija: Obim multiplikatorskog odnosa između rezervi i novčane mase može u, velikoj meri, da fluktuirati. To bi učinilo zadatak kontrole novčane mase još težim. Ne nemogućim, ali mnogo težim. Kao što smo videli u prilogu prethodnog poglavlja, teškoće su, i bez ovoga, prilično velike.

Eskontovanje i eskontna stopa

Federalne rezerve mogu da menjaju višak rezervi banaka i drugih depozitnih institucija promenom stvarnog iznosa rezervi koje drže finansijske institucije. Jedan od načina da se ovo postigne je kroz eskontni mehanizam preko kojeg Federalne rezerve, privremeno, daju na zajam rezerve bankama. Fed, za ove zajmove, naplaćuje kamatnu stopu koja se naziva **eskontna stopa**. Drugim rečima, banke koje su suočene sa deficitom rezervi mogu privremeno da

² Podsetimo se da se obaveza po pitanju rezervi ispunjava držanjem gotovine u trezoru ili depozita u regionalnoj banci Federalnih rezervi odnosno banke, pri čemu nijedno ne zarađuje kamatu. Veće obavezne rezerve tako smanjuju profitabilnost banke povećavanjem proporcija aktive koja ne donose nikakav prinos.

Različiti uticaj obaveznih rezervi na profitabilnost banke je bio jedan od glavnih razloga za donošenje Zakona o bankama iz 1980. godine. Pre donošenja ovog zakona, obavezne rezerve Feda su se odnosile samo na komercijalne banke i to samo na komercijalne banke članice sistema Federalnih rezervi.

Negativan efekat obaveznih rezervi Fed-a na njihov prihod uticao je na mnoge banke članice da preispitaju članstvo u sistemu Federalnih rezervi. Oko jedne trećine komercijalnih banaka u Sjedinjenim Državama imaju ovlašćenje federalne vlade (nacionalne banke), a dve trećine imaju ovlašćenje države u kojoj posluju (državne banke). Nacionalne banke *moraju* da budu članice sistema Federalnih rezervi, a državne banke mogu da se pridruže sistemu, ili ne, po želji. Tokom 1960-tih i 1970-tih godina mnoge državne banke su se povukle iz sistema Federalnih rezervi, odustajući od članstva da bi izbegle propise Federalnih rezervi po pitanju držanja obaveznih rezervi.

pozajme rezerve od svoje regionalne banke Federalnih rezervi po određenoj ceni (eskontnoj stopi).

Recimo da banka u Cucamonga, Kalifornija, ima deficit rezervi od \$1.000 (potrebno joj je \$1.000 više rezervi nego što ima). Da ne bi preduzela drastične korake i otkazala kredite ili prodala hartije od vrednosti, banka može da pozajmi rezerve koje su joj potrebne od Federal Reserve Bank of San Francisco po važećoj eskontnoj stopi. Ako to učini, T-račun bi izgledao ovako:

Eskontovanje komercijalne banke od Fed-a

Banka federalnih rezervi			
A		L&NW	
Zajam dat Cucamonga banci	+ \$1,000	Depozit Cucamonga banke	+ \$1,000

Cucamonga Commercial Bank			
A		L&NW	
Depozit kod Fed-a	+ \$1,000	Dugovanje Fed-u	+ \$1,000

Kada proizvođač uzme kredit od banke, on će imati potpuno novi depozit u banci. Banka je u istom položaju u odnosu na Federalne rezerve: Kada uzme pozajmicu od svoje prijateljske banke Federalnih rezervi iz susedstva, ona će imati potpuno novi depozit kod Fed-a koji povećava njene legalne rezerve.³ Mogućnost da ove rezerve iskoristi kao zajam - da uzme eskont kod Fed-a - znači da Cucamonga banka ne mora da otkáže svoje kredite ili proda hartije od vrednosti, kada je u situaciji deficita rezervi pa tako novčana masa može da ostane nepromenjena.

Federalne rezerve pokušavaju da utiču na banke da uzimaju kredite iz rezervi menjanjem kamatne stope koju zaračunavaju na takve zajmove (eskontna stopa). Niža eskontna stopa će uticati da zajmovi iz rezervi budu privlačniji za banke, dok će ih viša eskontna stopa učiniti manje privlačnim.

Efektivnost eskontnog mehanizma, kao sredstva za unošenje ili povlačenje rezervi, ograničena je činjenicom da inicijativa za uzimanje zajmova od Fed-a ne potiče od Fed-a, već od banaka. Banke će želeti da uzimaju ove zajmove samo po potrebi. Ako već imaju veliku količinu rezervi, nemaju razloga da uzimaju zajam, bez obzira na to koliko je eskontna stopa niska.

Zakon o bankama iz 1980. godine proširio je pristup zajmovima od Federalnih rezervi na *sve* deponentne institucije koje su obavezne da drže rezerve - i na banke koje nisu članice, na komercijalne banke članice, kao i na štedne institucije. Ranije su samo banke članice imale pristup eskontovanju - **eskontnom**

³ Napominjemo da depozit Cucamonga banke kod Feda predstavlja aktivu Cucamonga banke, ali pasivu Feda (baš kao što je vaš depozit kod lokalne banke vaša aktiva, ali pasiva banke).

šalteru - mada su u hitnim slučajevima i druge institucije mogli da koriste eskontni šalter. Danas, međutim, banke koje nisu članice, kao i štedne institucije, imaju isti pristup pozajmicama od Federalnih rezervi kao što imaju i banke članice i to pod potpuno istim uslovima.

HOD PO ŽICI

Diskontni šalter pomogao je da se umanjí efekat 11. septembra 2001. godine

Posle terorističkog napada na Svetski trgovinski centar i Pentagon, 11. septembra 2001. godine, finansijski sistem SAD-a bio je u teškom iskušenju. Sposobnost banaka da šalju i primaju plaćanja je bila oslabljena usled prekida telefonske centrale na Menhetenu, nemogućnosti pristupa nekim zgradama koje su korišćene za obračun plaćanja, prizemljenja aviona koji su, u normalnim okolnostima, bili korišćeni za prenos čekova u centre plaćanja kao i drugih faktora.

Ovi finansijski prekidí stvorili su efekat ekonomskog talasa. Depozitne institucije transferišu novčane iznose jedna drugoj putem elektronskog sistema koji se naziva Fedwire (Fedvajer). Banke su postale veoma vešte u koordinisanju svojih izlaznih Fedwire plaćanja sa ulazima kako bi minimizirale svoja salda kod Fed-a i izbegle prekoračenje svojih računa. Mnoge banke su se, 11. septembra, suočile sa problemima oko Fedwire plaćanja, što je dovelo do lančane reakcije kada očekivana plaćanja drugim bankama nisu stigla na vreme.

Nešto slično se može dogoditi i vama ako treba da dobijete uplatu istog dana kada dospeva vaša zakupnina a vaš poslodavac nije u moguć-

nosti da vam isplati platu usled neke katastrofe. U ovom slučaju, problem vašeg poslodavca postaje i vaš problem, kao i problem vašeg kućevlasnika. Problem se može rešiti ako vam vaša banka pozajmi novac za zakupninu dok ne dobijete svoju platu. Ovo je tačno ono što je Fed učinio 11. septembra: Pozajmio je rezerve bankama kako bi one mogle da izvrše svoja plaćanja dok su čekale da im stigne novac od banaka koje su im dugovale novac. Iznos ovih zajmova je bio veoma veliki prema istorijskim standardima. U samo jednoj nedelji, zajmovi sa eskontnog šaltera su se povećali od \$135 miliona na \$11,8 milijardi. Da Fed nije intervenisao, banke bi morale da ugovaraju depozite da bi obezbedile potreban saldo rezervi, što bi moglo da izazove ozbiljnu ekonomsku krizu.

Kao što smo prikazali u ovom odeljku, Fed je 2003. godine, promenio svoju proceduru za eskontni šalter. Značajna uloga koju je odigrao eskontni šalter za vreme trajanja posledica tragedije koja se dogodila 11. septembra, bila je jedan od faktora koji je doprineo ovim promenama.

Već duže vreme je poznata činjenica da eskontna politika ima dve dimenzije: Prva je *cena*, eskontna stopa, kamatna stopa koju Federalne rezerve zaračunavaju finansijskim institucijama koje uzimaju zajmove od Feda. Druga dimenzija je povezana sa *količinom* zajmova koje odobrava Fed, uključujući i nadzor Federalnih rezervi nad iznosom koji je svaka institucija uzela kao pozajmicu, kao i razlozima za tu pozajmicu. Prvo ćemo detaljnije ispitati dimenziju količine a kasnije i cene.

Istorijski posmatrano, primarna funkcija centralne banke je da uvek bude spremna da obezbedi sredstva - odmah i u obilju - kad god je ekonomija u opa-

snosti da se raspadne po šavovima usled nedostatka novca. Mada ovo nije više jedina funkcija centralne banke ona je i dalje jedna od najvažnijih. Centralna banka je poslednja instanca izvora likvidnosti u ekonomiji i zbog svoje moći nad bankarskim rezervama može povećati (ili smanjiti) sposobnost bankarskog sistema da stvara novac. Pošto niko drugi ne može da obavlja ovaj zadatak, centralna banka je odgovorna da se sredstva obezbede odmah u onim retkim, ali ključnim okolnostima kada nedostatak likvidnosti ugrožava ekonomsku stabilnost: „finansijska panika“, kako je nazivaju knjige iz istorije. Zbog ovakve odgovornosti, centralna banka se tradicionalno naziva **kreditor poslednje instance**.⁴

Donošenjem Zakona o federalnim rezervama iz 1913. uvedene su eskontne olakšice radi obezbeđenja mehanizma preko kojeg bi Federalne rezerve mogle brzo da unesu sredstava tačno tamo gde treba da bi sprečile širenje panike. Banke koje su ugrožene usled nestašice novca mogu da uzimaju zajam koliko god je potrebno od Fed-a - kreditora poslednje instance. Na ovaj način, banke mogu da obezbede veći iznos rezervi, a da ni jedna druga banka ne izgubi rezerve, i time spreče da infekcija postane epidemija.

Međutim, u uobičajenoj praksi, banke rutinski koriste eskontnu olakšicu, koja uopšte nije vezana za pojavu panike, kako bi izvršile usklađivanja svojih rezervi u kratkim vremenskim periodima bez pojave zbrke ili zabrinutosti. Na primer, banka može da se nađe u situaciji neočekivanog deficita rezervi i mora da pozajmi nekoliko miliona da bi izdržala preko vikenda.

Fed uvek ističe da uobičajeno rutinsko uzimanje zajmova ove vrste (suprotno uzimanju zajmova u kriznim situacijama) ne treba da se koristi *previše* često da bi banke savladale teškoće. Banke treba da posluju na način za koji im nije potreban oslonac Fed-a da ih iskupljuje svakih nekoliko nedelja. Ili, kako Federalne rezerve obično to formulišu, eskontovanje se smatra privilegijom a ne pravom, a privilegije ne treba zloupotrebljavati. Nadzor Federalnih rezervi primenjuje koncepciju „privilegija, a ne pravo“, kada proveravaju banke koje previše često uzimaju veće količine zajmova.⁵ Banka treba da uzima zajam samo kada je *potrebno* a ne da bi ostvarila *profit* od tog posla.

Konkretno, Fed je osetljiv na mogućnost da banke uzimaju zajmove, a onda iskoriste taj novac za kupovinu hartija od vrednosti koje donose veći prinos. Fed ne želi da banka uzme zajam po eskontnoj stopi od 6 procenata, a onda iskoristi taj novac za kupovinu kratkoročnih hartija od vrednosti koje donose prinos od 8 procenata. Fed ne voli kada banka previše često uzima zajam, a zapravo koristi eskontnu olakšicu kao, manje više, stalan izvor sredstava.

⁴ Princip centralne banke kao „kreditora poslednje instance“ je vrlo elokventno formulisao Walter Bagehot, 1873. godine u *Lombard Street*, što se smatra prvim potpunim izlaganjem o funkcionisanju centralne banke. Mnoge njegove ideje potiču iz Henry Thornton-ovog teksta *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, koji je objavljen 1802. godine.

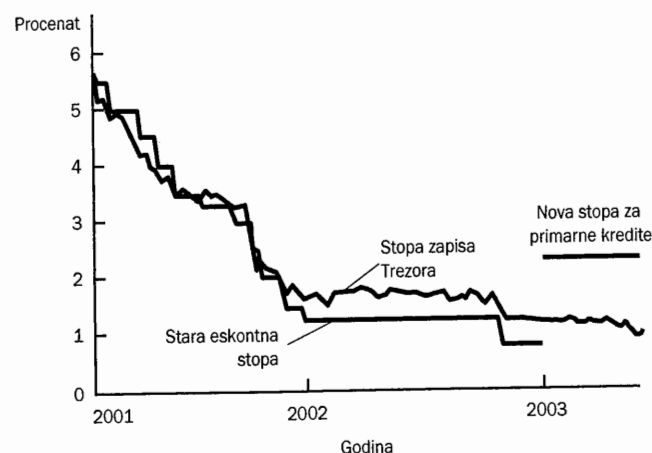
⁵ Međutim, 1973. godine je Fed uveo posebnu „privilegiju za sezone pozajmice“ koja je podsticala male banke da uzimaju zajmove da bi pokrile veći deo svojih stalnih potreba za rezervama koje nastaju usled sezonskih preokreta u kreditima ili depozitima (kao što se događa sa bankama u poljoprivrednim i turističkim regionima).

Do 2003. godine, Fed-ov metod sprečavanja „zloupotrebe“ eskontne olakšice bio je korišćenje obimne administrativne i nadzorne procedure. Da bi dobila zajam po „povoljnoj“ eskontnoj stopi koja je niža od kratkoročnih tržišnih stopa, banka je morala da dokaže da nema ni jedan drugi izvor od kojeg bi pozajmila sredstva. Bankama je bilo zabranjeno da koriste pozajmice eskontnog šaltera za finansiranje kredita na međubankarskom tržištu federalnih sredstava. Nova procedura eskontnog šaltera za odobravanje zajmova predviđa *kaznenu stopu* koja je obično viša od kratkoročnih tržišnih kamatnih stopa, ali ona otklanja preduslove i ograničenja za banke koje se kvalifikuju za **primarni kredit**. **Sekundarna kreditna** olakšica sa određenim ograničenjima je na raspolaganju bankama koje se ne kvalifikuju za primarni kredit.

Smanjeni administrativni teret novog sistema ima za cilj da olakša pristup zajmovima eskontnog šaltera. U prošlosti, banke često nisu rado uzimale zajmove eskontnog šaltera strahujući da će biti iznete u javnost. Javno objavljivanje da niko, izuzev Fed-a, neće da vam da novac na zajam je isto kao i da objavite da su samo vaši roditelji spremni da rizikuju da vam daju zajam. Solidna finansijska reputacija je veoma važna za banku, tako da banke žele da izbegnu bilo kakav čin koji bi mogao da ukaže čak i na najmanju sumnju o postojanju finansijskih teškoća. Nova pravila za primarne kredite otklanjaju stigmatu od uzimanja zajmova kod eskontnog šaltera, a postavljaju i gornju granicu za kamatne stope koje banke naplaćuju jedna drugoj za federalna sredstva preko noći. Ako bi ova stopa za federalna sredstva ikada porasla do te mere da bude viša od kamatne stope na primarni kredit, banke bi uzimale zajmove od eskontnih šaltera, povećavajući ponudu rezervi na međubankarskom tržištu i smanjujući stopu federalnih sredstava.

Eskontna stopa i tržišne kamatne stope

Kao što prikazuje slika 19.1, Fed tokom vremena menja eskontnu stopu, kako bi ona odrazila ciljeve Fed-a u monetarnoj politici. Viša eskontna stopa obeshrabruje uzimanje zajmova od Fed-a, dok niža eskontna stopa podstiče uzimanje zajmova. Ovi rezultati proizilaze iz najjeftinijih alternativa sa kojima se suočavaju banke sa deficitom rezervi.



SLIKA 19.1 Kretanja eskontne stope se javljaju posle stopa zapisa Trezora

Viša eskontna stopa čini da je bolje prodati hartije od vrednosti da bi se dobile dodatne rezerve, a niža eskontna stopa čini da je bolje uzeti zajam od Fed-a. Zapravo, u svom apsolutnom značenju, izrazi „više” i „niže” nisu toliko važni kao kada je u pitanju odnos između eskontne stope i tržišnih kamatnih stopa.

Na koji način promena eskontne stope utiče na tržišne kamatne stope? Ove dve stope nisu *direktno* povezane. Viša ili niža eskontna stopa menja zaduživanje banaka kod Fed-a, čime se menjaju rezerve banke, kreditiranje banaka, novčana masa i, konačno, tržišne kamatne stope. Ovo je, međutim, prilično slaba veza, s obzirom na to da promena eskontne stope mnogo manje utiče na rezerve i novčanu masu nego ostali alat kojima raspolažu Federalne rezerve.

Međutim, pažljivo ispitivanje otkriva da *promene* u prinosima zapisa Trezora uglavnom *prethode* promenama eskontne stope. Slika 19.1 prikazuje da su stope na tromesečne zapise Trezora mnogo brže padale nego eskontna stopa tokom većeg dela 2001. godine. Ovo može da vas iznenadi, zato što se do 2003. godine očekivalo da eskontna stopa bude ispod tržišnih stopa, kao što je bilo tokom većeg dela 2002. godine. Kada tržišne stope brzo padaju (ili rastu), eskontna stopa se ne kreće uvek dovoljno brzo da bi držala korak. Kratkoročne tržišne kamatne stope imaju tendenciju da brzo reaguju na operacije Federalnih rezervi na otvorenom tržištu (o čemu ćemo raspravljati u sledećem odeljku). Uticaj nove procedure eskontnog šaltera takođe se vidi na slici 19.1: Od početka januara 2003. godine, stopa za primarne kredite je iznad stope za tromesečne zapise Trezora.

Jedan od mogućih načina na koji promene eskontne stope mogu direktno da utiču na tržišne kamatne stope je preko „efekta objavljivanja” do kojeg dolazi kada je promena eskontne stope dođe neočekivano. Nepredviđeni rast eskontne stope utiče na akcionare da očekuju skup novac i više kamatne stope (niže cene obveznica). Oni prodaju obveznice da bi izbegli kapitalne gubitke i na taj način ubrzavaju pad cena obveznica i porast kamatnih stopa.

Sušтина je u tome da rast eskontne stope, pod ovakvim okolnostima, generiše očekivanja vezana za buduće kamatne stope. Ali, ukoliko je, pre promene eskontne stope, javnost već primetila poskupljenja na tržištima kredita, usled drugih operacija Federalnih rezervi, samo objavljivanje bi prouzrokovalo slabu reakciju. Zapravo, tržišta obveznica bi bila oslobođena nesigurnosti, a kamatne stope bi mogle malo da padnu. Promena eskontne stope uglavnom potvrđuje ono što se događa ali ga ne inicira.

Operacije na otvorenom tržištu

Najvažniji način kojim Federalne rezerve menjaju stvarni iznos rezervi koji banke drže, nije putem eskontovanja, već kupovinom i prodajom državnih hartija od vrednosti - tehnički poznato kao **operacije na otvorenom tržištu**. Operacije na otvorenom tržištu preduzete na sopstvenu inicijativu Federalnih rezervi su stub njene politike.

U optičaju je iznos u vrednosti od oko \$3,200 milijardi utrživih državnih hartija od vrednosti. Ove hartije od vrednosti se nalaze u rukama publike kao investicije - drže ih pojedinci, korporacije, finansijske institucije, itd. Više od \$600 milijardi drži sistem Federalnih rezervi. Ove državne hartije od vrednosti nastaju kada Trezor SAD mora da uzme zajam da bi finansirao deficit u budžetu. Ovaj pul široko rasprostranjenog vlasništva utrživih hartija od vrednosti, sa mnogo potencijalnih kupaca i prodavaca, predstavlja idealan mehanizam kojim Federalne rezerve mogu da utiču na rezerve banaka. Kada Federalne rezerve kupuju državne hartije od vrednosti rezerve banaka se povećavaju, a kada ih prodaju, rezerve se smanjuju. Evo kako to funkcioniše:

Kada Federalne rezerve *kupe* \$1.000 u hartijama od vrednosti, onako kao što možete da kupite akciju ili obveznicu na jednoj od berzi akcija, one plaćaju čekom vučenim na same sebe. Ukoliko Fed kupi hartije od vrednosti direktno od komercijalne banke - recimo, od banka u Succasunna, New Jersey - Succasunna banka šalje ček Fed-a svojoj regionalnoj banci Federalnih rezervi (Federal Reserve Bank of Philadelphia) i svoj depozit kod Fed-a - svoje rezerve - uvećava za \$1.000. Višak rezervi Succasunna banke raste za ceo iznos transakcije, a sa većim viškom rezervi ona može da odobri više kredita i poveća svoje depozite po viđenju.

Tračuni za kupovinu državnih hartija od vrednosti Federalnih rezervi direktno od komercijalne banke su sledeći:

Kupovina Feda hartije od vrednosti na otvorenom tržištu direktno od komercijalne banke

Federalne rezerve			
A		L & NW	
Državne hartije od vrednosti	+ \$1,000	Depozit Succasunna banke	+ \$1,000

Succasunna komercijalna banka			
A		L & NW	
Depozit kod Fed-a	+ \$1,000		
Državne hartije od vrednosti	- \$1,000		

Ali, ono što centralna banka daje, ona može i da oduzme. Kada Federalne rezerve *prodaju* državne hartije od vrednosti iz svog portfolija, njma se plaća i sve je obrnuto. Recimo da Fed proda \$1.000 državnih hartija od vrednosti direktno našoj prijateljskoj Succasunna banci; Succasunna banka je sada dobila vrednost hartija od vrednosti od \$1.000, što je dobro, ali ona mora da plati za njih, što nije dobro. Fed uzima naplatu tako što oduzima odnosni iznos sa depozita Succasunna banke kod Federalnih rezervi čime se smanjuju rezerve ove banke. Ako ćete nacrtati T-račune za ovu transakciju, sve je potpuno isto kao i u prethodnim T-računima, izuzev što svaki predznak plus postaje minus, a svaki minus postaje plus. Višak rezervi Succasunna banke pada za ceo iznos transakcije; ako nema viška rezervi, onda se javlja deficit rezervi od \$1.000.

NEZVANIČNO

Tri ključne kamatne stope

Primarna (prime) stopa, eskontna stopa i stopa federalnih sredstava se toliko često pominju u novinskim člancima da zaslužuju da ih posebno istaknemo, naročito zbog toga što često dolazi do zabune oko toga koja je koja.

Primarna (prime) stopa je kamatna stopa koju komercijalne banke zaračunavaju na kredite odobrene svojim najsolventnijim poslovnim klijentima, pri čemu izraz najsolventniji znači finansijski najsnažniji, pa prema tome, sa najvećom verovatnoćom da će kredit otplatiti na vreme. Banke zaračunavaju više stope od primarnih na kredite korporacijama bez tako snažnog kredit-

nog rejtinga. Primarna stopa je stopa *kojom se upravlja (administered rate)*, što znači, kamatna stopa koju banke utvrđuju i ona ostaje dok ne odluče da je povećaju ili smanje, tako da primarna stopa uglavnom ostaje ista nedeljama, pa čak i mesecima.

Eskontna stopa je kamatna stopa koju Federalne rezerve zaračunavaju na zajmove odobrene komercijalnim bankama. Federalne rezerve odobravaju kratkoročne zajmove bankama kada su bankama potrebna sredstva na relativno kratak vremenski period. Dok primarna stopa uključuje i plaćanja koja komercijalne

banke primaju, eskontna stopa je trošak, ono što isplaćuju. Kao i primarna stopa, eskontna stopa je takođe stopa kojom se upravlja, a koju, u ovom slučaju, utvrđuju Federalne rezerve i koja često mesecima ostaje nepromenjena.

I konačno, **stopa federalnih sredstava** - često se naziva samo stopa *sredstava* - je kamatna stopa koju banke zaračunavaju jedna drugoj za kredite koji su veoma kratkoročni i koje one međusobno odobravaju jedna drugoj. Ovi kre-

diti su uglavnom „preko noći“ - odobravaju se danas i otplaćuju sledećeg dana. Za razliku od primarne i eskontne stope, stopa federalnih sredstava nije stopa kojom se upravlja; potpuno suprotno, ovo je stopa koju određuje tržište i koja stalno fluktuiira u zavisnosti od odnosa između tražnje za kreditima (banke kojima su potrebne pozajmice) i ponude (od banaka koje hoće da daju pozajmice).

Napominjemo da Federalne rezerve mogu da postignu isti cilj - tj. da promene rezerve banke - kupovinom ili prodajom bilo koje aktive, kao što je bilo koja vrsta obveznica ili akcija ili čak sertifikat o depozitu. Razlog za ograničavanje svojih operacija na otvorenom tržištu na kupovinu i prodaju državnih hartija od vrednosti je sasvim očigledan: Ko će odlučiti da li Federalne rezerve treba da kupe albume Dženifer Lopez ili Eminema? Akcije General Motors-a ili IBM-a? Federalne rezerve su dovoljno mudre, bar u pogledu ovoga, da se ne upuštaju u donošenje zaista važnih odluka.⁶

Svakako, kada Federalne rezerve kupuju (ili prodaju) državne hartije od vrednosti, one nemaju garanciju da će banka biti druga strana u transakciji. Ali zaista i nije od značaja da li hartije od vrednosti koje kupuje Fed prodaje banka ili neko drugi, niti je od značaja da li hartije od vrednosti koje prodaje Fed u krajnjoj liniji kupuje banka ili neko drugi. U svakom slučaju, kada Fed kupuje hartije od vrednosti, rezerve banaka rastu, kada Fed prodaje hartije od vrednosti, rezerve banaka padaju.

Na primer, pretpostavimo da Succasunna banka nije bila prodavac državnih hartija od vrednosti u iznosu od \$1.000, koje je kupio Fed, već jedna osiguravajuća kompanija iz Mishawaka, Indijana. Ne bi bilo problema da je osiguravajuća kompanija bila iz Cut Off, Lujzijana; Zap, Severna Dakota; Searchlight, Nevada ili čak Eureka, Kalifornija. Međutim, ova osiguravajuća kompanija je slučajno iz Mishawaka, Indijana.⁷

U svakom slučaju, kada Fed kupuje, on ipak plaća za hartije od vrednosti čekom vučenim na sebe. Kada osiguravajuća kompanija deponuje ček u svojoj lokalnoj komercijalnoj banci, Mishawaka banka ima ček Federalnih rezervi (aktivu), i ona daje osiguravajućoj kompaniji depozit po viđenju. Mishawaka

⁶ Federalne rezerve ponekad kupuju i prodaju hartije od vrednosti denominovane u inostranoj valuti vezano za poslove sa devizama. Efekat na rezerve je potpuno isti kao da je Fed kupio ili prodao hartije od vrednosti Trezora SAD. Jedina razlika u T-računima bi bila što bi hartije od vrednosti inostranih država bile unete kao stavka umesto državnih hartija od vrednosti.

⁷ Pominjanje naziva mesta nas podseća na Zzyzx Road (izgovor je Zzyzx), koji ćete naći na Interstate 15 oko pedeset milja udaljeno od Barstow-a, na putu za Las Vegas.

banka šalje ček svojoj regionalnoj banci Federalnih rezervi (Federal Reserve Bank of Chicago) i u zamenu dobija dodatan iznos od \$1.000 za svoje rezerve.

T-račun za osiguravajuću kompaniju pokazuje da ona sada ima \$1.000 manje u državnim hartijama od vrednosti i \$1.000 više na svom računu depozita po viđenju kod svoje lokalne komercijalne banke. Za Federalne rezerve i Mishawaka banku, T-računi za ovakvu kupovinu Federalnih rezervi izgledaju ovako:

Fed kupuje hartije od vrednosti od ne-bankarske kompanije na otvorenom tržištu

Federalne rezerve			
A		L&NW	
Državne hartije od vrednosti	+ \$1,000	Depozit Mishawaka banke	+ \$1,000

Mishawaka komercijalna banka			
A		L&NW	
Depoziti kod Fed-a	+ \$1,000	Depozit po viđenju osigur. komp.	+ \$1,000

Napominjemo da, u ovom slučaju, višak rezervi komercijalne banke raste, ali ne za ceo iznos transakcije. Banka ima \$1.000 više rezervi, ali joj je potrebno još \$100 (ako imamo u vidu obavezne rezerve od 10 procenata), zato što su njeni depoziti porasli za \$1.000; tako je njen *višak* rezervi porastao za \$900. Međutim, novčana masa je *već* porasla za \$1.000, tako da krajnji potencijalni efekat na novčanu masu ostaje isti bez obzira gde Fed kupuje svoje hartije od vrednosti. Da rezimiramo:

1. Ako Fed kupuje \$1.000 državnih hartija od vrednosti direktno od komercijalnih banaka, višak rezervi banaka raste za ceo iznos od \$1.000 i bankarski sistem tada može da stvori \$10.000 novog novca (imajući u vidu obavezne rezerve od 10 procenata).

2. Ukoliko Fed kupuje od ne-bankarskih kompanija, višak rezervi banaka se povećava za samo \$900, a bankarski sistem može da stvori \$9.000 novog novca. Ali novčana masa je već porasla za \$1.000, i \$9.000 + \$1.000, takođe iznosi \$10.000. Tako da krajnji efekat bilo koje vrste kupovine na otvorenom tržištu na novčanu masu ostaje isti.⁸

Komercijalne banke nisu u mogućnosti da bilo šta učine kako bi kompenzovala ove mere. Ako Fed želi da smanji rezerve banaka, prodajom na otvorenom

⁸ Slično tome, ako Fed treba da proda hartije od vrednosti jednoj osiguravajućoj kompaniji, sve će biti potpuno isto kao i predhodni T-računi, osim što će predznaci biti suprotni. Naša Mishawaka bank će videti da je njen višak rezervi smanjen za \$900 (ne za \$1.000, zato što će, iako će njene rezerve biti \$1.000 niže, njena pasiva po depozitu biti niža za isti taj iznos). Kada Fed prodaje hartije od vrednosti direktno komercijalnim bankama, višak rezervi banke pada za ceo iznos prodaje. Međutim, u oba slučaja, potencijalni efekat na novčanu masu je isti.

tržištu, banke tu ne mogu ništa da učine. Snižavanjem prodajne cene, Fed uvek može da otkrije kupca. Obzirom da Fed nije u poslovima koji ostvaruju profit, on je slobodan da menja svoju prodajnu cenu kako želi. Sve dok svaka pojedinačna komercijalna banka može ponovo da popuni svoje rezerve prodajom hartija od vrednosti drugim bankama - ili pojedincima koji drže svoje račune kod drugih banaka - rezerve drugih banaka će padati. Rezerve koje obezbeđuje jedna banka znače gubitak rezervi drugih banaka. Ukupne rezerve banaka moraju da padnu za vrednost hartija od vrednosti koje su prodale Federalne rezerve.

Kao što je napomenuto u poglavlju 2, sada će biti jasno zašto kontrakcija ili ekspanzija novčane mase primenom čiste monetarne politike ne menja direktno ukupan obim portfolija (bogatstva) javnosti. Javnost se odriče aktive, ili uzima pasivu, kao deo samog procesa na osnovu kojeg valuta ili depoziti po viđenju rastu; suprotno se događa kada depoziti po viđenju padaju. Na primer, ako se novčana masa povećala kada su Federalne rezerve kupile hartije od vrednosti na otvorenom tržištu, povećani depoziti po viđenju koje je javnost stekla kompenzuju se smanjenjem njihovih holdinga državnih hartija od vrednosti (ove hartije od vrednosti kupuju Federalne rezerve). Kod svake naredne ekspanzije depozita po viđenju, do koje dolazi kada banke odobravaju kredite ili kupuju hartije od vrednosti, javnost stiće aktivu (depozite po viđenju), ali isto tako i uvodi pasivu samoj sebi u obliku bankarskog kredita ili prodaje banci aktivu, kao što je državna obveznica, u jednakoj vrednosti.

Jedan dan na trejding desku

Sada kada razumemo mehanizme operacija na otvorenom tržištu, pogledajmo kako Federalne rezerve sprovode svoju politiku. Iako se monetarna politika donosi u Vašingtonu, operacije na otvorenom tržištu se, zapravo, obavljaju u Njujorku - u dobro čuvanom trejding rumu na osmom spratu Federal Reserve Bank of New York, koja je samo nekoliko blokova udaljena od Wall Street-a. Federalni komitet za operacije na otvorenom tržištu (FOMC) u Vašingtonu odlučuje o opštim ciljevima monetarne politike, a onda je na menadžeru Računa sistema otvorenog tržišta (System Open Market Account), koji se nalazi u prostorijama Federal Reserve Bank of New York, da obavi konkretnu kupovinu ili prodaju u cilju sprovođenja namera FOMC-a.

Lokacija u srcu finansijskog distrikta Njujorka omogućava menadžeru Računa sistema otvorenog tržišta da bude u bliskom kontaktu sa dilerima državnim hartijama od vrednosti sa kojima Fed posluje. Svakog jutra u radnoj nedelji, menadžer računa se sastaje sa nekim od dilera hartijama od vrednosti da bi ste-kao „osećaj tržišta“ kada čak i obično rukovanje (čvrst ili labav stisak? suvi ili oznojeni dlanovi?) možda otkriva nagoveštaj o tome da li će tržište da bude jako ili slabo, bikovsko ili medveđe.

Fidbek od dilera hartijama od vrednosti samo je jedna komponenta širokog spektra podataka i informacija koje prikuplja menadžer računa pri izradi plana za operacije na otvorenom tržištu bilo kog dana. Polazna tačka je, svakako,

stav monetarne politke koji je izrazio FOMC u pogledu rezervi banaka, novčane mase i kamatnih stopa. Imajući u vidu na ove ciljeve, menadžer računa mora da razmisli kako da ih ostvari operacijama na otvorenom tržištu - da li da kupuje ili prodaje, koliko, od koga ili kome i kada.

Svakoga jutra, nešto posle 9:30, menadžer računa dobija izveštaj o poziciji rezervi bankarskog sistema od prethodne noći. Ključni indikator za određivanje da li je količina rezervi visoka ili niska u odnosu na tražnju dobija se na osnovu stope federalnih sredstava, tj. stope koja se zaračunava na sredstva koja je jedna banka pozajmila drugoj. Ako mnogo banaka ima višak rezervi, a samo nekoliko je u deficitu, stopa federalnih sredstava će verovatno da padne, zato što će biti mnogo zainteresovanih zajmodavaca a malo zajmoprimaca. Sa druge strane, ako mnogo banaka ima deficit rezervi, a samo nekoliko je u suficitu, stopa će rasti, zato što će biti mnogo zainteresovanih zajmoprimaca a malo zajmodavaca. Na ovaj način, stopa federalnih sredstava je, za Fed, osetljiv barometar ponude rezervi u odnosu na tražnju.

Malo kasnije tokom jutra, menadžer računa dobija detaljnu projekciju koja prikazuje očekivana kretanja različitih stavki koje mogu da utiču na poziciju rezervi u bankarskom sistemu - uključujući količinu valute u rukama javnosti (koja pokazuje izrazito sezonsko variranje), depozite na deviznim računima kod banaka Federalnih rezervi i ostale tehničke faktore. Kao što ćemo videti u sledećem poglavlju, promena u bilo kojoj od ovih stavki, može uticati na porast ili opadanje rezervi i na taj način uticati na kreditni potencijal banaka, kamatne stope i rast novčane mase. Na primer, kada javnost unovčava čekove da bi dobila veću količinu gotovine, komercijalne banke moraju da plate iz gotovine u trezoru pri čemu trpe gubitak u rezervama.

Upućuje se i poziv Trezoru SAD da utvrdi šta može da se dogodi sa saldima Trezora na **poreskim i zajmovnim računima** kod komercijalnih banaka - depozitima vlade SAD nastalim po osnovu plaćanja poreza i priliva od prodaje obveznica - kao i da utvrdi šta će se verovatno dogoditi sa saldima Trezora kod banaka Federalnih rezervi sa kojih se odliva najviše državnih rashoda. Sa pomeranjem sredstava sa poreskih i zajmovnih računa Trezora kod komercijalnih banaka na salda Trezora kod Federalnih rezervi, komercijalni bankarski sistem gubi rezerve.⁹

Do 11:00 pre podne, menadžer računa već ima formiranu ideju o uslovima na novčanom tržištu, uključujući i to šta se događa sa kamatnim stopama kao i o anticipiranim promenama u poziciji rezervi bankarskog sistema. Menadžer zna šta FOMC želi. Ako je FOMC tražio umeren porast rezervi da bi održao umeren porast novčane mase i ako se očekuje da svi upravo opisani tehnički faktori unesu veliki obim rezervi u bankarski sistem, menadžer računa može da odluči da je *prodaja* na otvorenom tržištu neophodna da bi se sprečila preterana ekspanzija rezervi. Ako se, sa druge strane, očekuje da rezerve porastu veoma malo ili čak padnu, kao rezultat onih drugih faktora, Fed može, u velikom obimu, da se

9 Razmatranje iz prethodna dva paragrafa o uticaju različitih stavki na rezerve banke biće detaljno objašnjeno u sledećem poglavlju.

angažuje na kupovini na otvorenom tržištu. Prema tome, jasno je zašto nam podatak o iznosu državnih hartija od vrednosti koje Federalne rezerve kupuju ili prodaju, određenog dana ili tokom određene nedelje, sam po sebi ne govori skoro ništa o ukupnoj poziciji ili ciljevima monetarne politike. Mnoge kupovine i prodaje se koriste za neutralisanje tehničkog uticaja na rezerve.

U 11:15 je vreme za dnevnu međugradsku telefonsku konferenciju sa članom Odbora guvernera u Vašingtonu i jednim od predsednika Banke Federalnih rezervi. Menadžer računa opisuje akcioni plan za taj dan i objašnjava razloge za konkretnu strategiju. Kada se odluka odobri, obavlja se kupovina ili prodaja hartija od vrednosti (uglavnom zapisa Trezora). Menadžer računa daje instrukcije trgovcima u trejding rumu Federal Reserve Bank of New York da pozovu dilere primarnim državnim hartijama od vrednosti i da zatraže konkretnu ponudu za navedene iznose specifičnih dospeća državnih hartija od vrednosti (u slučaju prodaje na otvorenom tržištu) ili za njihovu prodajnu cenu za navedene iznose specifičnih dospeća (u slučaju kupovine na otvorenom tržištu).

Menadžer računa može preneti instrukcije Fed-ovim trgovcima da direktno kupe ili prodaju hartije od vrednosti - tj. bez dodatnih finansijskih obaveza. Može da odluči da se ubace ili povuku rezerve samo *prioremeno*, recimo na nekoliko dana. Jedna vrsta operacija na otvorenom tržištu je posebno prikladna za privremeni unos rezervi; naime, kupovina državnih hartija od vrednosti na osnovu **ugovora o reotkupu**. Na osnovu ovih „repo“ ugovora, Fed kupuje hartiju od vrednosti uz sporazum da će prodavac reotkupiti ove hartije od vrednosti određenog datuma u budućnosti, uglavnom u roku od nedelju dana ili nešto više. Kada Fed kupuje, rezerve rastu, ali kada se hartija od vrednosti ponovo proda dileru nedelju dana kasnije, rezerve ponovo padaju.¹⁰

Obrnuti reotkup (reverse repo) predstavlja suprotnu transakciju. Ovom transakcijom se privremeno povlače rezerve iz bankarskog sistema. Sa obrnutim reotkupom, koji se takođe naziva i **upareni prodajno kupovni ugovor**, Fed prodaje hartije od vrednosti, ali je istovremeno saglasan da će ih ponovo otkupiti određenog datuma u budućnosti. Kada Fed prodaje, rezerve padaju; ali kasnije kada Fed otkupljuje hartije od vrednosti, rezerve se ponovo vraćaju.

Poslednjih godina, Fed, u velikoj meri, primenjuje reotkup i obrnuti reotkup. Kada govorimo o dolarskim iznosima operacija na otvorenom tržištu, oni sada znatno prevazilaze iznose direktne kupovine i prodaje.

Trgovcima nije potrebno više od pola sata da izvrše svoj „obilazak“ tržišta i sprovedu operaciju na otvorenom tržištu. Do 12:30, menadžer računa se vraća praćenju pozicija rezervi banaka preko stope federalnih sredstava, kao i praćenju tendencija na finansijskim tržištima, uopšte. Ukoliko je neophodno ostvariti prvobitni cilj, menadžer je spreman da se angažuje u daljim operacijama na otvorenom tržištu i tokom poslepodneva.

10 Izraz repo je dobio naziv sa dilerske tačke gledišta. Znači, diler prodaje Fedu na osnovu ugovora o reotkupu hartija od vrednosti. Kao što smo videli u poglavlju 8, dileri sklapaju repo sa mnogim učesnicima na novčanom tržištu kao način finansiranja njihovih holdinga hartija od vrednosti.

REZIME

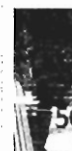
1. Federalne rezerve regulišu bankarske kredite i novčanu masu kroz kontrolu nad rezervama banaka, kao i na osnovu multiplikatora stvaranja depozita. Sve depozitne institucije ravnopravno podležu obaveznim rezervama koje propisuje Fed, bez obzira na to da li su to komercijalne banke, štedne i kreditne institucije, štedionice ili kreditni sindikati i bez obzira na članstvo u Federalnim rezervama.
2. Promenom koeficijenta obaveznih rezervi, Fed menja višak rezervi banaka i istovremeno menja multiplikator ekspanzije depozita za bankarski sistem. Niži koeficijenti obaveznih rezervi znače jeftiniji novac, dok viši koeficijenti podrazumevaju skuplji novac.
3. Eskontovanje i eskontne stope imaju dugu i izuzetnu istoriju, datirajući još iz devetnaestog veka kada je nastala koncepcija centralne banke kao „kreditora poslednje instance“. Promenom eskontne stope, Fed utiče na spremnost banaka da uzimaju rezerve u zajam od Federalnih rezervi. Smanjenje eskontne stope uglavnom predstavlja politiku jeftinijeg novca, dok povećanje eskontne stope uglavnom podrazumeva skuplji novac.
4. Najvažnije je da, kupovinom ili prodajom državnih hartija od vrednosti (što se naziva operacijama na otvorenom tržištu), Fed obezbeđuje bankama dodatne rezerve ili im oduzima izvesnu količinu rezervi. Kada Fed kupuje, rezerve banaka se povećavaju (jeftiniji novac), a kada Fed prodaje, rezerve se smanjuju (skuplji novac).
5. Operacije na otvorenom tržištu se ne obavljaju u Vašingtonu već u Federal Reserve Bank of New York. Reotkup i obrnuti reotkup su poslednjih godina postali mnogo značajniji nego direktna kupovina i prodaja.
6. Promenom rezervi banke, a time i novčane mase, Fed menja likvidnost građana i, nadajmo se, njihovo trošenje za robu i usluge, čime se zauzvrat doprinosi utvrđivanju BNP, nivoa nezaposlenosti i stope inflacije.

KLJUČNI TERMINI

Eskontna stopa, str. 397	Poreski i zajmovni račun, str. 408	Ugovor o reotkupu (repo), str. 409
Eskontni šalter, str. 398		
Kreditor poslednje instance, str. 400	Primarna stopa, str. 404	Upareni prodajno kupovni ugovor, str. 409
Obrnuti repo, str. 409	Primarni kredit, str. 401	
Operacije na otvorenom tržištu, str. 403	Sekundarni kredit, str. 401	
	Stopa federalnih sredstava, str. 405	

PITANJA

- 18.1 Ako banke ne bi bile zakonski obavezne da drže bilo kakve rezerve, da li bi monetarna politika i dalje bila u mogućnosti da funkcioniše?
- 18.2 Šta se podrazumeva pod kaznenom eskontnom stopom? Da li to postoji u Sjedinjenim Državama?
- 18.3 Da li eskontna stopa obično predstavlja pravi upozoravajući signal o namerama politike Federalnih rezervi?
- 18.4 Kako menadžer računa odlučuje da li da kupi ili proda hartije od vrednosti u operacijama na otvorenom tržištu?
- 18.5 Šta znači Ugovor Federalnih rezervi o reotkupu?
- 18.6 *Pitanje za diskusiju:* Da li Federalne rezerve imaju dovoljno alata na raspolaganju za sprovođenje politike, kako bi obavile svoj zadatak kontrole novčane mase? Da li bi Kongres trebalo da obezbedi dodatne instrumente politike - kao što je direktna kontrola nad potrošačkim kreditima, ili kamatnim stopama na kreditne kartice?



MEDIA

RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Razumevanje kretanja rezervi banaka



Sabiranje i oduzimanje rezervi banaka su jednostavni postupci kada je potrebno da se izvrši samo dodavanje plusa ili minusa, prema udžbenicima o T-računima. Ali, u realnom životu, jednostavni T-računi se zamenjuju komplikovanim bilansima stanja koji često izgledaju kao da prikrivaju pravo stanje stvari. Da bi smo razumeli posebne faktore koji utiču na rezerve banke, moramo se osvrnuti na bilans stanja Federalnih rezervi.

U prethodnom poglavlju smo napomenuli da operacije na otvorenom tržištu, kao i odobravanje pozajmica na eskontnom šalteru, mogu izmeniti obim rezervi banaka, a time i potencijalni nivo novčane mase. Nije iznenađujuće kada se shvati da se i operacije na otvorenom tržištu i eskontovanje iskazuju kao posebne stavke u bilansu stanja Federalnih rezervi. Ali, u bilansu stanja Federalnih rezervi postoje i druge stavke koje mogu da nadoknade ili pogoršaju ova kretanja u rezervama. Neke od njih čak nisu pod diskrecionom kontrolom Federalnih rezervi. Prema tome, moramo da proučimo bilans stanja Federalnih rezervi da bismo objasnili zašto centralna banka ponekad ima teškoća u kontrolisanju ukupnih rezervi banaka.

Pored toga, kao da sve ovo nije dovoljno komplikovano, aktivnosti Trezora SAD mogu povećati ili potrošiti rezerve banaka. Zato je neophodno proširiti determinante koje se odnose na rezerve banaka izvan okvira bilansa stanja Federalnih rezervi kako bi se dobila celokupna slika. Ovakva proširena slika ima prilično impozantan naziv a to je **jednačina ravnoteže rezervi banaka (ili depozitnih institucija)**. A to, zapravo, nije ništa više od liste knjiženja stavki o izvorima i koršćenjima rezervi. Ipak, ovo je od takve koristi za praćenje kretanja u rezervama, da se često smatra fundamentalnim okvirom monetarne kontrole.

U prva dva odeljka ovog poglavlja ćemo prikazati bilans stanja Federalnih rezervi i novčane račune Trezora SAD. Koristićemo T-račune da bismo pokazali kako posebne stavke utiču na rezerve. U sledeća dva odeljka objedinimo ove bilanse stanja u ravnotežu rezervi i pokazati kako ona može da se koristi za praćenje politike Federalnih rezervi.

Bilans stanja Federalnih rezervi

Tabela 20.1 prikazuje donekle pojednostavljeni bilans stanja sistema Federalnih rezervi sredinom 2003. godine.¹ Svaka od stavki na strani aktive i na strani pasive zasluhuje objašnjenje, obzirom da je svaka od ovih stavki odraz nečega što utiče na rezerve.

Opšti dokaz ovakve izjave - da svaka stavka u bilansu stanja Federalnih rezervi utiče na rezerve - je toliko očigledan da ga je lako prevideti. Zato ga ovde prikazujemo:

1. Po definiciji, u *svakom* bilansu stanja, ukupna aktiva = ukupnoj pasivi (uključujući neto vrednost ili „kapitalne račune”).

TABELA 20.1 Bilans stanja Federalnih rezervi (sredina 2003. u milijardama dolara)

Aktiva		Pasiva & investicioni računi	
Potvrde o vlasništvu nad deponovanim zlatom (Zlatni certifikati) (uključujući specijalna prava vučenja)	\$13,2	Note (srednjoročne obveznice) Federalnih rezervi u opticaju	\$664,5
Kovani novac	0,9	Depoziti banaka (rezerve)	20,0
Kredit	0,1	Depoziti Trezora SAD	5,7
Hartije od vrednosti države i agencija SAD			
U direktnom vlasništvu	652,3	Inostrani i drugi depoziti	0,7
U vlasništvu na osnovu ugovora o reotkupu	26,0	Ugovori o obrutom reotkupu	21,0
Stavke u procesu naplate	9,5	Odložene kreditne stavke	9,5

¹ Ako pogledate kraj *Biltena Federalnih rezervi*, naći ćete bilans stanja Fed-a u tabeli pod nazivom „Banke federalnih rezervi: Izveštaji o stanju i notama Federalnih rezervi”.

Ostala aktiva	39,0	Razna pasiva i investicioni računi	19,6
	\$741,0		\$741,0

Source: Federal Reserve Release H. 4

2. Kada su u pitanju Federalne rezerve, njihova ukupna pasiva uključuje rezerve - to su „depoziti banaka” kod Fed-a plus onaj deo „nota Federalnih rezervi u opticaju” koji se nalaze u trezorima banaka.
3. Prema tome, rezerve banaka moraju biti jednake ukupnoj aktivni Federalnih rezervi minus sva ostala pasiva Federalnih rezervi (i kapitalni računi) pored rezervi banaka.

Iz ove računovodstvene zbrke, jasno je da sve što utiče na aktivu ili pasivu Fed-a, mora da dovede do promene u rezervama, *sem ukoliko se ne izvrši kompenzacija na nekom drugom mestu u bilansu stanja*. Na primer, ako ukupna aktiva Fed-a raste, a nema promena u „ostaloj pasivi”, tada i rezerve moraju da se povećaju. Ili, ako pasiva Fed-a, koja ne pripada rezervama, raste a nema promena u aktivni, tada rezerve moraju opadati. Ovo može da se zaključi na osnovu fundamentalne računovodstvene postavke: ukupna aktiva = ukupna pasiva plus kapitalni računi.

Da bi se razumeli mehanizmi koji se nalaze u osnovi ovog procesa, bilo bi korisno da detaljnije proučimo svaku od osnovnih stavki u bilansu stanja Federalnih rezervi. Videćemo tačno kako povećanja u svakoj aktivni Fed-a povećavaju rezerve banaka, kao i kako povećanja u „ostaloj pasivi” umanjuju rezerve banaka. Tada ćemo moći da izolujemo stavke koje se ne mogu držati pod kontrolom, a koje otežavaju uticaj Fed-a nad rezervama.

1. *Zlatni certifikati (uključujući specijalna prava vučenja)* koji iznose \$13,2 milijardi na Tabeli 20.1, predstavljaju aktivu Federalnih rezervi koja nastaje na osnovu zlata koje kupuje Trezor SAD, bez obzira da li je zlato kupljeno od inostranih ili domaćih rudnika. Recimo da Trezor SAD kupuje tek iskopano zlato u vrednosti od \$100 miliona od Get Rich Quick, rudarske kompanije iz Dodge City-ja, Kansas. Trezor plaća za kupljeno zlato čekom vučenim na svoj depozit kod Federalnih rezervi; Get Rich Quick rudarska kompanija deponuje ček kod svoje lokalne komercijalne banke koja ček šalje Fed-u na naplatu, a kao rezultat ovog procesa, rezerve banke se povećavaju za \$100 miliona, kao što možemo videti u ovde navedenim T-računima:

T-računi kada Trezor kupuje zlato

Trezor SAD		Federal Reserve		Commercial Bank	
A	P	A	P	A	P
Zlato + \$100		Dep. komercijalne banke + \$100		Dep. in FRB + \$100	
Dep. kod BFR - 100		Dep. Trezora - 100		Dep. kod rudarske kompanije + \$100	

Prema tome, ako pasiva Fedu, koja ne pripada rezervama banaka, opadne, a ne postoje druge stavke koje bi kompenzovala taj pad, tada rezerve banaka rastu. Ali kada se radi o zlatu, ovde se priča ne završava. Trezor je iskoristio deo salda na svom tekućem računu kod Fedu. Da bi nadoknadio potrošeni deo salda, Trezor izdaje Fedu „zlatni certifikat“ (pravo na zlato) u vrednosti koja je jednaka dolarskom iznosu kupljenog zlata, a Fed, na osnovu toga, odobrava depozitnom računu Trezora isti iznos, kao što se ovde može videti:

T-računi za zlatne certifikate koje izdaje Trezor

Trezor SAD		Federalne rezerve	
A	P	A	P
Dep. kod BFR + \$100	Zlatni certifikati u opticaju + \$100	Zlatni certifikati + \$100	Dep. Trezora + \$100

U ovoj poslednjoj pomenutoj transakciji, aktiva Federalnih rezervi (naime, zlatni certifikati) je porasla, ali bez uticaja na rezerve, zato što je pasiva koja se ne odnosi na rezerve (naime, depoziti Trezora) istovremeno porasla.² Međutim, neto rezultat obe ove transakcije je ipak povećanje rezervi banaka. (Prodaja zlata Trezora smanjuje rezerve banaka, a sve prethodne stavke ostaju iste osim promene predznaka.)³

2. *Kovani novac*, na strani aktive bilansa stanja Federalnih rezervi, se sastoji od kovanog novca i novčanica koje emituje Trezor SAD (pasiva Trezora), a koje

² Kao što se vidi, ovo nije ništa drugo do čista knjigovodstvena operacija pošto „monetizacija zlata“ dolazi tek kada su zalihe zlata već uticale na rezerve banaka. Kod nekih kupovina zlata, Trezor ne vrši „monetizaciju“ (tj. ne izdaju se zlatni certifikati), ali one ipak na isti način utiču na rezerve banaka.

³ Specijalna prava vučenja (SPV) čine \$2,2 milijarde od \$13,2 milijarde u tabeli 20.1. SPV su rezultat međunarodnih monetarnih aranžmana koji su sklopljeni poslednjih godina. Ona su dopuna zlata u međunarodnim finansijama, a porast vlasništva nad SPŽV u SAD utiče na rezerve banaka na isti način kao i priliv zlata.

Fed drži u svojim trezorima (u iznosu od \$0,9 milijardi u tabeli 20.1). Uglavnom se sastoji od kovanog novca. Ako jedna banka pošalje pun kamion sitnog kovanog novca Fedu, gotovina se povećava na strani aktive bilansa stanja Federalnih rezervi a rezerve banke rastu na strani pasive.

3. *Kredit* (ili pozajmice koje uzimaju banke), u ukupnom iznosu od \$0,1 milijarde u tabeli 20.1, detaljno su analizirani u T-računima u prošlom poglavlju. Kada banke uzimaju pozajmice od Fedu, rezerve banaka se povećavaju, a kada banke otplaćuju dugove po ovim zajmovima, njihove rezerve se smanjuju.

4. *Hartije od vrednosti države i agencija SAD*⁴ kupuje Fed kada se angažuje u operacijama na otvorenom tržištu, kao što smo videli u T-računima u prethodnom poglavlju: Kada Fed kupuje hartije od vrednosti, dolazi do ekspanzije rezervi banaka; kada Fed prodaje hartije od vrednosti, dolazi do kontrakcije rezervi banaka. Tabela 20.1 prikazuje da su, sredinom 2003. godine, hartije od vrednosti u iznosu od \$652,3 milijarde bile u direktnom vlasništvu, dok su u iznosu od \$26,0 milijardi bile deo ugovora o reotkupu (više o ovoj temi pri kraju ovog poglavlja).

5. *Stavke u procesu naplate* na strani aktive bilansa stanja Federalnih rezervi predstavljaju stavku koja nastaje tokom procesa kliringa čekova. Stavka „odložene kreditne stavke“ na strani pasive nastaje istim procesom. Iako svaka od ovih stavki ima neznatna odstupanja, razlika između njih - „float“ - je vrlo dobro poznata i često uzrokuje ozbiljne kratkoročne prekide u rezervama banaka. Iz ovog razloga je ponekad potrebna detaljna analiza.

Pogledajmo konkretan primer. Recimo da imate račun kod Safe & Sound National Bank, a pročitali ste u lokalnim novinama da za samo \$100 možete kupiti antikvitetski set za umivanje (samo je jedan komplet preostao, a kopije ne postoje!). Odmah odlazite u grad i, na sreću, nalazite preostali set i platite čekom iznos od \$100. Radnja ima tekući račun kod Last Laugh National Bank u susjednom gradu. Ona deponuje vaš ček kod Last Laugh koja ga šalje Fedu na naplatu.

Do sada se sve odvija kako treba, kao što smo sve ovo i videli u Poglavlju 18. Ali, u stvarnosti stvari su nešto komplikovanije. U poglavlju 18 smo naveli da će Fed jednostavno dodati iznos od \$100 depozitu Last Laugh Bank kod Fedu, oduzeti taj iznos sa vašeg računa rezervi kod Safe & Sound Bank i to će biti sve. Iako su konačni rezultati dovoljno precizni, načini putem kojih se došlo do njih nisu tako jednostavni, kao što T-računi, dole navedeni, prikazuju:

⁴ Agencijske emisije su hartije od vrednosti institucija pod sponzorstvom države, kao što su Federalna asocijacija banaka za stambene kredite (Federal Home Loan Banks Association) i Federalna nacionalna asocijacija za hipotekarne zajmove (Federal National Mortgage Association). Agencijske obaveze iznose samo \$10 milijardi od \$652,3 milijardi u tabeli 20.1.

T-računi za flotaciju Federalnih rezervi

Banka federalnih rezervi

A		Pt	
Stavke u procesu naplate:		Odložene kreditne stavke:	
(a)	Safe & Sound Bank + \$100	Last Laugh Bank	+ \$100
		Odložene kreditne stavke:	
		Last Laugh Bank	- 100
(b)		Depoziti banke:	
		Last Laugh Bank	+ 100
Stavke u procesu naplate:		Depoziti banke:	
(c)	Safe & Sound Bank - 100	Safe & Sound Bank	- 100

Kada Fed primi vaš ček od Last Laugh banke, ne odobrava *odmah* račun rezervi Last Laugh banke i ne smanjuje račun rezervi Safe & Sound banke. Ono što Fed zapravo čini jeste da daje Last Laugh banci „odloženi kredit“, što znači da će račun rezervi Last Laugh banke biti odobren u određenom roku u skladu sa prethodno ugovorenim rokom. Istovremeno, Fed razmatra ček „u procesu naplate“ od Safe & Sound banke. Ovo je prvi par stavki označen kao (a) na T-računu Feda.

Sledeći korak: Posle dan, ili dva, u zavisnosti od ugovorenog roka, Last Laugh banka će zvanično dobiti dodatak svom računu rezervi - par stavki označenih kao (b). Obratite pažnju da su, za trenutak, *posle* koraka (b) ali *pre* koraka (c), „stavke u procesu naplate“ u bilansu stanja Federalnih rezervi veće od „odloženih kreditnih stavki“, za \$100. Ova razlika od \$100 je poznata kao **flotacija** Federalnih rezervi i ona se dodaje ukupnim rezervama banaka, zato što to znači da su rezerve jedne banke porasle, ali da se rezerve ni jedne druge banke nisu umanjile.

Konačno, kada se ček zaista naplati od Safe & Sound banke, tada će račun rezervi Safe & Sound banke biti umanjen, što je korak (c). U tom trenutku, „stavke u procesu naplate“ će se takođe umanjiti, ali će i flotacija i ukupne rezerve opasti za \$100, vraćajući se na svoje prvobitne iznose.

Flotacija - razlika u bilansu stanja Federalnih rezervi između aktive „stavke u procesu naplate“ i pasive „odložene kreditne stavke“ - nastaje zato što mnogi čekovi nisu naplaćeni u okviru vremenskog perioda utvrđenog za odobrenje rezervama banaka koje deponuju čekove kod Feda. U zavisnosti od važećeg roka, svi čekovi moraju biti odobreni računu rezervi banke koja deponuje, najkasnije dva dana pošto ih primi Fed.

Što se tiče uticaja na rezerve banaka, kada je u pitanju iznos manji od \$100 miliona, sredinom 2003. godine (što se ne može videti u tabeli 20.1 zbog zaokru-

živanja iznosa), značaj flotacije nije toliko veliki zbog samog postojanja flotacije već zbog prilično velikog stepena fluktuacije. Do flotacije uglavnom dolazi kada avioni moraju da budu prizemljeni usled lošeg vremena, pri čemu dolazi do kašnjenja u dostavljanju pošte, što ometa isporuku čekova koji su na putu za naplatu. Porast flotacije Federalnih rezervi povećava ukupne rezerve banaka, ali ovakvo povećanje je privremeno, pošto ubrzo dolazi do smanjenja flotacije, odnosno do smanjenja rezervi.

6. *Ostala aktiva Federalnih rezervi*, u ukupnom iznosu od \$39,0 milijardi sredinom 2003. godine, se prvenstveno sastoji od hartija od vrednosti u apoenima inostranih valuta. Kao što je prikazano u T-računima u prethodnom poglavlju (pogledajte fusnotu 6), uvek kada Federalne rezerve kupuju hartije od vrednosti dolazi do povećanja u rezervama, a kada ih prodaju dolazi do smanjenja rezervi. Kupovina i prodaja inostranih hartija od vrednosti se obično obavlja kada se radi o deviznim operacijama Fed-a.⁵

7. *Novčanice Federalnih rezervi u opticaju* su većina novčanica od \$1, \$2, \$5, \$10 i \$20 (i dalje), što predstavlja imovinu nekih od nas, srećnika. Ali, za Fed one predstavljaju samo još jednu pasivu u ukupnom iznosu od \$664,5 milijardi u tabeli 20.1. Kada vašoj lokalnoj banci ponestane novca, ona unovči ček kod svoje regionalne banke Federalnih rezervi i Fed šalje oklopna kola da se isporuče desetice i dvadesetice. Ovo se evidentira kao što je ovde prikazano:⁶

T-računi za isporuku gotovine Fed-a bankama

Banka federalnih rezervi		Komerijalna banka	
A	P	A	P
	Novčanice Fed. rezervi u opticaju + \$100	Gotovina u trezoru + \$100	
	Dep. banke - 100	Dep. kod BFR - 100	

Kada komercijalne banke ili štedne institucije isporučuju gotovinu nazad Fedu, stavke su, naravno, iste ali sa suprotnim predznacima. Što znači da se aktiva Feda ne povećava kada Fed dobije priliv novčanica Federalnih rezervi; ali zato pasiva po novčanicama Federalnih rezervi opada, zato što postoji manje novčanica Federalnih rezervi u *opticaju*. (Novčanice Federalnih rezervi u vlasništvu Federalnih rezervi su samo količina papira: Ukoliko su pocepane ili izli-

5 U bilansu stanja Feda, zbir pozajmica koje uzimaju banke, hartija od vrednosti države i agencija SAD, flotacije i ostale aktive, često se naziva **kreditom Federalnih rezervi**.

6 Šta ako Fed u svoju isporuku uključuje i kovani novac ili novčanice u apoenima od \$5 ili \$10 koje je emitovao Trezor? U meri u kojoj se ovako nešto pojavi, pasiva Fed-a „novčanice Federalnih rezervi u opticaju“ ne raste, kao što bi trebalo, a aktiva Fed-a „kovani novac“ opada. U oba slučaja, depoziti banaka kod Fed-a opadaju.

zane, spaljuju se; ako još uvek mogu da posluže, skladište se čekajući dan kada ponovo budu potrebne bankama).

Tako da, kada stavka „novčanice Federalnih rezervi u opticaju“ raste, depoziti banaka kod Fed-a opadaju i obrnuto. Ali ove transakcije - isporuke gotovine između deponentnih institucija i banaka Federalnih rezervi - same po sebi ne utiču na promenu rezervi banaka. One samo zamenjuju jednu vrstu rezervi (depozit kod Fed-a) za drugu (gotovina u trezoru). Međutim, kada građani požele veću količinu gotovine u svojim rukama - na primer uoči božićnih praznika i kada je potrebno više novca za trošenje - tada rezerve banaka opadaju dolar po dolar sa odlivom gotovine:

T-računi kada građanima treba veća količina gotovine

Komercijalna banka		Građani	
A	P	A	P
Gotovina u trezoru - \$100	Depoziti po viđenju - \$100	Depoziti po viđenju - \$100	
		Gotovina + 100	

Kada se gotovina vrati u bankarski sistem, recimo u nedeljama posle završetka božićnih praznika, tada se rezerve banke uvećavaju dolar po dolar sa ponovnim prilivom gotovine. T-računi su isti, ali sa suprotnim predznakom. Ako se gotovina tada ponovo isporuči Fedu, banke samo obavljaju razmenu rezervi u formi gotovine za rezerve u formi depozita kod Feda.

8. *Depoziti Trezora SAD*, u iznosu od \$5,7 milijardi u tabeli 20.1, su upravo ono što podrazumeva i njihov naziv; depoziti Trezora finansija koji se drže u bankama Federalnih rezervi. Trezor drži veći deo svog operativnog salda na „poreskim i zajmovnim računima“ kod mnogih komercijalnih banaka širom zemlje. Ovo je prvo mesto gde se deponuju plaćanja od poreza i prihodi od prodaje obveznica. Ali, kada Trezor finansija hoće da potroši novac, on prvo prebacuje sredstva u banku Federalnih rezervi i onda piše ček na svoj saldo kod Feda. Trezor može da prenosi svoja salda iz komercijalnih banaka u Fed pre plaćanja pisanjem čeka na svoj saldo kod komercijalnih banaka i davanjem čeka Fedu.⁷ Kao rezultat toga, depoziti Trezora kod Feda se povećavaju, a rezerve banaka opadaju:

T-računi kod prenošenja salda Trezora iz banaka u Fed

Trezor SAD		Federalne rezerve		Komercijalne banke	
A	P	A	P	A	P
Dep. kod komercijalne banke - \$100		Depoziti komercijalne banke - \$100		Dep. kod BFR - \$100	Depoziti Trezora - \$100
Dep. kod BFR + 100		Depoziti Trezora + 100			

Međutim, kada Trezor zaista potroši sredstva, tada njegovi depoziti kod Feda opadaju a rezerve ponovo rastu. Recimo da Trezor potroši \$100 na spajalice za papir. On plaća snabdevaču spajalica čekom vučenim na svoj saldo kod Feda, snabdevač deponuje ček u svojoj lokalnoj komercijalnoj banci, banka šalje ček Fedu, i - *voilà!* - sa opadanjem depozita Trezora kod Feda, rezerve banaka se povećavaju:

T - računi za potrošnju Trezora

Trezor SAD		Federalne rezerve		Komercijalne banke	
A	P	A	P	A	P
Dep. kod BFR - \$100		Depoziti komercijalne banke + \$100		Dep. kod BFR + \$100	Depoziti po viđenju + \$100
Spajalice za papir + 100		Depoziti Trezora - 100			

Ovim se zaokružuje naša analiza rezervi banaka i bilansa stanja Federalnih rezervi. Međutim, pored toga mnoge transakcije Trezora SAD mogu da utiču na rezerve banaka. Neke od ovih transakcija smo već razmotrili, ali se one stalno ponavljaju, sa tačke gledišta nezavisnosti Trezora a druge - kao što je emisija valute Trezora - još uvek nisu razmatrane. Obratimo sada pažnju na uticaj Trezora na rezerve banaka. U prilogu ovog poglavlja opisujemo malo opširnije način na koji Trezor finansira potrošnju države i kako to utiče na rezerve i novčanu masu.

⁷ Salda Trezora se u stvarnosti pomeraju na osnovu elektronskih instrukcija bankama, a ne pisanjem papirnih čekova.

Novčani računi Trezora SAD

Pre svega, Trezor, a ne Fed, zvanično kupuje i prodaje zlato u ime države. Kao što smo videli, kada kupi određenu količinu zlata, Trezor obično izdaje potvrde o vlasništvu nad deponovanim zlatom (zlatne certifikate) (pasiva Trezora) u istom tom iznosu i predaje ih Fed-u (za koji oni predstavljaju aktivu), tako da Trezor može da nadoknadi iznos na svom depozitnom računu kod Feda. Međutim, kao što T-računi sa početka ovog poglavlja pokazuju, kupovina zlata je zapravo ona transakcija koja povećava rezerve banaka, a ne naknadno izdavanje zlatnih certifikata. Pošto se zlato, samo po sebi, ne pojavljuje u bilansu stanja Feda, morali smo da govorimo o zlatnim certifikatima kada smo razmatrali bilans stanja Feda. Ali sada, kada eksplicitno govorimo o Trezoru, možemo se direktno osvrnuti na suštinu ovog pitanja: Kada Trezor kupuje zlato, rezerve banaka se povećavaju, a kada Trezor prodaje zlato, rezerve banaka opadaju.⁸

Drugi aspekt operacija Trezora finansija koji utiče na rezerve banaka su promene u depozitima Trezora kod banaka Federalnih rezervi. Pošto smo upravo videli T-račune koji ilustruju ovaj proces, nema potrebe da ih ponavljamo.

Konačno, moramo imati u vidu činjenicu da Trezor emituje i malu količinu valute, uključujući sav kovani novac. Zapravo, Biro za gravuru i štampanje (Bureau of Engraving and Printing) obavlja štampanje likova na novčanicama (ovo nije isto što i Državna štamparija iako, u praktičnom smislu, možda i ne postoji velika razlika), a Biro za kovanje novca (Bureau of the Mint) proizvodi kovanice u tri fabrike koje se nalaze u Denveru, Filadelfiji i San Francisku. Oba ova biroa pripadaju Trezoru SAD.

Uticaj promena valute Trezora u opticaju na rezerve banaka je isti kao i efekti koje imaju note Federalnih rezervi. Tako da se T-računi koji su ranije prikazani ovde takođe primenjuju. Razlog je direktan: Ne postoji razlika između gotovine koja je u formi novčanica Federalnih rezervi i gotovine (kao što su novčanice SAD ili srebrni certifikati) koju emituje Trezor SAD. Bez obzira ko vrši emisiju, sav kovani novac i novčanice u trezorima banaka se računaju kao rezerve. Tako da, kada građani imaju potrebu za većom količinom gotovine - zbog kupovine u samoposluzi - tada rezerve banke opadaju dolar po dolar sa odlivanjem gotovine iz trezora banaka u novčanike građana. Nije od značaja da li je gotovina koja odlazi iz banaka u formi novčanica Federalnih rezervi ili gotovine koji emituje Trezor. U suprotnom slučaju, kada građani ponovo deponuju svoj novac - kovani novac, novčanice od nekoliko dolara - u bankarski sistem, rezerve banaka rastu dolar po dolar sa prilivom gotovine bez obzira na vrstu gotovine koja se ponovo deponuje.

⁸ Možemo potvrditi konačnu važnost zlata u odnosu na zlatne certifikate tako što ćemo napomenuti da, ako treba konsolidovati bilanse stanja Trezora i Fed-a, zlatni certifikati bi poništili jedni druge - pošto su oni pasiva Trezora i aktiva Fed-a - a ostalo bi zlato samo po sebi.

Jednačina ravnoteže rezervi banaka

Upoznali smo se sa svim faktorima koji utiču na rezerve depozitnih institucija i možemo da ih sagledamo u celosti kao „ravnotežu rezervi banaka (ili depozitnih institucija)”. Ravnoteža rezervi nije ništa drugo do evidencija izvora i korišćenja rezervi banaka. Jednostavno je da se ovo konceptualno vizualizuje, ukoliko se sećate računanja sa početka ovog poglavlja uz činjenicu da se novac Trezora u trezorima banaka takođe smatra rezervama.

Prema tome, rezerve banaka = ukupna aktiva Fed-a minus sva pasiva Feda i kapitalni računi osim one pasive Feda koja čini rezerve banaka plus novac Trezora u trezorima banaka. Ovaj proces se obično predstavlja mnogo formalnije, kao u tabeli 20.2 ali se sve svodi na isto.⁹

Tabela 20.2, ravnoteža rezervi banaka, izgleda malo drugačija od tabele 20.1, bilans stanja Fed-a, ali razlike su zaista minorne: „Faktori koji utiču na popunjavanje rezervi” u tabeli 20.2, okvirno odgovaraju aktivni Federalnih rezervi a „faktori koji umanjuju rezerve” okvirno odgovaraju pasivi Federalnih rezervi; pored toga valuta koju emituje Trezor je takođe uneta u tabelu 20.2.

Ukratko, tabela 20.2, ravnoteža rezervi banaka, je konsolidacija bilansa stanja Feda sa novčanim računima Trezora. Neke od izmenjenih stavki su sledeće. Flotacija Federalnih rezervi u tabeli 20.2 je višak aktive Fed-a u tabeli 20.1 pod nazivom „stavke u procesu naplate” u odnosu na pasivu Feda „odložene kreditne stavke”. Zalihe zlata u tabeli 20.2 zamenjuju zlatne certifikate u tabeli 20.1 zato što sama kupovina ili prodaja zlata utiče na rezerve banaka, a ne emitovanje zlatnih certifikata. „Novac Trezora u opticaju” u tabeli 20.2, jedina zaista nova stavka u poređenju sa tabelom 20.1, uključuje sav novac koji emituje Trezor bez obzira na to ko je poseduje. Ona se ovde unosi bez obzira da li je u posedu građana, komercijalnih banaka, Federalnih rezervi ili čak samog Trezora. Tako pod stavkom „Faktori koji umanjuju rezerve” u tabeli 20.2 podrazumevamo i novčanice Federalnih rezervi i novac koju emituje Trezor kao deo „Novac u opticaju”. Ova stavka umanjuje rezerve zato što se odnosi na gotovinu koja je u rukama nebankarske javnosti - znači gotovinu koja je izvan Federalnih rezervi, Trezora i banaka. Novac bilo koje vrste koja je u vlasništvu Trezora uključena je u iznose koji se odnose na „Gotovina u vlasništvu Trezora”.¹⁰

⁹ Možete naći ravnotežu rezervi u *Federal Reserve Bulletin* u tabeli pod nazivom „Rezerve depozitnih institucija i kredit Rezervne banke” (Reserves of Depository Institutions and Reserve Bank Credit).

¹⁰ Za više detalja o konsolidaciji bilansa stanja Fed-a sa novčanim računima Trezora, pogledajte Arthur W. Samansky, *Statfacts: Understanding Federal Reserve Statistical Reports* (Federal Reserve Bank of New York, 1981). Da biste zaista shvatili začkoljice računovodstva, moraćete da proučite *Supplement to Banking and Monetary Statistics*, Section 10 (Board of Governors of the Federal Reserve System, 1962), pp. 1-13.

Treba da pomenemo da kod jednačine rezervi banaka, kako su objavile Federalne rezerve, izraz *gotovina u opticaju* je definisan kao novčanice Federalnih rezervi i gotovina koju emituje Trezor a koje se nalaze izvan Feda i Trezora. Drugim rečima, gotovina u opticaju, kako je objavio Fed, uključuje gotovinu kod banaka, kao i kod nebankarske publike. Sa tačke gledišta rezervi banaka

TABELA 20.2 Jednačina rezervi banaka (sredina 2003. u milijardama dolara)

Faktori koji popunjavaju rezerve:

Kredit Federalnih rezervi:

Hartije od vrednosti države i agencija SAD	\$678,4
Kredit	0,1
Flotacija	-0,1
Razna aktiva Federalnih rezervi	39,0
Zalihe zlata (uključujući SPV)	13,2
Gotovina Trezora u opticaju	35,0
	765,6

Umanjeno za faktore koji umanjuju rezerve:

Gotovina u opticaju (tj. izvan Federalnih rezervi, Trezora i trezora banaka)	655,2
Novac u Trezoru	0,3
Depoziti Trezora, inostrani i ostali depoziti kod banaka Federalnih rezervi	17,5
Razna pasiva Federalnih rezervi i kapital	40,7
	713,7

Jednako rezervama banaka:

Depoziti banaka kod banaka Federalnih rezervi	8,9
Gotovina u trezorima banaka	43,0
	\$51,9

Izvor: Federal reserve Releases H. 4.1 i H. 3

ovo je nelogično, kao što Fed i priznaje, zato što se gotovina u opticaju smatra stavkom koja smanjuje rezerve u jednačini rezervi, ali zapravo gotovina kod banaka predstavlja deo njihovih rezervi. Objavljena verzija Feda ističe rezerve koje se drže u formi depozita kod Feda, kojima se dodaje gotovina u trezoru da bi se dobile ukupne rezerve. Naša verzija menja jednačinu rezervi, redefinišući **gotovinu u opticaju** kao jedinu gotovinu koja se nalazi izvan banaka. Razlozi zbog kojih Fed daje svoju formu prikazivanja su uglavnom istorijske prirode, kao što je objašnjeno na strani 7, ranije pomenutog teksta: *Supplement to the Banking and Monetary Statistics*.

Novosti

Federalne rezerve, rezerve banaka i strah od Y2K

Krajem 1999. godine, mediji su bili puni spekulacija o tome kako će kompjuteri podneti prelazak u novi milenijum. Ovo pitanje je mnoge zabrinulo zato što je jedan broj takozvanih stručnjaka predviđao da će doći do sloma kompjuterskih sistema sa posledicama koje će dovesti do nestanka električne energije ili čak potpunog kolapsa civilizacije. Srećom, poslovne i državne agencije su sprovele odgovarajuće pripreme tako da je novi milenijum započeo skoro bez ikakvih problema vezanih za kompjuterske sisteme.

Federalne rezerve su bile jedna od institucija koje su radile na sprečavanju ekonomskog zastoja u slučaju pojave problema vezanih za kompjuterske sisteme. Tokom 1999. godine, Fed je primetio veliko povećanje salda u bankama i gotovine kod građana. Ovaj porast držanja gotovine pripisivao se strahu da će debitne kartice, ATM aparati, pa čak i procedure za obračun čekova prestati da funkcionišu 1. januara 2000. godine. Što se tiče jednačine rezervi banaka, pitanja koje smo razmatrali u ovom poglavlju, pokazalo se da povećanje gotovine u rukama građana dovodi do smanjenja rezervi banke u odnosu jedan-za-jedan. Ova vrsta odliva gotovine uzrokuje kontrakciju novčane

mase, sa eventualnom pojavom recesije kao posledicom.

Da bi se pripremile za kraj godine, Federalne rezerve su obezbedile da banke imaju dovoljnu količinu gotovine u trezorima. Pošto se gotovina u trezoru smatra rezervama, rezerve banaka bi opale samo ako bi građani počeli sa povlačenjem gotovine, što je i počelo da se događa krajem 1999. godine. Da bi se suočio sa očekivanim odlivom gotovine, Fed je liberalizovao propise u vezi sa ugovorima o reotkupu (najomiljeniji način za operacije na defanzivnom otvorenom tržištu) i realizovao veliki broj ugovora o reotkupu da bi se dopunile rezerve.

Infuzija rezervi bila je dovoljno velika da odgovori potrebama, što se i dokazalo padom kamatnih stopa i na tržištu federalnih sredstava i na repo tržištu u periodu oko 30. decembra 1999. Kada je stigao januar 2000. godine i kada su kompjuteri nastavili da funkcionišu, tražnja za gotovinom je pala na uobičajene nivoe i Fed je povratio rezerve koje je uneo u ekonomiju. Fed je, na mnogo načina, bio dobro pripremljen za promenu datuma, zato što, čak i tokom uobičajenih promena godina, tražnja za gotovinom ima tendenciju rasta u novembru i decembru usled praznične sezone šopinga.

Prema tome, jednačina rezervi, prikazana na tabeli 20.2 je zaista samo formalni rezime izvora i korišćenja rezervi. Kao što smo pomenuli, na početku poglavlja, ostali faktori, pored odluka Federalnih rezervi, mogu da utiču na rezerve banaka. Federalne rezerve, zapravo, koriste jednačinu rezervi da bi imale uvid u ove sile. Pogledajmo kako se to radi.

Stavljanje svega u funkciju

U poglavlju 18, gde smo izvršili poređenje depozita po viđenju u odnosu na multiplikator ekspanzije depozita, pretpostavili smo da bi Fed mogao da kotro-

liše obim rezervi putem promišljenih operacija na otvorenom tržištu. Ali, kod ravnoteže rezervi vidimo da ovo nije tako jednostavno pitanje. Kretanja u flotaciji, zlatu, depozitima Trezora, valute u opticaju i ostalim stavkama navedenim u tabeli 20.2 treba da se predvide i prate. Tek tada Fed može očekivati da će se njegove operacije na otvorenom tržištu približiti cilju u pogledu rezervi banaka.

Na primer, ako rezerve rastu usled privremenog pada salda Trezora kod Feda, prodaja na otvorenom tržištu se može koristiti kao kompenzacija odnosnih posledica. Operacije na otvorenom tržištu ove vrste se nazivaju *defanzivnim*, zato što su usmerene na odbranu ciljnog nivoa rezervi od „spoljnih” uticaja. Sledeći primer bi bio porast kupovine državnih hartija od vrednosti od strane Feda u decembru radi kompenzacije sezonskog povećanja gotovine u rukama građana. Decembar za mnoge od nas predstavlja zadovoljstvo i radost, ali za stručnjake, iz oblasti ove čudne nauke, u trejding rumu Feda, ovaj mesec znači „naduivanje rezervi da bi se nadoknadio odliv gotovine”.

Kao što smo videli u prethodnom poglavlju, postoji posebna vrsta operacija na otvorenom tržištu koja se koristi kod defanzivne primene, a to je kupovina državnih hartija od vrednosti na osnovu ugovora o reotkupu. Po repo ugovoru, Fed kupuje hartije od vrednosti uz dogovor da će ih prodavac ponovo otkupiti određenog datuma u budućnosti (uglavnom u roku od sedam dana). Kao što tabela 20.1 prikazuje, \$26,0 milijardi državnih hartija od vrednosti je postojalo na osnovu ugovora o rekupovini sredinom 2003. godine. Obrnuti repo (\$21,0 milijardi) napravljen je da bi se nadoknadile rezerve u kratkom vremenskom intervalu; Fed prodaje državne hartije od vrednosti i saglasan je da će ih ponovo otkupiti određenog datuma u bliskoj budućnosti (što se takođe naziva **upareni kupoprodajni ugovor**).

Po svojoj prirodi, repo i obrnuti repo ugovori su *privremena* ubacivanja ili smanjivanja rezervi i mogu se definisati kao da su stalno u defanzivnoj kategoriji. Ali, to bi značilo upadanje u dobro poznatu zamku identifikacije specifičnih postupaka Federalni rezervi sa određenim ciljem. Nikada, nikada, nikada ne činite to. Kada jednom to učinite, Fed će osporiti i onda se postarati da greška bude vaša tako što će izaći u javnost i učiniti baš suprotno - koristiće repo i obrnute repo ugovore kontinuirano uvek da bi promenio rezerve tokom dužeg vremenskog perioda. Zapravo, u smislu obima transakcija, repo i obrnuti repo ugovori u velikoj meri prevazilaze direktnu kupovinu i prodaju.¹¹

Ovo nas dovodi do *dinamične* različitosti operacija na otvorenom tržištu. Dinamične operacije na otvorenom tržištu imaju za cilj bilo povećanje ili smanjenje ukupnog nivoa kreditne sposobnosti banaka putem promene nivoa njihovih rezervi. Čak i ovde, obim kupovine i prodaje mora da se gleda u svetlu kretanja svih drugih faktora iz Tabele 20.2 koji utiču na rezerve banaka. Na primer, ako je poželjno povećanje rezervi, a ravnoteža rezervi pokazuje da će svi drugi izvori rezervi biti u ekspanziji, kupovina na otvorenom tržištu može biti potpuno nepotrebna.

11 Tabela 20.1 prikazuje da obim hartija od vrednosti koje se imaju na osnovu ugovora o reotkupu u bilo kom datom trenutku može biti veoma mali, čak iako su broj i obim repo transakcija ogromni. Razlog što se ne pojavljuju sve transakcije u bilansu stanja Fed-a je u tome što repo ugovori ističu, a hartije od vrednosti se vraćaju svom prvobitnom vlasniku.

Fokusiranje na monetarnu bazu

Postoji značajna kontroverza u vezi sa pitanjem koje specifične varijable Fed treba da pokuša da kontroliše da bi regulisao novčanu masu. Kontrolna varijabla se često naziva *operativnim ciljem* zato što je to *neposredan* cilj operacija na otvorenom tržištu. Možemo prikazati kako da se izmeni tabela 20.2 da bi se fokusirala jedna popularna alternativa za rezerve banaka - **monetarna baza**.

Definicija monetarne baze je: ukupne rezerve plus valuta u posedu nebankarskih lica. Ravnoteža rezervi se može promeniti prilično lako da bi se fokusirala na monetarnu bazu; samo pomerite „Valutu u opticaju” na dno tabele 20.2 da bi se pridružila rezervama banaka. Tada, u smislu tabele 20.2, ono što ćemo imati, jeste sledeće (kredit Federalnih rezervi + zalihe zlata + valuta Trezora u opticaju) *umanjeno* za (novac Trezora + depoziti Trezora, inostrani i drugi depoziti kod banaka Federalnih rezervi + razna pasiva i kapital Federalnih rezervi) = monetarna baza (tj. rezerve banaka + valuta u opticaju).

Argumenti za i protiv alternativnih ciljeva pri pomaganju Fed-u da postigne svoje ciljeve se analiziraju u sledećem poglavlju.

REZIME

1. Osnovna poruka ovog poglavlja je da postizanje određenog cilja u pogledu rezervi banaka podrazumeva prilično mnogo rada, planiranja i koordinacije. Fed ne može samo da pretpostavi da će promene u njegovom vlasništvu nad državnim hartijama od vrednosti da se pretvore u kretanje rezervi. Fed mora da ispita sve izvore i korišćenja rezervi banaka.
2. Pokazali smo preko T-računa da sve stavke u bilansu stanja Federalnih rezervi, kao i neke operacije Trezora SAD, imaju potencijalni efekat na rezerve banaka. Uobičajeni rezime uticaja na rezerve banaka se daje putem jednačine rezervi banaka.
3. Najvažnija stavka koja obezbeđuje rezerve su hartije od vrednosti države i agencija SAD koje su u posedu Federalnih rezervi. Najobimnije alternativno korišćenje rezervi je gotovina u opticaju. Tako operacije na otvorenom tržištu i korišćenje valute građana predstavljaju ključne faktore u jednačini rezervi. Međutim, ovo ne znači da ostale stavke mogu da se zanemare. Kad god ovi drugi faktori fluktuiraju bez upozorenja, kao što se događa kod flotacije, može doći do značajnih komplikacija za Federalne rezerve.
4. Fed održava određeni ciljni nivo rezervi tako što vrši *defanzivne* operacije na otvorenom tržištu da bi se kompenzovala kretanja u ostalim stavkama kod jednačine rezervi banaka. *Dinamične* operacije na otvorenom tržištu se koriste za promenu ukupnog nivoa rezervi.

KLJUČNI TERMINI

Flotacija, str. 418	Kredit Federalnih rezervi, str. 419	Specijalna prava vučenja (SPV), str. 416
Gotovina u opticaju, str. 424	Monetarna baza, str. 427	Upareni prodajni - kupovni ugovor, str. 426
Jednačina rezervi banaka, str. 413	Monetizacija duga, str. 434	

PITANJA

- 19.1 Kada Trezor SAD kupuje zlato to ga ne košta ništa. Kako je to moguće?
- 19.2 Kada građani povuku valutu iz banaka, rezerve banaka opadaju. Da li je novčana masa neposredno i direktno ugrožena ovom transakcijom?
- 19.3 Šta znači flotacija Federalnih rezervi i kako do nje dolazi?
- 19.4 Koja je razlika između monetarne baze i rezervi banke?
- 19.5 Šta Fed obično mora da učini tokom decembra da bi održao monetarnu politiku nepromenjenom?
- 19.6 *Pitanje za diskusiju:* Objasnite zašto neko ko zna šta je jednačina rezervi banaka neće uvek platiti za informacije o tome da li Fed kupuje ili prodaje državne hartije od vrednosti čak i kada bi bilo legalno da se kupe takve informacije?

MEDIA
RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

PRILOG

Monetarni efekti
finansiranja Trezora

Kada država troši više nego što dobija od poreskih obveznika, ona ulazi u deficit. Najlakši način finansiranja deficita je štampanje novca za plaćanje obaveza. Ali ovakva opcija nije moguća za Trezor SAD. Kongres je, u svojoj bezgraničnoj mudrosti, preneo na sistem Federalnih rezervi, a ne na Trezor SAD, odgovornost štampanja novca i regulisanja novčane mase. Ono što Trezor *može* da uradi je prodaja obveznica i korišćenje odnosnih sredstava za izmirenje svojih obaveza. U procesu sprovođenja finansiranja duga i funkcije trošenja, Trezor komplikuje posao Fed-a u pogledu kontrole novčane mase. U ovom prilogu ćemo, generalno, proučiti alternativne procedure za finansiranje državnih troškova, a konkretno i deficita, i proučimo efekte ovih pojava na rezerve banaka i novčanu masu.

Korisno je izdvojiti pet načina kojima raspolaže Trezor SAD za finansiranje državne potrošnje: (1) naplata poreza; (2) uzimanje pozajmica od nebankarskih lica; (3) uzimanje pozajmica iz bankarskog sistema; (4) uzimanje pozajmica od Fed-a i (5) štampanje novca. Svaki od ovih načina ima donekle različite implikacije po rezerve banaka i novčanu masu.

1. *Oporezivanje.* Pretpostavimo da država odluči da potroši dodatnih \$100 miliona na opremu za kontrolu zagađenosti vode i reši da poveća novčanu masu time što će zaračunati porez svakome ko se tušira više od jednom nedeljno. Kada se naplati porez, sredstva se prvo deponuju na račune Trezora kod komercijalnih banaka širom zemlje koji se nazivaju „poreski i kreditni računi“ Trezora. Tako se depoziti po viđenju (DV) kod komercijalnih banaka prebacuju iz privatnog vlasništva u vlasništvo Trezora. Odnosni T-računi će izgledati ovako:

T-računi za oporezivanje

Trezor SAD		Banke federalnih rezervi		Komerijalne banke		Nebankarska lica	
A	P	A	P	A	P	A	P
DV kod komercijalnih banaka + \$100				DV građana - \$100		DV kod komerc. banke - \$100	Dospeli porezi - \$100
Dospeli porezi - 100				DV Trezora + 100			

Kao rezultat samo ovakvog koraka, novčana masa opada za \$100 miliona, pošto se državni depoziti ne računaju kao novčana masa.¹ Međutim, rezerve banaka još uvek nisu ugrožene.

Pre nego što Ministarstvo potroši novac, ono obično prenese sredstva iz komercijalnih banaka u banku Federalnih rezervi da bi moglo da vrši isplate sa centralnog računa. *Ovaj* korak prazni ukupne rezerve banaka za \$100 miliona, kao što prikazuju sledeći T-računi:

T-računi za prenošenje sredstava u Federalne rezerve

Trezor SAD		Banke federalnih rezervi		Komerijalne banke		Nebankarska lica	
A	P	A	P	A	P	A	P
DV kod komercijalnih banaka - \$100		Depoziti komercijalne banke - \$100		Dep. kod BFR - \$100		Depoziti Trezora - \$100	
DV kod BFR + 100		Depoziti Trezora + 100					

Pošto je podigla iznos od \$100 miliona i prenela ga od komercijalnih banaka na svoj račun kod Federalnih rezervi država sada troši taj novac. Kada se naprave troškovi, Trezor piše čekove na teret svog računa depozita po viđenju kod Fed-a da bi platio svojim dobavljačima. Dobavljači deponuju čekove kod komercijalnih banaka a banke šalju čekove Fedu za naplatu. Rezultat ovakve transakcije je da novčana masa i rezerve banke ponovo rastu za \$100 miliona:

¹ Novčana masa se definiše kao valuta i depoziti po viđenju u vlasništvu nebankarskih lica, zato što je ona predviđena da bude mera likvidnosti *privatnog* sektora.

T-računi za državnu potrošnju

Trezor SAD		Banke federalnih rezervi		Komerijalne banke		Nebankarska lica	
A	P	A	P	A	P	A	L
DV kod BFR - \$100				Depoziti komercijalne banke + \$100	DV kod BFR + \$100	DV kod komerc. banke + \$100	
Roba i usluge + 100				Depoziti Trezora - 100		Roba i usluge - 100	

Kombinovanjem svih efekata sticanja sredstava putem oporezivanja i trošenja novca, vidimo da, posle svega rečenog i učinjenog, ni novčana masa ni rezerve banaka nisu promenjeni. Novčana masa opada kada se porezi naplaćuju, ali se povećava za isti iznos kada država troši ta sredstva. Slično tome, rezerve banaka prvo opadaju kada Trezor prenese sredstva na svoj račun kod Fed-a, ali se posle toga rezerve nadoknađuju kada Trezor troši taj novac.²

2. *Uzimanje pozajmice od nebankarskih lica.* Pretpostavimo da oni koji se tuši-

Trezor SAD		Banke federalnih rezervi		Komerijalne banke		Nebankarska lica	
A	P	A	P	A	P	A	P
DV kod komercijalne banke + \$100		Neizmireni dug + \$100				DV građana. - \$100	DV kod komerc. banke - \$100
						DV Trezora + 100	Državne obvez. + 100

Kao i kod oporezivanja, ova transakcija smanjuje novčanu masu, na taj način što je prenosi iz džepova građana na račune Trezora. Kada Trezor prenese sredstva Fed-u, rezerve banaka se takođe smanjuju, ali čim država potroši sredstva, novčana masa i rezerve banaka se ponovo vraćaju na nivo na kojem su prvobitno bile (već smo videli T-račune za obe ove transakcije). Neto rezultat državnog finansiranja svog deficita putem uzimanja pozajmice od nebankarskih lica:

² Dok je krajnji rezultat državnog oporezivanja i potrošnje u tome što novčana masa i rezerve banaka ostaju nepromenjeni, *vremenski period* za prenos sredstava sa poreskih i zajmovnih računa kod komercijalnih banaka u Fed, kao i prateći troškovi, stvaraju probleme Federalnim rezervama u menadžmentu rezervama, kao što smo videli u ovom poglavlju.

Baš kao i u slučaju oporezivanja, posle svega što je rečeno i učinjeno, ni novčana masa ni rezerve banaka se ne menjaju (iako ovoga puta građani imaju više državnih obveznica nego ranije).

3. *Uzimanje pozajmice iz bankarskog sistema.* Trezor ne mora da prodaje svoje hartije od vrednosti građanima. Komercijalne banke mogu da ih kupe. Konačan neto efekat će zavisići od toga da li komercijalne banke (a) imaju potpuni nedostatak kreditnih sredstava (nulti višak rezervi) ili (b) imaju višak rezervi. Da bismo videli razloge ove pojave, proučimo svaku od ovih mogućnosti.

a. Ukoliko bankarski sistem ima potpuni nedostatak kreditnih sredstava, neće biti u mogućnosti da kupi državne obveznice, sem ukoliko ne poseduje neku drugu aktivu. Ovo se događa zato što bi kupovina državnih hartija od vrednosti dovela do povećanja depozita po viđenju Trezora kod komercijalnih banaka koji predstavljaju osnovu za držanje obaveznih rezervi. Da bi se ostvario potreban nivo rezervi, privatni depoziti se moraju smanjiti za odgovarajući iznos. Prodajom \$100 miliona drugih investicija građanima, banke mogu da kupe državne obveznice od Trezora u iznosu od \$100 miliona. Odnosni T-računi su sledeći, uz likvidaciju ostalih investicija banaka iznad podvučene linije i naknadnu kupovinu državnih hartija od vrednosti ispod podvučene linije:

T-računi za uzimanje pozajmice iz sistema komercijalnog bankarstva (nulti višak rezervi)

Trezor SAD		Banke federalnih rezervi		Komercijalne banke		Nebankarska lica	
A	P	A	P	A	P	A	P
				Ostale HoV – \$100	DD of public – \$100	DV kod komerci. banaka – \$100	
						Ostale HOV + 100	
DV kod komerc.. banaka + \$100	Neizmireni dug + \$100			Drža. obvez. + \$100	DV Trezora + \$100		

Ustvari, banke su prodale neke od svojih ostalih hartija od vrednosti i zamenile ih novim državnim obveznicama. Ove transakcije, same po sebi, smanjuju novčanu masu, zato što građani imaju manje depozita. (Iako je Trezor ostvario depozite, depoziti Trezora se ne računaju kao deo novčane mase, kao što smo ranije napomenuli.) Ali, kao u našem prethodnom slučaju, Trezor prenosi svoja

sredstva na svoj račun kod Fed-a i onda ih troši. Kada se sredstva potroše, novac u rukama građana se vraća na svoj prethodni nivo. Ponovo nema promena ni u ukupnim rezervama banke, ni u novčanoj masi.

b. S druge strane, ako banke za početak imaju višak rezervi, onda neće morati da raspolazu ostalim hartijama od vrednosti ili da otkazuju zajmove da bi napravile mesta za novu kupovinu hartija od vrednosti Trezora. Tako, deo T-računa iznad podvučene linije neće biti neophodan. Banke kupuju obveznice Trezora i otvaraju novi depozit za Trezor; Trezor prenosi svoj saldo Fed-u i onda troši novac. Kada Trezor troši, pojedinci dobijaju nove depozite po viđenju (za koje daju robu i usluge). Pod ovim okolnostima, finansiranje deficita putem uzimanja pozajmice od banaka *povećava novčanu masu* za iznos deficita (iako ne menja ukupne rezerve banaka).³

4. *Uzimanje pozajmice od Federalnih rezervi.* Trezor može da uzima pozajmice direktno od Federalnih rezervi:

T-računi za uzimanje pozajmice od Federalnih rezervi

Trezor SAD		Banke federalnih rezervi		Komercijalne banke		Nebankarska lica	
A	P	A	P	A	P	A	P
DV kod BFR + \$100		Neizmireni dug + \$100		Državne obveznice + \$100	Depozit Trezora + \$100		

U ovom slučaju, Trezor ne mora da prenosi sredstva kod Federalnih rezervi pre nego što će ih potrošiti; sredstva se već nalaze tamo. Ovaj metod uzimanja pozajmice ne smanjuje ni novčanu masu ni rezerve banke. Država samo prodaje neke obveznice Fed-u, za njih dobija tekući račun i već posluje.⁴ Bezbolno. Prema tome, kada Trezor *troši* sredstva, građani imaju više depozita po viđenju, a banke više rezervi, kao što pokazuju naši T-računi za državne troškove (koje smo ranije videli). Ovaj način finansiranja deficita ima iste efekte kao i štampanje novca. On *povećava* i novčanu masu i rezerve banke.

3 Napominjemo da bi, pošto banke imaju višak rezervi, novčana masa mogla da se uveća bez finansiranja Trezora. Jedina uloga koju ovde ima deficit je da se podstaknu banke da odobravaju kredite u celom iznosu svog viška rezervi.

4 U običnim okolnostima, Trezor ne prodaje hartije od vrednosti direktno Federalnim rezervama. Umesto toga, novoemitovane obveznice se iznose na tržište putem aukcija koje održavaju banke Federalnih rezervi. Fed istupa kao fiskalni agent Trezora, raspodeljujući emisije krajnjim kupcima, kao što smo videli u Poglavlju 8. Dileri hartijama od vrednosti kupuju novoemitovane obligacije Trezora kao svoju zalihu, da bi ih distribuirali svojim klijentima. Naš primer u tekstu bi bio primenjen ako bi Federalne rezerve ponovo kupile ove novoemitovane hartije od vrednosti od dilera.

5. *Štampanje novca*. Umesto da uzima pozajmice od Federalnih rezervi, Trezor može (ako to Kongres dozvoli) da učini isti efekat putem štampanja valute, deponovanjem te valute kod Fed-a i onda trošenjem sa svog računa kod Feda. T-računi za štampanje novca su skoro isti kao i oni za uzimanje pozajmica od Fed-a; jedina razlika je u tome što bi Trezor dao Fedu novac koji ne vuče kamatu, umesto obveznica koje vuku kamatu. Ali, to je beznačajna razlika, pošto na kraju godine, Federalne rezerve prenose veći deo svog prihoda od kamate Trezoru:

T-računi za štampanje novca

Trezor SAD		Banke federalnih rezervi		Komerčiljne banke		Nebankarska lica	
A	P	A	P	A	P	A	P
DV kod BFR + \$100	Gotovina u opticaju + \$100	Novac Trezora + \$100	Depozit Trezora + \$100				

Zato u krajnjoj instanci, Federalne rezerve, a ne Trezor, odlučuju da li će se finansiranje deficita izvršiti štampanjem novca ili ne. Ako Fed kupuje hartije od vrednosti, stvara se svež novac; ako Fed to ne čini i građani kupuju hartije od vrednosti, ne stvara se dodatna gotovina.

Očigledno je da deficit mora da se finansira na neki način. Međutim, upravo smo videli da je prioritet Federalnih rezervi u tome što odlučuje koliki će iznos biti u obliku svežeg novca, a koliki iznos mora da se ostvari od krajnje prodaje obveznica građanima. Fed može na lakši način da preuzme zadatak Trezora u vezi sa finansiranjem, i to putem **monetizacije duga**; to znači kupovinom nekih od novoemitovanih hartija od vrednosti. Ali pretvaranje novog duga u svež novac nije uvek u interesu građana. Dugoročno, svi se slažu da stvaranje viška novca dovodi do inflacije (pogledajte Poglavlje 2). Razlog zbog kojeg je Kongres osnovao Federalne rezerve je bio u tome da se štamparija novca drži što dalje od Trezora; da učini da deficitarni troškovi budu veći time što će Trezor biti prisiljen da plati kamatu za svoj dug. Na ovaj način, inflatorne posledice deficita bi bile umanjene.

Kada Federalne rezerve monetizuju dug kupovinom hartija od vrednosti Trezora, one dopuštaju Trezoru da dođe do štamparije novca na zadnja vrata: A to je upravo ono što Kongres ne želi (ili bar tako kaže). Zato često postoje zategnuti odnosi između Trezora i Federalnih rezervi zbog kojih ponekad ispaštaju građani. Prema tome, držite oči i uši otvorenim da bi ste znali ako se pojave neka najnovija koškanja između sekretara Trezora i predsedavajućeg Federalnih rezervi.

POGLAVLJE 21

Strategija monetarne politike



U poglavlju 19 govorili smo o značaju svakodnevnog kontakta između menadžera Računa sistema otvorenog tržišta Feda u Federal Reserve Bank of New York, člana Borda guvernera u Washingtonu DC i predsednika jedne od ostalih banaka Federalnih rezervi koja se trenutno nalazi u Federalnom komitetu otvorenog tržišta (Federal Open Market Committee - FOMC). Nikada nismo slušali ono o čemu se govori tokom jednog od takvih poziva, ali možemo, sa velikom verovatnoćom, pretpostaviti kako teče konverzacija, kao što sportski komentatori mogu da pretpostave o čemu se govori na svim važnim dogovorima između kvaterbeka i trenera u završnim minutima igre ili, što je još važnije, tokom dogovora između bacača i hvatača sa ranerima. Dogovor verovatno teče ovako:

Operator: Kansas City i Washington su na liniji, New York. Molimo uplatite \$3,35.

New York: Hoćete da kažete da je na nas red da platimo? Sačekajte trenutak, izgleda da nemamo dovoljno sitnog novca.

Washington: Na telefonu je predsedavajući Greenspan.

New York: Izvinite, ovde nemamo nikoga sa tim imenom.

Washington: Ne, izgleda da ne razumeš. Ja sam predsedavajući Alan Greenspan i želim da...

New York: Zdravo, Alan. Izvini za zbrku, ali upravo smo zaposlili nekoliko doktora nauka da odgovaraju na telefonske pozive, a oni još nisu baš obučeni za taj posao. U svakom slučaju, imamo ovde problem. Rezerve se povećavaju ali se povećava i stopa federalnih sredstava.

Washington: Znam da postoji taj problem, ali naši misle da tražnja za rezervama treba da se smanji, pa će ubrzo i stopa sredstava da padne.

Kansas City: Halo? Halo? Kada mi počinjemo?

Kao što smo rekli, nikada nismo prisluškivali razgovore, ali implikacija da Federalne rezerve možda nisu u mogućnosti da dobiju tačno ono što žele sadrži element istine. U prethodnim poglavljima smo opisali ko rukovodi Federalnim rezervama, govorili smo o alatima na raspolaganju Fedu i o načinu na koji postupci Federalnih rezervi utiču na rezerve banaka i novčanu masu. Sada je trenutak da sve to objedinimo da bismo videli koliko su Federalne rezerve uspešne u ispunjavanju svojih obaveza. Prvo ćemo detaljnije prostudirati formulaciju politike kroz ono što je poznato kao direktiva Federalnog komiteta otvorenog tržišta. Drugo, razmotrićemo razloge za određeni tok plana koji se poštuje. Potom ćemo analizirati povezanost između operativnih ciljeva Fed-a i njegovih krajnjih ekonomskih ciljeva. Na kraju bi trebalo da imamo prilično dobru predstavu o tome zašto Fed ponekad ima problema u ostvarivanju svojih ciljeva.

Direktiva FOMC-a

FOMC se sastaje u Washington-u jednom u pet ili šest nedelja. Na početku svakog sastanka, članovi FOMC-a, u kome su ekonomisti iz Borda guvernera i oblasnih banaka Federalnih rezervi, podnose pregled najnovijih ekonomskih i finansijskih događanja - šta se dešava sa cenama, nezaposlenošću, platnim bilansom, kamatnim stopama, novčanom masom, bankarskim kreditima itd. Takođe se daju i projekcije za mesece koji predstoje. Sastanak se potom nastavlja diskusijom između članova komiteta; svako izražava svoje mišljenje o tekućoj ekonomskoj i finansijskoj situaciji i predlaže odgovarajuću monetarnu politiku.

Direktiva FOMC-a, koja se sastoji od odluke komiteta o pravcu monetarne politike do sledećeg sastanka, stavlja se na glasanje na kraju svakog sastanka, a neslaganja se evidentiraju za potomstvo. Ako se ekonomski uslovi odvijaju kao što se očekivalo prethodnog meseca, a tekući stav o monetarnoj politici je još uvek odgovarajući, prethodna direktiva može ostati nepromenjena. Ukoliko su se uslovi promenili, direktiva se modifikuje shodno tome.

Poslednjih godina, direktiva FOMC-a obično sadrži jedan jedini paragraf koji počinje opštim kvalitativnim stavom o tekućim ciljevima monetarne politike. Na sastanku održanom 6. maja 2003. godine, ova direktiva je uključila sledeću rečenicu:

Federalni komitet otvorenog tržišta nastoji da ostvari monetarne i finansijske uslove koji će osigurati stabilnost cena i unapređivati održiv rast outputa.

Poslednji nalog u direktivi FOMC sadrži specifikaciju neposrednog recepta za realizaciju ovih dugoročnih ciljeva. Na tom sastanku u maju 2003. godine, neposredni ciljevi su opisani na sledeći način:

Da bi ostvario svoje dugoročne ciljeve, Komitet će u neposrednoj budućnosti nastojati da ostvari uslove na tržištima rezervi koji će odgovarati održavanju stope federalnih sredstava na prosečnom nivou od oko 1¼ procenta.

Ono što je važno istaći jeste da neposredan recept nije izražen u smislu rasta novčane mase. Umesto toga, u iskazivanju svojih takozvanih **operativnih ciljeva**, Komitet govori o uslovima na tržištima rezervi. Ali, ono što je još važnije, da bi se postigli željeni uslovi na tržištima rezervi, Komitet izričito naglašava svoj operativni cilj u smislu kamatne stope preko noći na rezerve koje banke međusobno plasiraju, koja je poznata kao stopa federalnih sredstava. Prema tome, u praksi, Fed utiče na kamatne stope.

Posle svakog sastanka, FOMC objavljuje saopštenje koje rezimira direktivu i daje indikacije stava Fed-a o budućim rizicima takve politike. Kompletan zapisnik sa sastanka se ne objavljuje u javnosti sve do završetka sledećeg sastanka, tako da je saopštenje veoma važan alat za uticaj na očekivanja i ponašanje. U tom saopštenju, Fed uglavnom navodi da li se rizici politike većinom odmeravaju prema inflatornim pritiscima, prema ekonomskim slabostima ili se podjednako raspodeljuju između te dve pojave. Na primer, u prvoj polovini 2003. godine, Fed je takođe istakao svoju zabrinutost u vezi eventualnog „pada inflacije na neodgovarajući nivo“. Fed ima veliki problem kako da objavi informacije u javnosti a da se saopštenja ne shvate pogrešno.

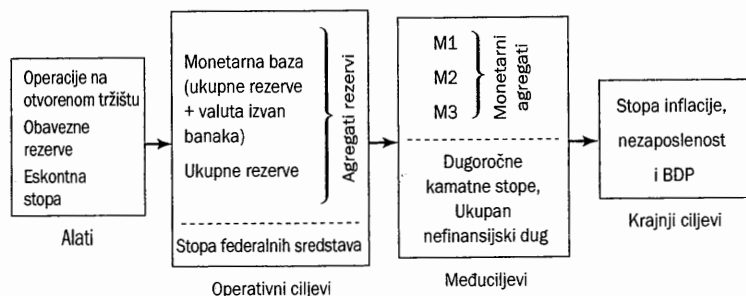
U sledećem odeljku ćemo prikazati kako Fed dolazi do koncepta plana monetarne politike. Potom ćemo razmatrati seriju potpitanja u vezi sa detaljnom primenom odnosno plana koja, između ostalog, pokazuje da Fed ne može i jedno i drugo: On mora da izabere da targetuje rezerve ili kamatne stope. Za sada, izgleda da su kamatne stope u prednosti.

Strategija Fed-a

Slika 21.1 daje prikaz nekih od izbora koje Fed mora da učini kada odlučuje o svojoj strategiji. Prvo, Fed mora da odluči koje će krajnje ciljeve istaći. Do 2000. godine, Kongres je davao uputstva, zato što je Humphrey - Hawkins zakon iz 1978. godine određivao da Fed ostvaruje tri cilja: maksimalna zaposlenost, stabilnost cena i umerene dugoročne kamatne stope. Fed je tumačio maksimalnu zaposlenost kao punu zaposlenost, što znači da ekonomija funkcioniše saglasno svom potencijalu. Tokom većeg dela Humphrey - Hawkins perioda, Fed je pokušao da ostvari ova tri cilja na taj način što je težio stabilnosti cena i održivom rastu, pošto su kamatne stope niske kada je očekivana inflacija blizu nule.

Postoji neka vrsta kontroverznosti kada se radi o dvostrukim ciljevima Fed-a zato što su mnoge druge centralne banke, kao što su European Central Bank i

Bank of Canada targetovale samo inflaciju. Ove zemlje smatraju da je jedina odgovornost centralne banke da sačuva kupovnu moć valute. Mada nekoliko zemalja imaju eksplicitne numeričke ciljeve za stopu inflacije, ovo je tema koju je Fed uvek izbegavao. Fed smatra da je stabilnost cena postignuta kada niko ne mora da brine o opštem nivou cena pri donošenju ekonomskih odluka. Dok neki tvrde da nedostatak eksplicitnih ciljeva umanjuje odgovornost Fed-a, drugi su spremni da daju Fed-u visok stepen diskrecionog prava i onda procenjuju njegovu uspešnost na osnovu opšteg nivoa ekonomskog prosperiteta.



SLIKA 21.1 Plan Fed-a

U prošlosti, Fed je koristio međuciljeve, kao što su monetarni agregati, zato što su oni mnogo češće na raspolaganju nego realni BDP (mesečni u odnosu na kvartalni) i manje kasne od stope inflacije ili stope nezaposlenosti. Od 1978. godine do sredine 2000. godine, Humphrey - Hawkins zakon je zahtevao da Fed postavi godišnje ciljeve za rast novčane mase, a potom informiše Kongres o svom uspehu u ostvarivanju ovih ciljeva. Na žalost, upotrebljivost monetarnih agregata je umanjena poslednjih godina, a krivac za ovu pojavu je prvi put pomenut u poglavlju 2; a to je veličina novca. U svom polugodišnjem izveštaju Kongresu iz februara 2000. godine, Fed navodi sledeće:

Usled stalne neizvesnosti u pogledu kretanja brzine M2 i M3, Komitet i dalje nije uveren da će rast novčane mase, u okviru bilo kog raspona odabranog za tu godinu, uticati na očekivanu ili željenu ekonomsku performansu.

U svetlu pesimizma Feda u vezi sa upotrebljivošću monetarnih agregata, nije iznenađujuće što je ubrzo posle Humphrey - Hawkins zakona, koji je pre-stao da važi 2000. godine, u Fedu su izjavili da više neće postavljati ciljeve u pogledu monetarnih agregata. Da bismo razumeli zašto je Fed odlučio da naglasak stavi na stopu federalnih sredstava a ne na ciljeve u pogledu rezervi, potrebna je analiza tržišta za rezerve što se daje u sledećem odeljku.

Rezerve u odnosu na stopu federalnih sredstava

Federalne rezerve su imale problem kod odlučivanja koje operativne ciljeve da istaknu:

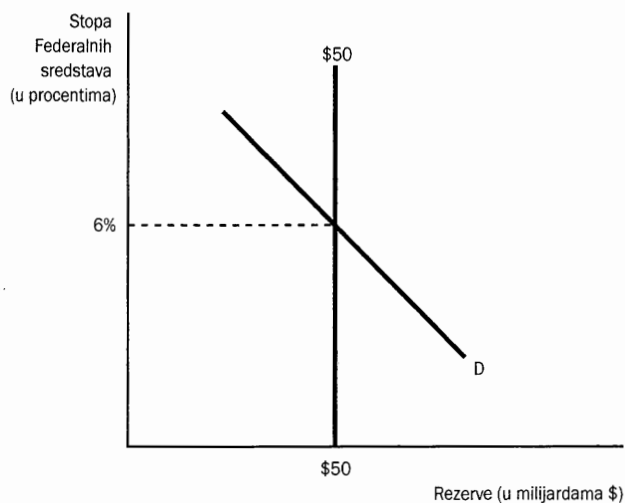
1. Pre oktobra 1979. godine, Fed je favorizovao stopu federalnih sredstava kao svoj glavni operativni cilj.
2. Međutim, 1970-te godine su bile obeležene dvocifrenom inflacijom. U pokušaju da ostvari bolju kontrolu nad novčanom masom i da se na taj način obuzda inflacija, u oktobru 1979. godine, Fed je svoj glavni operativni cilj preusmerio sa stope federalnih sredstava na agregate rezervi. Agregati rezervi su bili glavni operativni cilj od oktobra 1979. do sredine 1982. godine.
3. Do sredine 1982. godine, dvocifrenu inflaciju je zamenila dvocifrena nezaposlenost kao glavni ekonomski problem u zemlji. Fed je reagovao pokušajem da snizi kamatne stope u nastojanju da stimuliše više zaduživanja i potrošnje. Zato je ponovo počeo da obraća pažnju na stopu federalnih sredstava kao svoj operativni cilj. Od sredine 2000. godine, stopa federalnih sredstava je postala jedini operativni cilj.

Iako, na prvi pogled, može izgledati da su rezerve i stopa federalnih sredstava samo dve strane iste medalje, često postoji nepomirljiv konflikt koji sprečava Fed da istovremeno postigne određene ciljeve u pogledu rezervi i u pogledu stope federalnih sredstava. Da bismo razumeli zašto je to ovako pogledajmo kako funkcioniše tržište federalnih sredstava.

Federalna sredstva su odmah raspoloživa sredstva koja se odobravaju obično kao kredit preko noći između banaka. Prema tome, u najjednostavnijem slučaju, ako Banc One (Columbus, Ohio), ima potrebu za sredstvima, a Fifth Third (Cincinnati) ima višak sredstava, tada Fifth Third može odmah „prodati“ sredstva Banc One za promptnu isporuku. Razmena sredstava se ostvaruje transferom rezervi u knjigama sistema Federalnih rezervi danas, da bi bile vraćene sutra, sem ukoliko se izvrši druga transakcija. Kamatna stopa koja se zaračunava na ovakve transakcije preko noći se naziva stopa federalnih rezervi. Alternativno, transfer rezervi preko noći se može obaviti prodajom državnih hartija od vrednosti i ugovorom da se ponovo otkupe (po višoj ceni, da bi odrazile kamatnu stopu) sledećeg dana. Kao što je objašnjeno u Poglavlju 8, ovo takozvano „repo“ tržište blisko je povezano sa tržištem federalnih sredstava, pošto su oba tržišta izvori sredstava preko noći. U preostalom delu naše diskusije, korišćićemo stopu federalnih sredstava za predstavljanje svih izvora sredstava preko noći.

Pošto je tržište federalnih sredstava odmah dostupan izvor rezervi pojedinačnim bankama, stopa federalnih sredstava direktno odražava pritisak Federalnih rezervi na rezerve banaka. Najbolji način da se ovo predstavi je putem jednostavnog modela ponude i tražnje za rezervama banaka. Slika 21.2 prika-

zuje rezerve na horizontalnoj osi a stopu federalnih sredstava na vertikalnoj osi. Ponuda rezervi je opisana vertikalnom linijom na \$50 milijardi na slici 21.2, odražavajući Fedovu kontrolu nad rezervama preko jednačine rezervi banaka iz poglavlja 20. Tražnja za rezervama, obeležena kao *D* na slici 21.2, je negativno povezana sa stopom federalnih sredstava iz dva razloga. Prvo, banke drže obavezne rezerve naspram tekućih računa, a tražnja za tekućim računima, naročito od poslovnih kompanija, smanjuje se sa porastom kamatne stope za sredstva preko noći. Pošto poslovne kompanije ekonomišu sa svojim saldima na tekućem računu da bi iskoristile više stope za sredstva preko noći, banke su sa svoje strane u mogućnosti da traže manje rezervi sa povećanjem stope federalnih sredstava. Sledeći razlog što tražnja za rezervama pada sa porastom stope za sredstva preko noći je u tome što banke svode svoj višak rezervi na prost minimum (pogledajte prilog poglavlju 18), kada se oportunitetni troškovi, stopa federalnih sredstava, povećavaju.

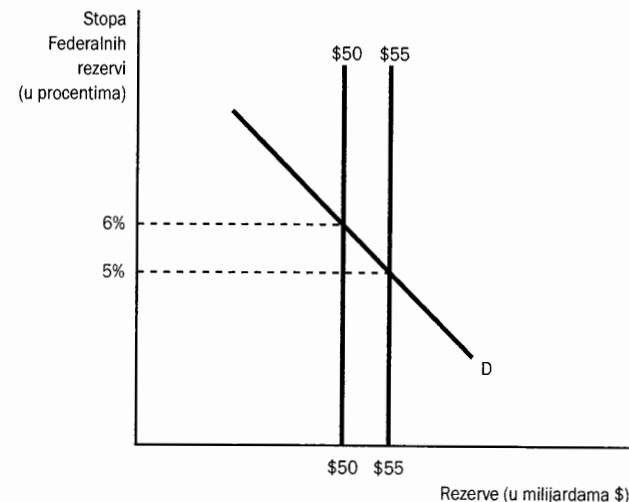


SLIKA 21.2 Ponuda i tražnja za rezervama stvara ravnotežnu stopu federalnih sredstava

Slika 21.2 prikazuje da je ravnotežna stopa federalnih sredstava 6 procenata, a to je tačka preseka linija koje označavaju ponudu i tražnju. Da je stopa niža od 6 procenata tražnja za rezervama bi bila veća od ponude koju Fed može da obezbedi, banke bi pokušavale da uzmu rezerve kao pozajmicu na tržištu federalnih sredstava (kao gore pomenuta Banc One) i to bi dovelo do povećanja stope federalnih sredstava. Da je stopa veća od 6 procenata, ponuda rezervi Fed-a bi bila veća od tražnje, banke bi pokušavale da odobre rezerve kao pozajmicu na trži-

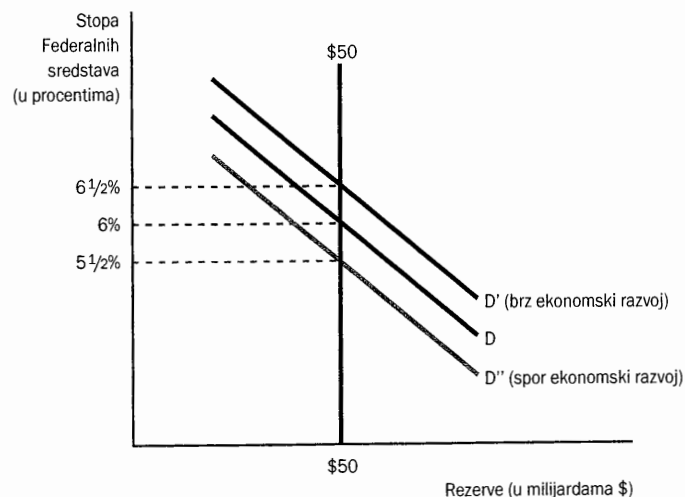
štu federalnih sredstava a to bi dovelo do pada stope federalnih sredstava. Samo bi na preseku linija koje označavaju ponudu i tražnju rezervi postojala ravnoteža između zajmoprimaca i zajmodavaca na tržištu federalnih sredstava, bez povećanja pritiska u smeru povećanja ili smanjenja stope sredstava.

Na prvi pogled, naš jednostavan model ukazuje na to da targetovanje stope federalnih sredstava ili određenog nivoa rezervi banke dovode do potpuno istog rezultata. Na primer, slika 21.3 pokazuje da ako FOMC odluči da poveća ponudu rezervi sa \$50 na \$55 milijardi, ovo podrazumeva da će stopa rezervi pasti sa 6 procenata na 5 procenata. Alternativno, FOMC može da odredi da stopa federalnih sredstava treba da padne sa 6 procenata na 5 procenata, što znači da ponuda rezervi mora da se poveća sa \$50 milijardi na \$55 milijardi. Pošto su nivo rezervi i stope federalnih sredstava u jedinstvenoj vezi na slici 21.2 i 21.3, izgleda da nema značaja na šta će se od njih FOMC fokusirati.

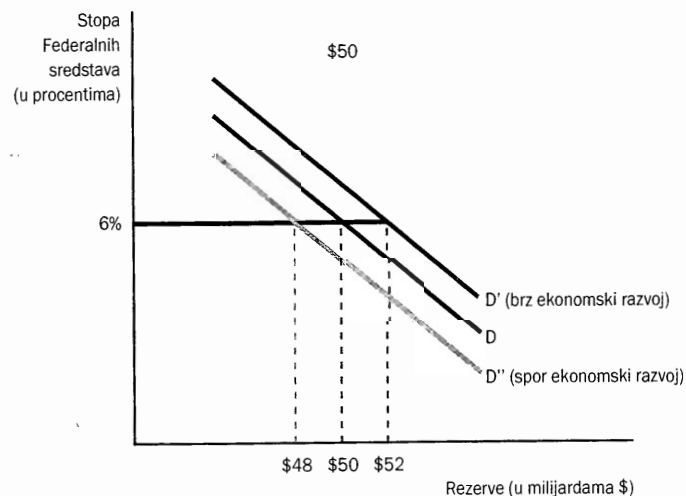


SLIKA 21.3 Povećana ponuda rezervi snižava stopu federalnih sredstava; niža stopa federalnih sredstava zahteva povećanje ponude rezervi.

Stvarnost je mnogo komplikovanija nego što slike 21.2 i 21.3 prikazuju. U najboljem slučaju, linija koja označava rezerve fluktuiira u zavisnosti od ekonomske aktivnosti. Po svakoj stopi federalnih sredstava, tražnja za rezervama će biti veća ako ekonomska aktivnost zahteva veća salda na tekućim računima, a tražnja za rezervama će biti manja ako ekonomska aktivnost zahteva manja salda na tekućim računima. Slika 21.4 ilustruje ovde rečeno sa tri linije tražnje koje su obeležene sa *D*, *D'* i *D''*, gde *D'* predstavlja tražnju za rezervama kod



(a)



(b)

SLIKA 21.4 Kontrola rezervi podrazumeva (deo (a)) volatilnost stope federalnih sredstava, dok kontrola stope federalnih sredstava (deo (b)) podrazumeva volatilnost rezervi.

veće ekonomske aktivnosti, D'' kod slabije ekonomske aktivnosti, dok linija tražnje D predstavlja prosek ekonomske aktivnosti. Sada FOMC ima problem. Ukoliko ima za cilj rezerve od \$50 milijardi (pogledajte deo (a) na slici 21.4), on će morati da prihvati stopu federalnih sredstava koja fluktuiira između $5\frac{1}{2}$ procenata i $6\frac{1}{5}$ procenata, u zavisnosti od ekonomskog kretanja. Određivanje da stopa federalnih sredstava mora da bude 6 procenata (pogledajte deo (b) na slici 21.4) znači da FOMC mora da dozvoli da rezerve porastu na \$52 milijarde ako je tražnja za rezervama D' i mora da dozvoli da rezerve padnu na \$48 milijardi ako je tražnja za rezervama D'' . Drugim rečima, ciljne rezerve znače da FOMC mora da toleriše fluktuacije stope federalnih sredstava zato što zapravo ne zna tačno kretanje ekonomskih aktivnosti. Slično tome, ciljna stopa federalnih sredstava znači da FOMC mora da prihvati varijabilnost nivoa rezervi banaka.

U realnosti, tražnja za rezervama fluktuiira iz mnogo razloga, a to znači da Fed mora da odabere ciljeve za rezerve ili za stopu federalnih sredstava. Kako će se Fed odlučiti? William Poole, sadašnji predsednik St. Louis Fed-a, pre mnogo godina je tvrdio da je optimalna politika ona koja dovodi do manje varijabilnosti u realnom bruto domaćem proizvodu.¹ Od tada su ekonomisti prihvatili Pooleov okvir i sada se fokusiraju na pronalaženje koja vrsta ciljeva će bolje delovati na stabilizaciju ekonomije.

Rezerve kao cilj bi bile najbolji izbor pod određenim uslovima. Prvo, mora da postoji bliska i predvidiva veza između rezervi banaka i ukupne potrošnje.

Drugi uslov je što je potrošnja privatnog sektora podložna destabilizujućim varijacijama, usled, možda, talasa optimizma i pesimizma. U takvoj situaciji rezerve kao cilj bi zapravo učinile ekonomiju mnogo stabilnijom, bez obzira na fluktuiranje kamatnih stopa. To je zato što bi povećanje potrošnje, na primer, povećalo tražnju za rezervama. Sa fiksnom ponudom rezervi, stopa federalnih sredstava se povećava i ovaj rast kamatnih stopa kompenzuje povećanje potrošnje. Slično, kamatne stope će pasti ukoliko potrošnja padne. To znači da bi politika koja se zasniva na rezervama kao odabranim ciljem, dozvolila Fed-u da se „osloni na postojeću situaciju” i drži ekonomiju u punoj zaposlenosti.

Zašto Fed ne specificira svoje ciljeve u pogledu rezervi? Glavni razlog je što prvi od dva uslova gore navedena jednostavno, u realnosti, nije održiv. Da bi se ostvarila bliska veza između rezervi i potrošnje, potrebno je da postoji stabilna veza između rezervi i novčane mase kao i između novčane mase i ukupne potrošnje. Već smo videli u gornjem tekstu da nestabilan velicetet znači da veza između novca i potrošnje više nije pouzdana. Poglavlje 18 nam je prikazalo da su rezerve i novčana masa povezani preko multiplikatora depozita, ali smo takođe videli da multiplikator depozita zavisi od faktora kao što je koeficijent gotovine u odnosu na depozite po viđenju koji imaju tendenciju da, u velikoj meri, vremenom variraju.

Ukoliko je veza između rezervi i potrošnje slaba, onda ćemo se susretati sa mnogim varijacijama tražnje za rezervama koja nije vezana za promene u troše-

¹ Pogledajte William Poole, „Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model” *Quarterly Journal of Economics*, May 1970.

nju. U ovom slučaju, rezultirajuće promene kamatnih stopa neće dopustiti Fedu da stabilizuje ekonomiju. U stvari, ove fluktuacije kamatnih stopa mogu da učine ekonomiju manje stabilnom. Fed je zaključio da je, u tekućim okolnostima, bolje imati kao cilj stopu federalnih sredstava, mada, ukoliko se okolnosti promene, ova odluka može i da se revidira. Rezerve, monetarni agregati ili kreditne mere, ponovo bi mogli da postanu korisni ciljevi i zato Fed još uvek prikuplja i analizira podatke o svim ovim potencijalnim ciljevima.

Da li Fed zaista može da kontroliše rezerve?

Prethodno razmatranje ostavlja utisak da Fed ima potpunu kontrolu nad ponudom rezervi. Zapravo, bankarski sistem kao celina ima neku sposobnost da utiče na ponudu rezervi preko uzimanja pozajmica od Fed-a na eskontnom šalteru. U vreme sistema eskontnog šaltera, pre 2003. godine, Fed je imao kontrolu nad mogućnosti banaka da uzimaju pozajmice u rezervama tako što je uvodio ograničenja na pozajmljivanje sa eskontnog šaltera kada je smatrao da banka zloupotrebljava ovu privilegiju. Ova ograničenja su bila neophodna da bi se sačuvala sposobnost Feda da kontroliše rezerve.

Kao što se ispostavilo, novi sistem eskontnog šaltera zapravo poboljšava sposobnost Feda da ostvari svoje ciljeve u pogledu stope federalnih sredstava. Kamatna stopa za primarne kredite je utvrđena na jedan procentni poen iznad stope federalnih sredstava kao cilja, tako da banke neće uzimati pozajmice sa eskontnog šaltera kada je stopa federalnih sredstava ispod stope ciljnog nivoa Feda. Ovo odgovara Fedu zato što će se, ako banke uzimaju pozajmice od Feda kada je stopa federalnih sredstava ispod ciljnog nivoa, ponuda rezervi povećati, pri čemu stopa federalnih sredstava može čak da padne dalje ispod ciljne stope.

Ukoliko, međutim, tražnja za rezervama iznenada poraste, stopa federalnih sredstava može da poraste iznad primarne kamatne stope za kredite. U ovom slučaju, banke će uzimati pozajmice na eskontnom šalteru, povećavajući ponudu rezervi i pomažući da se stopa federalnih sredstava vrati dole na ciljni nivo Feda. Ovo znači da iako nema potpunu kontrolu nad obimom rezervi, Fed je tako strukturirao eskontni šalter da mu pozajmice banaka iz rezervi pomažu u postizanju svojih ciljeva vezanih za stopu federalnih sredstava.

Novosti

Deflacija, nulte kamatne stope, i promena ciljeva

Iako je većina centralnih banaka odlučila da su ciljevi u pogledu kamatnih stopa preči od ciljeva vezanih za novčanu masu, postoje okolnosti u kojima se ciljevi vezani za kamatne stope ne mogu realizovati. Japan se našao u takvoj situa-

ciji 2001. godine, kada su kratkoročne kamatne stope već bile na nuli, ali su cene padale i zemlja se našla u recesiji. Normalna reakcija u ovakvoj situaciji bi bila da se smanje kamatne stope, ali

to realno nije bilo moguće pošto su stope već bile na nuli.

Dok realne kamatne stope mogu biti manje od nule, činjenica da novac nosi nominalnu kamatnu stopu od nule ograničava sposobnost tržišta i administrirane kamatne stope da padnu ispod nule. Na primer, ako banka plaća negativnu nominalnu kamatnu stopu, to znači da deponent plaća premiju za čuvanje ili za druge usluge koje pruža banka. Svakako postoji limit do koga bi neko bio spreman da plaća za čuvanje a to znači da nominalne kamatne stope mogu da padnu samo do te granice.

Negativna stopa inflacije može da se pretvori u vrlo visoku realnu kamatnu stopu u vreme kada je privreda već oslabila. Bank of Japan (centralna banka Japana) je ovo shvatila i 2001. godine je objavila da započinje sa politikom „kvantitativnog smanjivanja“. Ova politika je u suštini podrazumevala povećanje novčane mase da bi se zaustavio pad cena. U svom govoru održanom u januaru 2003. godine, guverner Feda, Edward Gramlich je ukazao na potrebu da Fed takođe treba da razmotri primenu ovakvog pristupa koji se zasniva na novcu ako kamatne stope ikada padnu na nulu u Sjedinjenim Državama.

Taylorovo pravilo i evidencija Feda

Tokom Greenspanovog perioda u Fedu, težište je jasno bilo postavljeno na korišćenje stope federalnih sredstava za uticaj na kamatne stope. Kamatne stope će zatim uticati na ukupnu tražnju za robom i uslugama, realni BDP i stopu inflacije (mehanizmi koji stoje iza ovih odnosa su detaljnije opisani u odeljku knjige koji se bavi monetarnom teorijom). Mnogi posmatrači su pokušali da predvide reagovanje Fed-a ali Greenspan i kompanija su često uspevali da zbune stručnjake.

Uprkos ovoj nepredvidivosti, neki ekonomski analitičari su ukazali na to da opšti pravac politike kamatnih stopa Feda može da se objasni veoma jednostavnim pravilom ekonomske politike. Najpoznatiji primer za ovo je **Taylorovo pravilo**, koje je dobilo naziv po podsekretaru Trezora finansija, Johnu Tayloru, koji je ovo pravilo postavio 1995. godine dok je bio profesor na Stanford Univerzitetu. Taylorovo pravilo kaže da je cilj stope federalnih sredstava sledeća jednostavna funkcija razlike između stvarne stope inflacije (actual inflation rate - INFL) i ciljne stope inflacije (target inflation rate - INFL*) i procentualne razlike između stvarnog i potencijalnog² realnog BDP-a (GAP):

$$\text{Stopa Federalnih sredstava} = 2,5 + \text{INFL} + 0,5 * (\text{INFL} - \text{INFL}^*) + 0,5 * \text{GAP}$$

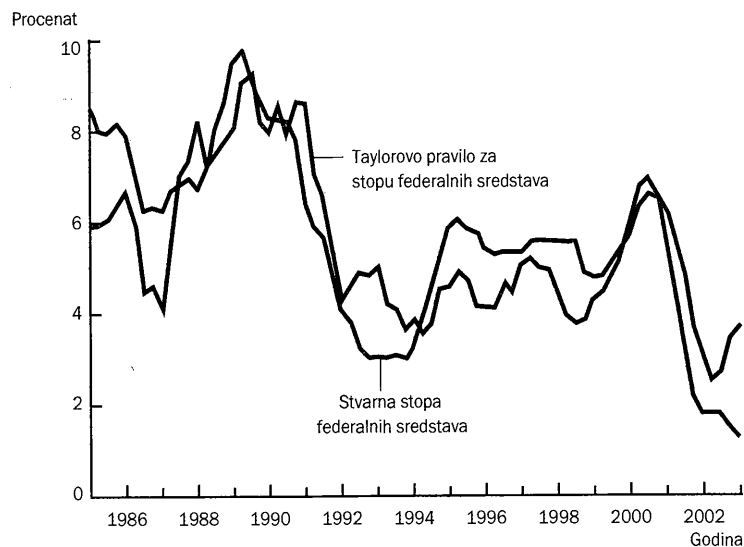
Taylor ne tvrdi da je Fed zaista poštovao ovo pravilo, ali možemo sami preuditi koliko uspešno Taylorovo pravilo³ objašnjava politiku Feda, ako pogledamo sliku 21.5.

2 Potencijalni BDP je procena BDP-a kod pune angažovanosti.

3 Ovo je malo pojednostavljena verzija jednačine Taylorovog pravila koja se svakog meseca

Slika 21.5 prikazuje stvarnu stopu federalnih sredstva i stopu koju implicira Taylorovo pravilo. Dve stvari su jasne iz ovog grafikona. Prvo, stopa federalnih sredstava je izgleda prilično dobro reagovala na probleme Fed-a jer sledi pravac koji predlaže Taylorovo pravilo. Ovo pravilo, zapravo, prilično blisko prati odluke aktuelne politike Fed-a. Druga stvar koju vredi napomenuti je da stvarna stopa federalnih sredstava ne prati uvek Taylorovo pravilo. Postoje periodi, kao što je bilo krajem 2001. godine, kada je stvarna stopa federalnih sredstava pala mnogo brže nego što bi trebalo prema Taylorovom pravilu. Ovo je verovatno zbog toga što Taylorovo pravilo ne može da reaguje na uticaj određenih događanja, kao što je bio 11. septembar, sve dok se ne prikažu kroz realni BDP i/ili inflaciju.

Druga napomena ukazuje da bi mogao postojati argument za davanje diskrecionog prava Fed-u u postavljanju ciljeva vezanih za stopu federalnih sredstava radi mogućnosti reagovanja na posebne okolnosti. Opasnost u ovom slučaju jeste da, kada se centralnoj banci jednom dozvoli mogućnost odstupanja od cilja, ona može da se zanesa. Fed je učinio baš ovakvu grešku 1970-tih godina, kada je dopustio da stopa inflacije poraste u neuspešnom pokušaju da izbegne recesiju. Ova greška se u velikoj meri odražavala na nedostatke monetarne teorije koju je primenjivao Fed u to vreme. Da biste bolje razumeli u kakvoj su interakciji postupci Fed-a sa ekonomijom, moraćete i dalje da pratite naše istraživanje ekonomske teorije u sledećem odeljku ove knjige.



SLIKA 21.5 Stvarna stopa federalnih sredstava i vrednost koju predviđa Taylorovo pravilo.

proučava u publikaciji St. Louis Fed's *Monetary Trends*.

REZIME

1. Strategija Federalnih rezervi za primenu monetarne politike je rezimirana u direktivi koju izdaje Federalni komitet za otvoreno tržište, otprilike jedanput u svakih pet nedelja. Stopa federalnih sredstava je u središtu politike Fed-a.
2. Fokusiranje na rezerve kao operativni cilj zahteva da Fed toleriše određenu varijabilnost stope federalnih sredstava, dok ciljna stopa sredstava znači da Fed mora da prihvati volatilnost rezervi.
3. Monetarni agregati više nisu pouzdano vezani sa ekonomskom aktivnošću, prema Federalnim rezervama. Tako stopa sredstava nosi teret primene monetarne politike. Ukoliko inflacija ili deflacija postanu problem, Fed može biti prisiljen da preispita svoju strategiju.

KLJUČNI TERMINI

Operativni cilj, str. 437

Taylorovo pravilo, str. 445

PITANJA

- 20.1 Zašto Federalni komitet za otvoreno tržište koristi operativne i međuciljeve, a ne usmerava se samo na krajnje ciljeve?
- 20.2 Dajte primer kako stopa federalnih sredstava kao cilj može da navede Fed da nehotice sprovodi inflatornu politiku?
- 20.3 Koje su razlike između kontrolisanja rezervi i kontrolisanja novčane mase?
- 20.4 Šta je najvažnije kod utvrđivanja najboljeg operativnog cilja?
- 20.5 Kakva je istorija Fed-a kada se radi o uspešnosti postizanja krajnjih ciljeva?
- 20.6 *Pitanje za diskusiju:* Da li Fed postupa po Taylorovom pravilu?



MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom pratećim i kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

DEO VI

Monetarna teorija



Poglavlje 22	Klasični osnovi	451
Poglavlje 23	Kejnzijanski okvir	475
Poglavlje 24	Svet ISLM	507
Poglavlje 25	Novac i ekonomska stabilnost u ISLM svetu	543
Poglavlje 26	Uticaj ukupne ponude i tražnje na novčanu i ekonomsku stabilnost	559
Poglavlje 27	Racionalna očekivanja: teorija i implikacije politike	581
Poglavlje 28	Empirijski dokaz o efektivnosti monetarne politike	593

Klasični osnovi



Jedno od prvih pitanja koje smo postavili u ovoj knjizi je bilo: Kolika je to „prava“ količina novca? Odgovor zavisi od toga kako novac utiče na ekonomiju, o čemu su raspravljali monetarni teoretičari još od kad je ekonomska nauka proizašla iz filozofije morala. Poreklo monetarne teorije leži u **klasičnoj ekonomiji** Adama Smitha (1723 - 1790) i njegovih prijatelja. Dva kamena temeljca klasičnog sistema su **Sayov zakon**, koji se odnosi na kamatne stope, zaposlenost i proizvodnju i kvantitativna teorija koja objašnjava ulogu novca. Oba koncepta su od suštinskog značaja za pravilno funkcionisanje klasičnog sveta; oba koncepta je napao John Maynard Keynes kada se moglo pretpostaviti da je na tu klasičnu mudrost stavljena tačka, 1936. godine, da bi oba koncepta ponovo oživele i razvili savremeni monetaristi i neoklasični makroekonomisti, početkom 1970-tih godina. Očigledno je da od toga treba krenuti.

Da bi se razumela uloga novca prema klasičnom mišljenju, prvo moramo videti šta određuje **bruto domaći proizvod, BDP** (ukupna vrednost robe i usluga u domaćoj proizvodnji). Zato ćemo započeti sa Sayovim zakonom o tržištima idući ka nešto poznatijoj **kvantitativnoj teoriji novca**. Usput ćemo se zaustavljati da bismo razmotrili neke posebnosti: klasična teorija kamate kao i tražnja za novcem.

Sayov zakon

Jean Baptiste Say (1767 - 1832) sumirao je teoriju klasične škole o prihodu i zaposlenosti u danas poznatu maksimu „Ponuda stvara svoju sopstvenu tražnju“. Nazvana Sayovim zakonom, ona zapravo znači da ekonomija nikada ne može da pati od nedovoljne angažovanosti niti da podlegne strahovanju Thomasa Malthusa od nedovoljne potrošnje. Ukupna potrošnja (tražnja) će uvek biti dovoljna da bi se opravdala proizvodnja kod pune zaposlenosti (ponuda). Sada ćemo se malo zadržati na objašnjenju zašto je to tako.

Imajući u vidu na primenu najnovije tehnologije, potencijalni output ekonomije se određuje veličinom radne snage raspoložive za rad sa postojećim kapitalnim dobrima (zgradom i oprema). Ova funkcija proizvodnje, u tehničkom smislu, definiše ukupnu ponudu robe i usluga koje se mogu proizvesti. Say je tvrdio da će proizvodnja biti na nivou pune zaposlenosti, jer će potrošnja uvek biti dovoljno obimna da se kupi sva roba i usluge koje se mogu proizvesti. Zašto? Zbog međusobnog dejstva tržišnih snaga vođene onim što Adam Smith naziva *nevidljivom rukom*.

Kada ljudi koji žele da rade ne mogu da nađu posao, oni svoje usluge nude po jeftinijoj ceni, tako da će ih angažovati pohlepni preduzetnici. Preduzetnici koji imaju problema sa proizvodima koji se sporo prodaju, odmah snižavaju cene i gledaju kako njihove zalihe nestaju. Fleksibilne plate i cene bi obezbedile da se tržišta prazne, sva roba proda i svi ljudi zaposle - izuzev ekonomista koji ne bi imali šta da rade pošto bi sve funkcionisalo sasvim dobro i bez njih. Međusobno dejstvo tržišnih snaga po vodećem principu *laissez-faire* (neuplitanje), doprinelo bi stvaranju najboljeg od svih mogućih svetova.

Predstaviti da su klasični ekonomisti imali u potpunosti jednoobrazan stav, međutim, bilo bi nepravedno prema nekim istaknutim pretečama savremenih Keynzijanskih ideja. Prečasni Thomas Malthus (1766 - 1834) teško da je mogao da poveruje da *on*, pripadnik sveštenstva, ne može da vidi nevidljivu ruku, tako da je neprestano i oštro napadao takav pristup. Ne zalazeći u mikroekonomske detalje, Malthus je tvrdio: Dok proizvodnja robe i usluga ostvaruje *prihod* u istom iznosu kao što je ukupan output, ne postoji ništa što bi nagonilo *potrošnju* da bude jednaka ukupnoj proizvodnji. Ponuda može da stvori svoju sopstvenu kupovnu moć (prihod) ali ne i svoju sopstvenu tražnju (potrošnju). Konkretno, ako građani pokušaju da uštede preveliki deo svog prihoda - više nego što firme hoće da investiraju - deo proizvedene robe će ostati neprodat, preduzetnici će smanjiti svoju proizvodnju, što će dovesti do nezaposlenosti radne snage i kapitala. Ovaj stav je kasnije dopunio i formalizovao Keynes, kao što ćemo videti u sledećem poglavlju.¹

Međutim, klasični ekonomisti se ne mogu tako jednostavno prenebregnuti. Građani štede jedan deo svojih prihoda, ali ta sredstva ne nestaju. Ta sredstva uzimaju preduzetnici kao zajam da bi ih koristili za projekte kapitalnih ulaganja. Štediš primaju kamatu za svoja sredstva, a zajmoprimci su spremni da plaćaju sve dok od svojih ulaganja očekuju dobit koja prevazilazi kamatnu stopu.

Ali šta je učinilo da klasični ekonomisti budu tako sigurni da će preduzetnici zaista investirati svu štednju? Ako štednja poraste da li će se i investicije povećati za isti iznos? U klasičnoj ekonomiji, ključan je ukupan nivo *kamatne stope*; prema klasičnoj teoriji, kamatne stope fluktuiraju kako bi uticale na *volju*

¹ Postoji razlika između računovodstvene jednakosti, prema kojoj se prihod ili output izjednačava sa stvarnim troškovima i mogućnosti da prihod ne mora da bude jednak *željenom* trošku. U prilogu ovog poglavlja prikazani su ovi odnosi, koji su od značaja i za klasične ekonomiste i za keynzijanske ekonomiste. Zbog računovodstvene jednakosti između prihoda i output-a, naizmenično ćemo koristiti ove termine kroz ceo tekst.

preduzetnika *da investiraju* ono što domaćinstva *hoće da uštede*. Kao što je naglašeno u prilogu ovog poglavlja, ova jednakost između željene štednje i željene investicije je dovoljna da bi se održala proizvodnja na određenom nivou - u ovom slučaju se radi o punoj zaposlenosti. Sledeći odeljak detaljnije objašnjava ovu klasičnu teoriju utvrđivanja kamatne stope. Zaista je ovo elaboracija jednog od tržišnih mehanizama koji se nalaze u osnovi Sayovog zakona.

Klasična teorija kamate

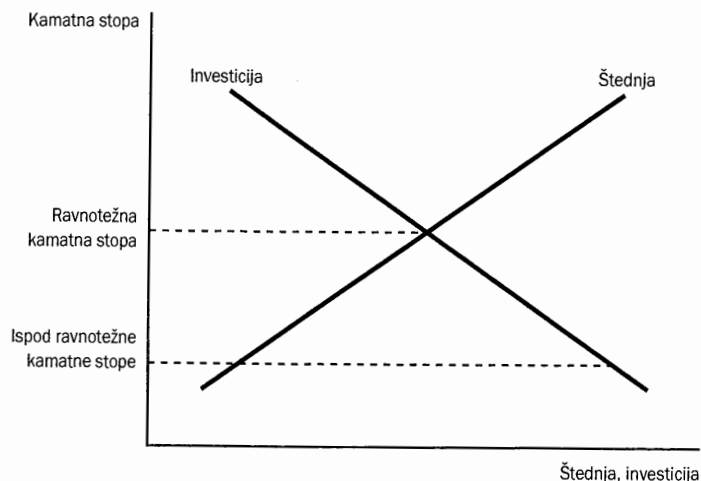
U poglavlju 4 smo opisali kako se utvrđuje celokupan nivo kamatnih stopa na osnovu ponude i tražnje za kreditnim sredstvima. Klasični ekonomisti očigledno priznaju značaj ponude i tražnje, ali usmeravaju svoju pažnju na štednju i investiranje - dva glavna faktora koja, na duge staze, čine osnovu ponude i tražnje za kreditnim sredstvima. Sa štednjom, koja ostvaruje ponudu sredstava, i investicijama, koje stvaraju tražnju za sredstvima, klasični ekonomisti su imali čvrstu kontrolu nad silama koje se nalaze u osnovi kamatnih stopa. Pogledajmo kako su klasični ekonomisti prikazali ovaj fundamentalniji pristup utvrđivanja kamatne stope na dugi rok. Napominjemo da kroz svu ovu diskusiju kao i u skoro celom Delu VI, posmatramo kamatnu stopu kao zamenu za ukupni nivo stopa. Vratimo se na poglavljje 5 kako bismo istražili detalje o strukturi kamatnih stopa.

Štednja je, prema klasičnim ekonomistima, funkcija kamatne stope. Što je kamatna stopa viša, više će se štedeti (pogledajte sliku 22.1), pošto će po višim kamatnim stopama građani biti spremni da smanje tekuću potrošnju. Kamatna stopa je podstrek da se štedi, nagrada za nepodleganje nižem instinktu za trenutno zadovoljstva trošenjem ukupnog prihoda. Uzgred, ne isplati se pridavati previše značaja ovoj klasičnoj pretpostavci, zato što je klasična teorija kamate imala isto tako dobro dejstvo i kada štednja nije zavisila od kamatne stope - znači, kada je štednja prikazana vertikalnom linijom na slici 22.1.

Sve dok je investicija funkcija kamatne stope, koja se povećava sa opadanjem kamatne stope (kao što je prikazano negativnim nagibom linije investicija na slici 22.1), klasična teorija kamate i Say-ov zakon ostaju u životu i dobro su. Pošto je to od suštinske važnosti za našu priču, pogledajmo zašto iznos investicija treba da se povećava sa padom kamatne stope.

Investicije u fizički kapital se preduzimaju zato što kapitalna dobra - zgrade, mašine ili bilo šta drugo što se ne iskoristi trenutno - proizvode robu i usluge u budućnosti. Preduzetnik koristi novu zgradu ili mašinu da proizvodi robu i usluge za prodaju. Poslovna kompanija će investirati više kapitala ukoliko je očekivani povraćaj veći od kamatne stope plaćene za sredstva koja su uzeta kao zajam za investiranje. Niža kamatna stopa podstiče preduzetnike da više inve-

stiraju. Oni će prihvatiti projekte sa manjom očekivanom profitabilnošću, zato što je cena niža.²



SLIKA 22.1 Klasična teorija kamate.

Slika 22.1 prikazuje krivu ponude sredstava (štednja građana) i krivu tražnje za sredstvima (tražnja preduzetnika za investicijama). Kamatna stopa je u ravnoteži (bez tendencije da se menja) na tački preseka štednje i investicija, kada je ukupna štednja jednaka ukupnim investicijama: Svako ko želi da uzme kredit u mogućnosti je da to učini, a svako ko želi da odobri kredit može to i da učini. Da je kamatna stopa ispod ravnotežne tačke, kao što je prikazano na slici 22.1, preduzetnici bi tražili veću količinu sredstava nego što su štediše spremne da daju i konkurencija bi nagonila kamatne stope na više. Da je kamatna stopa iznad ravnotežne tačke, štediše bi želele da daju veći iznos kredita nego što bi preduzetnici želeli da investiraju, pa bi konkurencija nagonila cenu sredstava na dole.

Ali stvari obično ne ostaju dugo u ravnoteži. Da su građani slušali neka od zloslutnih predviđanja Thomasa Malthusa o posledicama neograničenog rasta populacije, mogli bi da se odluče da više štede bez obzira na kamatnu stopu.

² Preduzetnik ne mora da uzme kredit da bi kamatna stopa bila od značaja u izračunavanju. Ako su sredstva već na raspolaganju, alternativa povećanju kapitalne opreme je dati na zajam sredstva po tekućoj kamatnoj stopi. Po nižoj kamatnoj stopi davanje kredita postaje manje privlačan način korišćenje sredstava preduzetnika a realne investicije postaju privlačnije. Kamatna stopa mora da padne da bi došlo do veće investicione potrošnje zbog našeg starog poznanika iz mikroekonomije, zakona opadajućih prinosa. Više investicija znači više kapitala, a, obzirom na radnu snagu i najnoviju tehnologiju, smanjena je marginalna produktivnost (profitabilnost).

Celokupna funkcija štednje bi se tada pomerila na desnu stranu (slika 22.2). Po staroj ravnotežnoj kamatnoj stopi, željena štednja sada prevazilazi iznos investicija koji su preduzetnici spremni da ulože. Ovo je upravo ono što je Thomas Malthus rekao da je pogrešno kod klasičnog sistema - građani bi trošili suviše malo u formi potrošnje, štedeli bi previše (više nego što bi preduzetnici želeli da investiraju) i sledila bi nezaposlenost.



Investicija prema investiciji

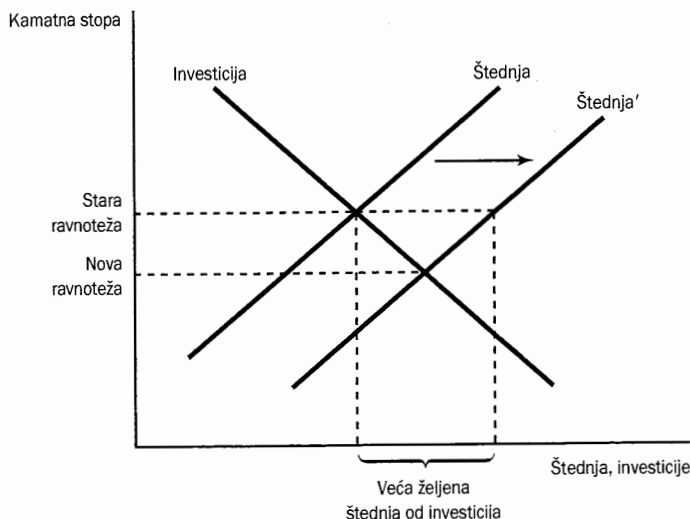
Očigledno je iz teksta da monetarni teoretičari koriste reč *investicija* u značenju kupovine resursa za proizvodnju a ne u značenju potrošnje. Kroz delove od I - V ove knjige, reč *investicija* se odnosila na kupovinu finansijske aktive, kao što su akcije i obveznice, baš kao što se ova reč koristi i u običnom razgovoru. Od sada pa na dalje, sem ukoliko nije drugačije naznačeno, reč *investicija* će uzeti svoje formalno značenje u monetarnoj teoriji: trošenje na realne resurse koji će proizvoditi usluge u budućnosti.

Uzgred rečeno, nije neobično da jedna ista reč ima različita značenja, čak i u istoj rečenici. Na primer: U rano jutro, odlazeći na izlet, napustili smo grad i već posle pola sata, kada smo bili daleko u polju, naiđe kiša i uhvati nas grad. U ovoj rečenici nemaju ništa zajedničko reči grad i grad. Slično tome, *investicija* u smislu kupovine akcija i obveznica ne mora uvek da znači da kompanija više troši na zgrade i opremu. Zapravo, ova razlika je ono što se nalazi u suštini rasprave između John Maynard Keynesa (pogledajte sledeće poglavlje) i klasičnih ekonomista.

Ali nije baš tako. Veća štednja u odnosu na investicije pritiska kamatnu stopu jer štediše pokušavaju da svoja sredstva daju kao kredit. Sa padom kamatne stope, neki ljudi će se prepustiti svojim nižim instinktima i potrošiti veći deo svog prihoda (manje štednje a više uživanja). Istovremeno, pad kamatne stope će ohrabriti poslovne firme da prošire svoje investicije. Kao što prikazuje slika 22.2, kamatna stopa će se zadržati na donjoj ravnoteži, na kojoj svu štednju od tekućeg prihoda još uvek investiraju preduzetnici.

Gde se u sve ovo uklapa novac? Na kamatnu stopu na dugi rok utiču samo štednja građana (koju određuju njihove navike da štede) i kapitalne investicije preduzetnika (koje određuje produktivnost kapitala). Novac nema nikakvu ulogu u ovoj oblasti klasičnog sistema. Novac ne utiče ni na zaposlenost, ni na kamatnu stopu, niti na proizvodnju. Realne stvari su određene realnim silama. Ukupno proizvedena roba i usluge i ukupna zaposlenost određeni su ponudom kapitala, radnom snagom i postojećom tehnologijom; kamatna stopa je određena štednim navikama građana i produktivnošću kapitala. Novac ne igra nikakvu ulogu u realnom sektoru ekonomije. Umesto toga, on se posmatra odvojeno -

preko drugog stuba klasičnog zdanja, kvantitativne teorije - gde novac određuje nivo cene.



SLIKA 22.2 Povećana štednja dovodi do povećanja investicija

Kvantitativna teorija novca

Novac je, prema klasičarima, veo kroz koji se mora proniknuti da bi se ispitale determinante realne ekonomske aktivnosti. Novac utiče na nivo cena ali ni na šta drugo. Porast novčane mase dovodi do porasta cena svih roba i usluga, ali sve ostalo - najznačajnije, nivo realne ekonomske aktivnosti, kamatne stope, realni dohodak građana - ostaje nepromenjeno. Do ovog zaključka je došla kvantitativna teorija novca. Ona kaže da je novac *neutralan* u odnosu na realni sektor ekonomije. Logika koja stoji iza ovoga je sledeća.

Počecemo sa **jednačinom razmene**, koja nije kvantitativna teorija, već samo jednakost, očiglednost:

$$MV = PY \quad (1)$$

u kojoj M predstavlja novčanu masu (supply of money), V predstavlja **velocitet**, odnosno njenu stopu prometa, P je nivo cena (price level), a Y je nivo *realnog* prihoda.

Na desnoj strani jednačine (1) ukupan output robe i usluga je predstavljen sa Y ; to je ono što je proizvedeno radnom snagom i kapitalom uz raspoloživu tehnologiju. Y obično se naziva *realni* bruto domaći proizvod ili realni BDP. Nivo cena P je indeks tekućih cena sve robe. Kada se Y pomnoži sa P , dobijamo *nominalni* nivo BDP ili BDP meren tekućim cenama.³ Na levoj strani jednačine, zalihe novca (u dolarima) su predstavljene kao M . Kada se pomnože sa svojom stopom cirkulisanja, broj puta korišćenja ovih dolara za kupovinu roba i usluga, rezultat MV je jednak ukupnom trošenju. Jednačina razmene kaže da je ukupno trošenje (MV) jednako vrednosti onoga što je kupljeno (PV).

Jednačina razmene je prvobitno postavljena u malo drugačijoj formi. Nivo realnog prihoda na desnoj strani bio je zamenjen sa T , ukupnim nivoom transakcija. Ukupan nivo transakcija prevazilazi nivo BDP-a zato što ima tako mnogo transakcija koje su isključene iz BDP-a. Kupovina i prodaja *finansijske* aktive i *postojeće* aktive- kao što su akcije i obveznice, postojeće zgrade i dela starih majstora nisu deo tekuće proizvodnje i zato nisu uključeni u BDP.

Kada se jednačina razmene napiše kao:

$$MV = PT \quad (2)$$

oznaka za brzinu na levoj strani se naziva *brzina transakcije*.

Jednačina (1) je najčešće korišćena verzija jednačine razmene. To je zaista najsvrsishodniji pristup, s obzirom na to da je naša glavna tema vezana za BDP a ne za ukupne transakcije. Tako da će sva naša dalja diskusija biti u smislu jednačine (1) i „prihodovne“ brzine novca. Irving Fisher, briljantan ekonomista sa Yale-a, koji je na žalost poznat i po savetu da se kupuje neposredno pre sloma tržišta akcija 1929. godine, bio je najelokventniji zagovornik jednačine razmene, baš kako smo je upravo prikazali.

Kembrički pristup

Međutim, postoji i druga verzija jednačine razmene, koja se vezuje za ekonomiste sa Univerziteta u Kembridžu, Engleska. Zato, pre razmatranja kako ćemo od proste jednakosti izražene jednačinom (1) ili (2) preći na kvantitativnu teoriju, kako su je koristili Fisher i drugi klasični ekonomisti, posvetimo isto toliko vremena i našim prijateljima sa druge strane Atlantika.

³ U ovoj knjizi, kad god koristimo termin BDP sam za sebe podrazumevamo realnu vrednost robe i usluga. Izraz *nominalni* BDP se koristi da bi se napravila razlika između realnog output-a i nominalne vrednosti. Sve dok cene ostanu nepromenjene, kretanja u BDP-u i realni BDP su jedno isto. Kada se nivo cena promeni, kretanja u realnom BDP-u i nominalni BDP se razlikuju, kao što ćemo videti u konkretnim primerima u preostalom delu ovog poglavlja. Za razmatranje pitanja kako su sačinjeni indeksi cena, pogledajte bilo koji osnovni tekst o ekonomiji.

Ekonomisti sa Kembridža vide ovu jednačinu razmene u malo drugačijem svetlu. Umesto da se fokusiraju na stopu prometa date novčane mase tokom godine (njenu brzinu), oni su se fokusirali na deo ukupne potrošnje koji građani drže u obliku novca. Jednostavan algebarski postupak jednačinom (1), dovodi do Kembridškog pristupa novčanog salda:

$$M = kPY \quad (3)$$

gde je k deo trošenja nad kojim građani imaju kontrolu u obliku novčanog salda. Očigledno je da je $k = 1/V$, tako da su jednačine (1) i (3) ekvivalentni sa algebarske tačke gledišta (iz nekog nepoznatog razloga, kada su ekonomisti sa Kembridža podelili obe strane jednačine (1) sa V promenili su $1/V$ u slovo k). A jednačina (3) je, kao i njene prethodnice, i dalje očiglednost - jednakost koja po definiciji mora biti tačna. Međutim, ova poslednje pomenuta verzija predstavlja drugačiju orijentaciju: Zapravo, jednačina (3) se tumači kao **jednačina tražnje za novcem**.

Ali, malo smo požurili. Vreme je da se jednačina razmene, u bilo kojoj formi, konvertuje iz algebarske jednakosti - u kojoj je do sada bila - u analitički alat. Drugim rečima, krenimo od *jednačine razmene* (jednakosti) do *kvantitativne teorije novca* (hipoteza uzroka i posledice).

Počeli smo ovaj odeljak rečima da kvantitativna teorija znači da povećanje novčane mase uzrokuje povećanje nivoa cena. Sada možemo biti još precizniji: Prema kvantitativnoj teoriji novca, promena novčane mase stvara *proporcionalnu* promenu nivoa cena - na primer, ako se novčana masa udvostruči, isto će se dogoditi sa nivoom cena. Ovaj zaključak o uzroku i posledici proističe iz dve osnovne postavke (lepa reč za *pretpostavku*) klasične škole. Prvo, na desnoj strani jednačine (1), $MV = PY$, pretpostavlja se da je Y fiksiran kod pune zaposlenosti (sada znate zašto smo počeli sa Jean Baptiste Sayom). Drugo, pretpostavlja se da je brzina fiksirana navikama plaćanja zajednice. Ako je $MV = PY$, a pretpostavi se da su V i Y fiksni, tada ako se M udvostruči sledi da i P mora da se udvostruči. Na primer, ako su V i Y utvrđeni na 4 i 100 respektivno, tada je novčana masa jednaka 25 konsistentna sa P jednako 1. Ako se M udvostruči na 50, P mora da se udvostruči na 2.

Da bismo razumeli ovaj proces, potrebno je samo da se podsetimo razmatranja iz poglavlja 2 o tome kako građani reaguju na promene novčane mase do kojih dolazi usled operacija centralne banke. Započnimo sa ravnotežom, kada su svi zadovoljni likvidnošću svog portfolija. Pretpostavimo da Federalne rezerve udvostruče novčanu masu. Likvidnost se povećava. Ako su građani pre ovoga bili zadovoljni svojom pozicijom likvidnosti, sada će pokušati da se oslobode viška novčanog salda tako što će više trošiti. Ovo povećanje tražnje za robom i uslugama dovodi do porasta cena, zato što ukupan realni output ne može da se proširi - on je fiksiran na nivou pune zaposlenosti dejstvom Sayovog zakona. Da su građani bili u ravnoteži pre udvostručavanja M , prestali bi sa trošenjem svojih povećanih novčanih salda tek pošto se udvostruče njihovi ukupni

troškovi. Pošto je realni output fiksiran, udvostručavanje ukupnog trošenja mora uzrokovati udvostručavanje cena. Krajnji rezultat: Količina novca u rukama građana se duplirala, nominalni BDP se udvostručio, nivo cena se udvostručio, V je ista kao i ranije a takav je i **realni BDP**.

Obratite pažnju na činjenicu da klasični ekonomisti insistiraju na jasnom razlikovanju realnih od nominalnih posledica bilo čega generalno, a posebno novca. Promena novčane mase ostavlja realan obim proizvedene robe i usluga (realni BDP) bez promene ali uvećava dolarsku vrednost BDP-a (nominalni BDP).

Tražnja za novcem i kvantitativna teorija

Dve verzije kvantitativne teorije, $MV = PY$ i $M = kPY$, su algebarski ekvivalentne i stvaraju iste uzročno - posledične implikacije za odnos između novca i cena. Da bi se objasnio mehanizam transmisije, što smo mi upravo učinili, kao i u cilju onoga što dolazi kasnije, najznačajnija je verzija gotovinskog salda ($M = kPY$) (u duhu britanske tradicije). Jednačina gotovinskog salda može da se prikaže kao funkcija tražnje za novcem, kao što smo pomenuli u gornjem tekstu. Pretpostavimo da je $k = 1/4$. Tada, ako je PY ili **nominalni BDP** jednak \$400, to znači da građani žele da drže jednu četvrtinu nominalnog BDP-a ili \$100 u obliku gotovinskog salda; ako BDP poraste na \$600, iznos traženog novca se povećava na \$150; a ako se BDP udvostručava na \$800, tražnja za novcem se udvostručava na \$200.

Deo nominalnog BDP-a koji građani žele da drže u obliku novca, k , određuju brojne sile. To je u suštini **transakciona tražnja** za novcem. Prema tome, pošto se novac koristi kao sredstvo razmene, na vrednost k utiče učestalost priliva i troškova; ako dobijate platu nedeljno, upravljate manjim dnevnim prosečnim gotovinskim saldom nego kada dobijate mesečnu platu. Drugo, lakoća sa kojom možete kupovati na kredit (korišćenje kreditnih kartica) takođe utiče na k dozvoljavajući građanima da smanje prosečan saldo na svojim tekućim računima. Novac se takođe koristi kao privremeno skladište kupovne moći - lebdi u vazduhu sve dok ga ne pozovete i preuzmete kontrolu nad realnom robom i uslugama. Prema tome, pojedinac može držati više ili manje, zavisno od toga da li očekuje da će ostati bez posla četiri ili dva meseca u godini. Za zajednicu kao celinu, kako se tvrdi, svi ovi faktori dolaze na prosek i prilično su stabilni, otuda građani žele da drže stabilan i/ili predvidiv nivo novačanih salda.

Ako posmatramo verziju gotovinskog salda kvantitativne teorije ($M = kPY$) kao jednačinu tražnje za novcem, lako je videti da udvostručavanje cena (a time i nominalnog BDP-a) do kojeg dolazi udvostručavanjem novčane mase proizilazi direktno iz uslova ravnoteže da iznos traženog novca mora biti jednak ponudi. Kada se M udvostruči, građani imaju dva puta više novca nego što žele da imaju (novčana masa je veća od iznosa tražnje), pod uslovom da se ništa drugo nije

promenilo. Tako počinju da troše novac. Prestaju da troše kada žele da drže veću novčanu masu (kada iznos traženog novca dostigne jednakost sa ponudom). Ovo se događa kada se nominalni BDP udvostruči.

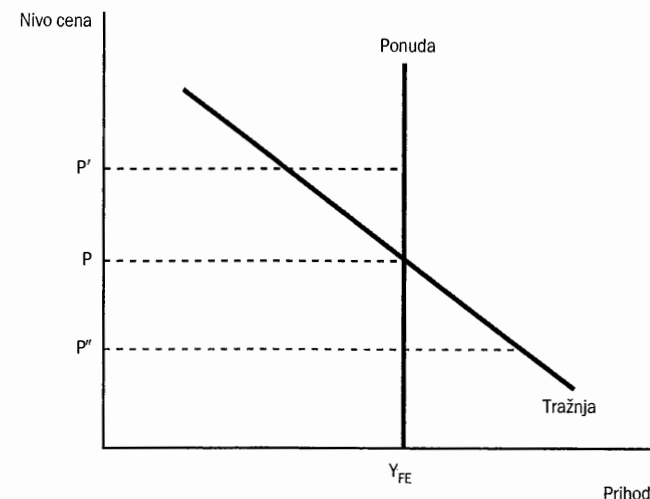
Moguće je ovu novu poziciju ravnoteže posmatrati na malo drugačiji način. Naime, *realna* količina novca koju građani drže ista je i na početnoj i na finalnoj poziciji. Realna količina novca se dobija kada se stvarna novčana masa smanji nivoom cena, ili M/P , što govori da je iznos realne robe i usluga pod „kontrolom” novčanih salda koje građani drže. Na primer, ako držite \$1.000 na tekućem računu, kontrolišete \$1.000 vrednosti robe i usluga; ako imate \$2.000 na tekućem računu, ali je nivo cena udvostručen, još uvek kontrolišete isti realni obim robe i usluga.

Verzija gotovinskog salda kvantitativne teorije, zapravo, ističe da građani pokušavaju da fiksiraju svoj realni novčani saldo, a ne dolarsku vrednost svojih novčanih salda. Tako, kada se novčana masa udvostruči, građani imaju dva puta više *realnih* salda nego što žele, obzirom na stari nivo cena i realni BDP. Ljudi pokušavaju da se oslobode ovog viška realnih salda trošenjem. Ali pošto je realni output robe i usluga fiksiran kod pune zaposlenosti, samo cene reaguju na povećanje tražnje za robom. Cene će rasti sve dok građani ne prestanu sa pokušajima da potroše ova vanredna realna salda. A to se događa kada građani više nemaju ova salda, znači, kada se cene udvostruče tako da su realna salda spala na svoj prvobitni nivo ($M/P = 2M/2P$ je čuvena teorema Booleanske algebre).

Ukupna tražnja i ponuda: Rezime

U skladu sa najboljom ekonomskom tradicijom, korisno je rezimirati naše dosadašnje razmatranje unutar okvira ukupne ponude/potražnje. To će nam dobro poslužiti za objašnjenja debata o politici u poglavlju 26, a predstavljajuće i osnovu za analizu inflacije.

Slika 22.3 možda ne izgleda baš kao grafikon ponude/tražnje koji ste zavoleli iz osnova ekonomije, ali on to zaista jeste. Cene su prikazane na vertikalnoj osi a količina na horizontalnoj osi. U makroekonomskom okviru, cene se odnose na nivo cena sve robe, P , a količina se odnosi na ukupan realni output sve robe i usluga, Y . Pošto su output (ili proizvodnja) i prihod jedno isto (dva načina merenja BDP-a - kao što je prikazano u prilogu ovog poglavlja), označili smo horizontalnu osu kao prihod. Međutim, u razmatranju ćemo naizmenično koristiti termine *prihod* i *output*.



SLIKA 22.3 Ravnotežni nivo cena.

Ponuda je, na slici 22.3, prikazana vertikalnom linijom koja predstavlja klasičnu pretpostavku da je obim robe i usluga koje se mogu proizvesti fiksiran kod pune zaposlenosti (Y_{FE}). Konkretno, promene nivoa cena ne utiču na ponudu robe i usluga. (Srećemo sličnu vertikalnu liniju koja predstavlja ponudu na mikroekonomskom nivou za mnoge vrste robe na vrlo kratke staze kao i za stvari kao što je zemljište na dugi rok.)

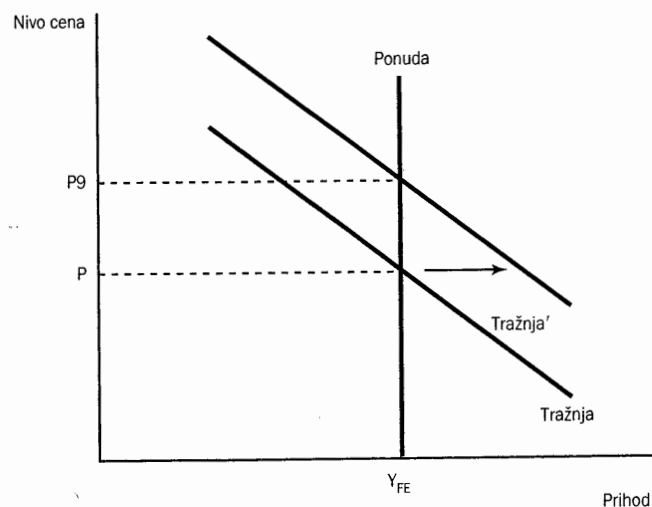
Prikaz tražnje na slici 22.3 ima negativan nagib: Iako je ovo normalan oblik, razlog za to je nešto drugačiji u makroekonomskom kontekstu. Ukupna tražnja data je za određeni nivo novčane mase (M). A, kao što smo upravo videli, odnosom zalihom novca može se kupiti veća količina robe i usluga sa nižim nivoom cena. Prema tome, niži nivo cena znači da je količina tražene robe i usluga veća.⁴

Tačka preseka ponude i tražnje na slici 22.3, označava ravnotežni nivo cena. Pošto je ponuda robe fiksirana Say-ovim zakonom, linija tražnje nam samo

⁴ Napominjemo da normalni mikroekonomski razlozi za porast tražnje kada cene padaju nisu relevantni u makroekonomskom kontekstu. Prvo, niže cene obično stvaraju veći obim tražnje zato što je određena roba jeftinija i potrošači njome substituišu drugu robu. U makroekonomskom okviru, bavimo se celokupnom robom zajedno, i sve cene padaju, tako da „efekat substitucije” nije relevantan. Drugo, niže cene obično povećavaju iznos tražnje zato što građani svojim prihodima sada mogu da kupe *više*. Ali u makroekonomskom okviru, sve cene, uključujući cenu radne snage (nadnice), padaju. Tako je „efekat prihoda” od pada cena irelevantan. Iz tog razloga smo se pozivali na našu diskusiju o realnoj novčanoj masi. Konkretno, iako cene padaju, zalihe novca utvrđuje centralna banka. Tako, sa porastom vrednosti realnih salda, usled pada cena, povećava se traženi obim sve robe uzete zajedno.

pokazuje koji nivo cena prazni tržište. Da je nivo cena veći od P (kao što je P' na slici 22.3), ukupna tražnja za robom i uslugama bila bi suviše niska i kompanije bi morale da snize cene da bi prodale sav svoj autput. Da je nivo cena niži od P (kao kod P''), celokupna tražnja za robom i uslugama bi prevazišla raspoloživu količinu robe i usluga i kompanije bi podigle cene da bi ograničile postojeću ponudu (i ostvarile lep profit). Tako je P ravnotežni nivo cena.

Napominjemo da je fleksibilnost cena ključ za argument klasične škole da bi nivo realnog outputa bio na punoj zaposlenosti. Da je nivo cena na slici 22.3 iz nekog razloga ostao na P' , tada bi ukupna tražnja za realnom robom bila ispod outputa pri punoj zaposlenosti (Y_{FE}). Zato smo, u našim ranijim razmatranjima Say-ovog zakona, napomenuli da bi fleksibilne plate i cene obezbedile da sva roba bude prodana a sva radna snaga zaposlena. Sada jasno vidimo da bi, u protivnom, celokupna tražnja za realnom robom bila previše niska. Rigidnost cena na dole je jedan od elemenata na koji se Keynes usredsređuje prilikom analize ponašanja ekonomske aktivnosti kod manje od pune zaposlenosti, kao što ćemo videti u sledećem poglavlju.



SLIKA 22.4 Povećanje ukupne tražnje izaziva rast cena

Slika 22.4 nam omogućava da mnogo preciznije utvrdimo tražnju. Konkretno, kada dolazi do pomeranja na celoj liniji tražnje, vidimo da nivo cena raste sa P na P' . Naša diskusija iz prethodnih odeljaka pokazala je da povećanja novčane mase povećavaju nivo cena. Na slici 22.4 vidimo da do ovoga dolazi zato što viši nivoi M povećavaju ukupnu tražnju za robom i uslugama. Kon-

kretno, na slici 22.4 na starom nivou cena, P , građani su imali pravi iznos realnog novčanih salda (pri datoj staroj novčanoj masi). Kada se novčana masa poveća, tražnja za robom i uslugama na svakom nivou cena se povećava, zato što su realna novčana salda veća: Ovo je prikazano na slici pomeranjem linije tražnje, na desno. Međutim, neto rezultat ove povećane tražnje je jednostavno povećanje nivoa cena na P' zato što je ukupna ponuda robe i usluga fiksna na punoj zaposlenosti.

Naša algebarska diskusija u prethodnom odeljku bila je konkretnija u poređenju sa grafikonima, zato što smo mogli da prikažemo da promene novčane mase vode do proporcionalnih promena cena po kvantitativnoj teoriji. Ali slike takođe naglašavaju jednu važnu dimenziju: kvantitativna teorija je zaista specifičan izraz ukupne tražnje za robom i uslugama. Konkretno, ova teorija naglašava da promene novčane mase povećavaju cene menjanjem ukupne tražnje.

Isto tako smo upravo odredili izvor popularnog mišljenja da inflacija dolazi kada „previše novca juri premalo robe“. U kontekstu klasičnog mišljenja, kontinuirana ekspanzija novčane mase povećava celokupnu tražnju za robom; pri fiksnoj ponudi robe, rezultat je povećanje cena, što je upravo ono što podrazumevamo pod inflacijom. Prema tome, klasična poruka je da je inflacija monetarni fenomen: Dok ne dođe do povećanja novčane mase, nivo cena je stabilan. Kao što ćemo videti u poglavlju 26, ovo nije isti zaključak do kojeg je došla keynzijska priča o inflaciji.

Realne kamatne stope u odnosu na nominalne

Čim počne priča o inflaciji, moramo da dopunimo naše razmatranje o utvrđivanju kamatne stope. Do sada nije bilo potrebe pominjati razliku između realne i nominalne kamatne stope. Razlog je u tome što su realni i nominalni prinosi isti kada je stopa inflacije nula. Prema tome, naša prethodna diskusija, koja pokazuje kako štednja i investicija utvrđuju kamatnu stopu, nedvosmislena je: Data nominalna kamatna stopa (u smislu zarađenih dolara) ista je kao realni prinos (u smislu zarađene realne robe i usluga) kada nivo cena ostaje nepromenjen.

Međutim, u poglavlju 4, smo ukazali da, ako dođe do inflacije, realni prinos po obeznici nije jednak nominalnoj stopi. Konkretno, jednogodišnja obveznica od \$1.000 koja obećava zaradu od \$50 od kamate i košta \$1.000, ima nominalni prinos od 5 procenata. Ali, ako je stopa rasta nivoa cena 2 procenta, tada će sledeće godine biti potrebno \$1.020 da bi se kupilo upravo ono što je moglo prethodne godine da se kupi za \$1.000. Tako da samo \$30 od \$50 plaćene kamate predstavlja dodatnu realnu robu i usluge koje mogu da se kupe. Uobičajeno praktično pravilo je sledeće: Realni prinos je približno jednak nominalnoj stopi minus stopa inflacije; u našem slučaju, realni prinos je 3 procenta.

Sve ovo više je aritmetika nego ekonomija. Irving Fisher, čuveni predstavnik kvantitativne teorije, bio je prvi koji je spojio zdravorazumsku aritmetiku sa

nekim ekonomskim analizama. Konkretno, Fisher je tvrdio da ako štediše i investitori očekuju inflaciju, oni će forsirati rast ravnotežne nominalne kamatne stope da bi uključila inflacionu premiju. Ravnotežna realna stopa bi ostala nepromenjena na nivou koje određuju štednja i investicije, upravo kao što su tvrdili klasični ekonomisti iz devetnaestog veka. Ali, nominalna stopa bi se povećala za očekivanu stopu inflacije.

Argument je sledeći. Štediše koji su ranije bili zadovoljni sa, recimo, 5 procenata prinosa na obveznice, kada je inflacija bila nula, štedeće manje i dawaće manje zajmova kada očekivana stopa inflacije skoči na 2 procenta - konačno, njihova uštedevina će sledeće godine kupiti manju količinu robe. U međuvremenu, investitori će želiti da uzimaju kredite u većim iznosima kada očekuju inflaciju od 2 procenta - na kraju, oni će investirati u robu i usluge koje će sledeće godine moći da prodaju po višim cenama. Prema tome, kod stare kamatne stope od 5 procenata postoji veća tražnja za novcem i manja ponuda. Nivo kamatnih stopa se nagoni naviše da bi se štednja i investicije vratile na jednakost. Kada nominalni prinos poraste na 7 procenata, a realna kamatna stopa se vrati na 5 procenata, kreditori i zajmoprimci će ponovo imati konzistentne planove štednje i investicija.

Konkretnije, ukoliko nominalna kamatna stopa poraste za očekivanu stopu inflacije, realna kamatna stopa (nominalna stopa minus očekivana stopa inflacije) biće previše niska. Kao što smo videli na slici 22.1, kada je realna stopa ispod ravnotežne, željena investicija prevazilazi štednju i realna kamatna stopa se povećava. Tako da je Fisherov doprinos čisto klasičnoj teoriji kamate bio u tome da bi, u ravnoteži, nominalna kamatna stopa porasla za očekivanu stopu inflacije a realna stopa bi ostala nepromenjena (određena štednjom i investicijama kod pune zaposlenosti).

Savremene modifikacije: Monetaristi i neoklasičari

Od kraja 1940-tih godina, grupa ekonomista na različit način povezanih sa Univerzitetom u Čikagu, dogradila je tradiciju klasičnih ekonomista korišćenjem modernih teoretskih i statističkih tehnika. Prvobitno nazivana Čikaškom školom, ali u poslednje vreme pominjana kao monetaristi ili novi klasični makroekonomisti, ova neformalna grupa je iznela veći broj ideja sa značajnim implikacijama za ulogu novca u ekonomiji. Radi pojednostavljenja, ponekad ovu grupu nazivamo **monetaristima**.

Monetaristi se pridržavaju skoro svih načela klasičnih ekonomista. Međutim, izvršili su neke modifikacije. Na primer, neki su koristili kvantitativnu teoriju kao okvir za opisivanje odnosa između M i PY , a ne samo između M i P . Ovaj pristup priznaje činjenicu da realni output može privremeno da odstupa od pune zaposlenosti i predstavlja pokušaj da se opiše šta utiče na ukupnu ekonomiju a ne samo nivo cena.

Međutim, mora se naglasiti, da ovaj širi pogled na kvantitativnu teoriju nikada ne može mnogo da odstupi od prvog stuba klasičnih ekonomista: Sayovog zakona. Moderni monetaristi još uvek smatraju da nevidljiva ruka gura ekonomiju prema nivou proizvodnje uz punu zaposlenost (Y_{FE}). Bilo kakva povećanja ili smanjivanja u Y koja proističu iz ekspanzija ili kontrakcija M , smatraju se privremenim. Kao što ćemo videti u poglavlju 26, veliki deo ove diskusije ima uporište u mnogo preciznijem utvrđivanju ukupne ponude i potražnje, sa kojima smo se upravo upoznali.

Druga modifikacija klasičnog mišljenja se pojavila tokom 1950-tih godina, sa Milton Friedman-ovim oživljavanjem kvantitativne teorije. Friedman je zamenio ideju o stabilnosti brzine manje militantnim stavom da je predvidiva. Ili, ako posmatramo na drugačiji način, tražnja za novcem ne mora da bude fiksni deo ukupnog trošenja, ali je blisko i na predvidiv način vezana za PY . Očigledno, ovo daje labaviju povezanost između novca i cena koja se mora opisati u statističkom smislu a ne običnim aritmetičkim postupkom. Ipak, ukoliko građani reaguju na predvidiv način na promene novčane mase, veliki deo klasičnog nasleđstva se održava.

Možda je najvažnija klasična tradicija koju podržavaju savremeni monetaristi ona koja se odnosi na prirodnu stabilnost ekonomije kod pune zaposlenosti. Ovim se objašnjava monetarističko odbijanje pokušaja države da fino doteruje ekonomsku aktivnost. Viši nivo ekonomske aktivnosti zahteva više kapitala i radne snage ili tehnoloških unapređenja; više novca samo vodi u inflaciju. Odgovor na ciklične padove je čekati prirodni porast. Intervencija države je nepotrebna i potencijalno je štetna.

HOD PO ŽICI

Novčana masa i Velika depresija

Većina ljudi veruje da je Velika depresija iz 1930-tih, započela slomom tržišta akcija 1929. godine. Iako je, zapravo, krah tržišta akcija započeo depresiju, prema mnogim ekonomistima, dubina i trajanje depresije se u velikoj meri mora pripisati velikoj kontrakciji novčane mase koja je usledila početkom kolapsa tržišta akcija.

Prvo o dimenzijama depresije. Bruto domaći proizvod u Sjedinjenim Državama je bio \$104 milijardi, 1929. godine. U 1930. godini, opao je za 13 procenata na \$90 milijardi, a u tri naredne godine BDP je nastavio da se smanjuje do niske tačke od svega \$56 milijardi, 1933. godine. Nezaposlenost je skočila sa 3 procenta civilne radne

snage 1929. godine, na neprihvatljivih 25 procenata 1933. godine!

Godine 1939. deceniju posle sloma tržišta kapitala, BDP je još uvek bio ispod svog nivoa iz 1929. godine, a nezaposlenost je još uvek bila 17 procenata kada je u pitanju civilna radna snaga.

U velikoj meri, dubina i trajanje depresije bili su posledica onoga što se dogodilo sa novcem i povezanim uticajem na trošenje. $M1$ (novac plus tekući računi) su, 1929. godine, bili \$26 milijardi. Do 1933. međutim, $M1$ je pao za 23 procenta, na samo \$19 milijardi. Drugim rečima, skoro četvrtina novčane mase je jednostavno nestala.

Ova kontrakcija novčane mase nastala je sa kolapsom bankarskog sistema. Od 1930. do 1933. godine, više od 9.000 komercijalnih banaka je bankrotiralo, odnoseći milijarde dolara depozita (tada još uvek nije postojalo federalno osigura-

nje depozita, pošto FDIC nije počeo da posluje do 1934. godine).

Tek je 1936. godine došlo do vraćanja novčane mase na njen nivo iz 1929. godine. Nije čudo što je kriza bila toliko duboka i dugotrajna.

Neoklasični makroekonomisti su dodali još jednu prepreku na uzaludnost napora države da vrši fino doterivanje - a to su **racionalna očekivanja**. Ova perspektiva, kao što ćemo detaljnije videti u poglavlju 27, naglašava da građani formulišu očekivanja na osnovu svih raspoloživih informacija, uključujući svoje znanje o tome kako se ekonomija ponaša. Prihvatanje da ekonomija teži ka punoj zaposlenosti podrazumeva da nijedan pokušaj povećanja novčane mase, da bi se smanjila nezaposlenost, neće biti uspešan. Građani će odmah izjednačiti povećanje novčane mase neutrališućim povećanjem cena. Tako da neće biti ekspanzionog uticaja na realnu ekonomsku aktivnost, pošto povećanja novčane mase istovremeno dovode do očekivanja većih cena.

Do neke mere, ovo su implikacije klasične ekonomije koje su obeležavale kejnzijansku revoluciju. U sledećem poglavlju ćemo ukazati na Kejnzijansko gledište, a onda ćemo se vratiti razmatranju tekuće politike u poglavljima 26 i 27.



"Gospodine Semple, vi koji hoćete da stimulirate ekonomiju, pomognete gradovima i očistite životnu sredinu, predstavljam vam gospodina Hobarta, koji želi da ekonomija, gradovi i životna sredina, sami o sebi vode računa. Sigurna sam da ćete vas dvojica imati mnogo tema za razgovor."

REZIME

1. Dva osnovna koncepta klasičnog mišljenja o novcu i celokupnoj ekonomskoj aktivnosti su Sayov zakon i kvantitativna teorija. Sayov zakon naglašava da je ekonomija inherentno stabilna kod pune zaposlenosti. Bilo kakva devijacija od tog nivoa ekonomske stabilnosti je samo privremena. Glavni mehanizam koji unapređuje stabilnost je fleksibilnost kamatnih stopa. Štednja i investicije se izjednačavaju putem varijacija kamatne stope.
2. Kvantitativna teorija novca tvrdi da je uticaj novca u klasičnoj ekonomiji ograničen na nivo cena. Povećanja novčane mase povećavaju cene, a smanjenja novca smanjuju nivo cena. Novac je neutralan u odnosu na realni sektor ekonomije. Postoji jasna razlika između realnih i nominalnih veličina.
3. U središtu kvantitativne teorije je stabilna tražnja za novcem. Konkretnije, tražnja za realnim novčanim saldima je predvidiv deo realnog BDP. Kvantitativna teorija može da se posmatra i kao stav o tome šta određuje ukupnu tražnju za robom i uslugama. Konkretno, ona kaže da povećanje novčane mase povećava ukupnu tražnju. Sa ukupnom ponudom, fiksnom kod pune zaposlenosti, uticaj povećanja novčane mase je povećanje cena.
4. Realnu kamatnu stopu određuju štednja i investicije. Kada se pojave inflatorna očekivanja, nominalna kamatna stopa raste da bi uključila inflacionu premiju, pri čemu realna stopa ostaje nepromenjena.
5. Moderni monetaristi tretiraju kvantitativnu teoriju mnogo fleksibilnije nego što su to činili njihovi klasični preci. Novac utiče na trošenje na predvidiv način a ne na rigidan numerički način. Dalje, ako je ekonomija ispod pune zaposlenosti, čak i realni output može da reaguje na promene novčane mase. Ali prirodna tendencija prema punoj zaposlenosti eliminiše svaki sistematičan uticaj promena novčane mase na realni output.

KLJUČNI TERMINI

Bruto domaći proizvod (BDP), str. 451	Kvantitativna teorija novca, 451	Racionalna očekivanja, str. 446
Jednačina razmene, str. 456	Laissez-faire, str. 452	Realni BDP, str. 459
Jednačina tražnje za novcem, str. 458	Monetarista, str. 464	Sayov zakon, str. 451
Klasična ekonomija, str. 451	Nominalni BDP, str. 459	Transakciona tražnja, str. 459
	Pristup novčanog salda, str. 458	Velocitet, str. 457

PITANJA

- 21.1 Objasnite zašto povećana želja za štednjom (koja podrazumeva manju želju za potrošačkim trošenjem) ne dovodi do nezaposlenosti, prema klasičnim ekonomistima.
- 21.2 Zašto klasični ekonomisti zastupaju stav da bi se cene udvostručile ako bi se novčana masa udvostručila?
- 21.3 Koji faktori određuju tražnju za novcem prema prvobitnoj kvantitativnoj teoriji?
- 21.4 Upotrebite krive ponude i tražnje da pokažete zašto klasični ekonomisti smatraju da je inflacija monetarni fenomen.
- 21.5 Objasnite zašto će ravnotežna nominalna kamatna stopa porasti za očekivanu stopu inflacije.
- 21.6 *Pitanje za diskusiju:* Da li su plate, cene i kamatne stope dovoljno fleksibilne da bi održale punu zaposlenost u što dužem periodu?

MEDIA
RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pretećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

PRILOG

Definicije BDP i odnosi



Ovde dajemo pregled ukupnih ekonomskih odnosa od osnova ekonomije. Razmatramo cirkularni tok prihoda i output-a, odvajanje štednje od investicija, i druge makroekonomske odnose koji će nam biti potrebni u nekoliko narednih poglavlja.

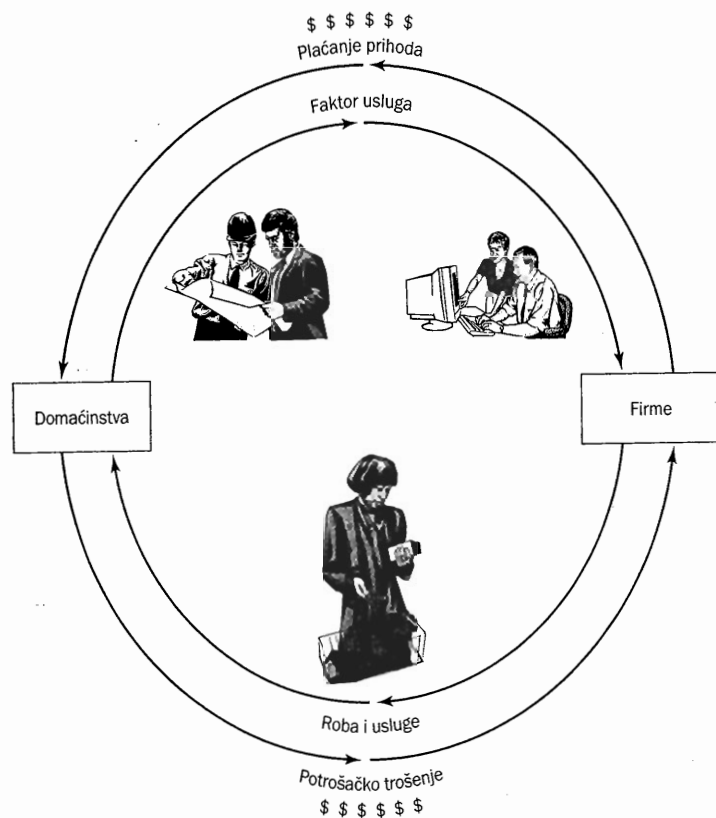
Cirkularni tok trošenja, prihoda i outputa

Počnimo tako što ćemo dati pojednostavljen prikaz ekonomije, deleći njene učesnike u dve grupe: poslovne firme i domaćinstva. Firme proizvode robu i usluge za prodaju; domaćinstva kupuju ovu robu i usluge i troše ih. Domaćinstva su u mogućnosti da kupe robu i usluge koje proizvode firme zato što ona pružaju firmama zemljište, radnu snagu, kapital i preduzetništvo potrebno za proizvodnju, otuda ona primaju kao prihod ukupna sredstva ekonomije. Ukupna vrednost robe i usluga koja se proizvodi u okviru Sjedinjenih Država se naziva bruto domaći proizvod (BDP), ili jednostavnije, nacionalni dohodak (Y), i on se može meriti ili ukupnim outputom koji su firme prodale ili ukupnim prihodom koji su dobila domaćinstva (u obliku plate, rente, kamate i profita).

Ovi odnosi su rezimirani na slici 22A.1, gde unutrašnji krug prikazuje tokove *realnih* stvari (faktori proizvodnje firmama i roba i usluge domaćinstvima), dok spoljašnji krug označava povezane *novčane* tokove (plaćanja prihoda domaćinstvima i novčanih troškova firmama). Odnos novčanog toka može simbolično da se napiše kao $C = Y$, pri čemu C predstavlja potrošnju domaćinstva za potrošačku robu, a Y predstavlja nacionalni dohodak ili BDP.

Sve dok kompanije prodaju sav svoj output, one će nastaviti sa proizvodnjom na tom nivou. Sve dok pretpostavljamo da se celokupan prihod koji dobijaju domaćinstva potroši na proizvedenu robu i usluge, proizvodnja je jednaka prodaji, output je jednak tražnji i imamo ravnotežu (nema tendencija da se bilo šta promeni). Ali, ako ovakvo stanje održavamo previše dugo, vi ćete zaspati u

položaju u kojem se sada nalazite, možda još uvek sa ovom knjigom u rukama (što je takođe ravnoteža). Zato ćemo morati malo da modifikujemo stvari kako bismo našu hipotetičku ekonomiju učinili da bude više kao realna.



(Slika 22A.1) Cirkularni tok trošenja, prihoda i outputa

Štednja i investicije

Domaćinstva ne troše sav svoj prihod; obično štede jedan deo. Štednja predstavlja odlivanje iz cirkularnog toka. Ukupan prihod domaćinstava (koji je jednak ukupnoj vrednosti robe i usluga koje proizvode firme) ne vraća se u potpunosti firmama u vidu troškova potrošnje. Štednja (S) se jednostavno definiše kao ukupan prihod (Y) minus potrošačko trošenje (C) - znači, $S = Y - C$. Ovo možda nema

nikakve posebne veze sa stavljanjem novca u banku, ispod slamarice ili na tržište akcija. Domaćinstva mogu da učine bilo šta od ovde pomenutog sa svojom štednjom - tj. sa viškom svog prihoda posle trošenja za potrošačku robu. Za sada se ne bavimo njihovim finansijskim transakcijama, već samo činjenicom da ako se ne potroši sav prihod implicira da je ukupno trošenje manje od ukupnog prihoda (i ukupne proizvodnje). Ako bi sve ostalo tako autput bi bio veći od prodaje i firme bi želele da smanje proizvodnju.

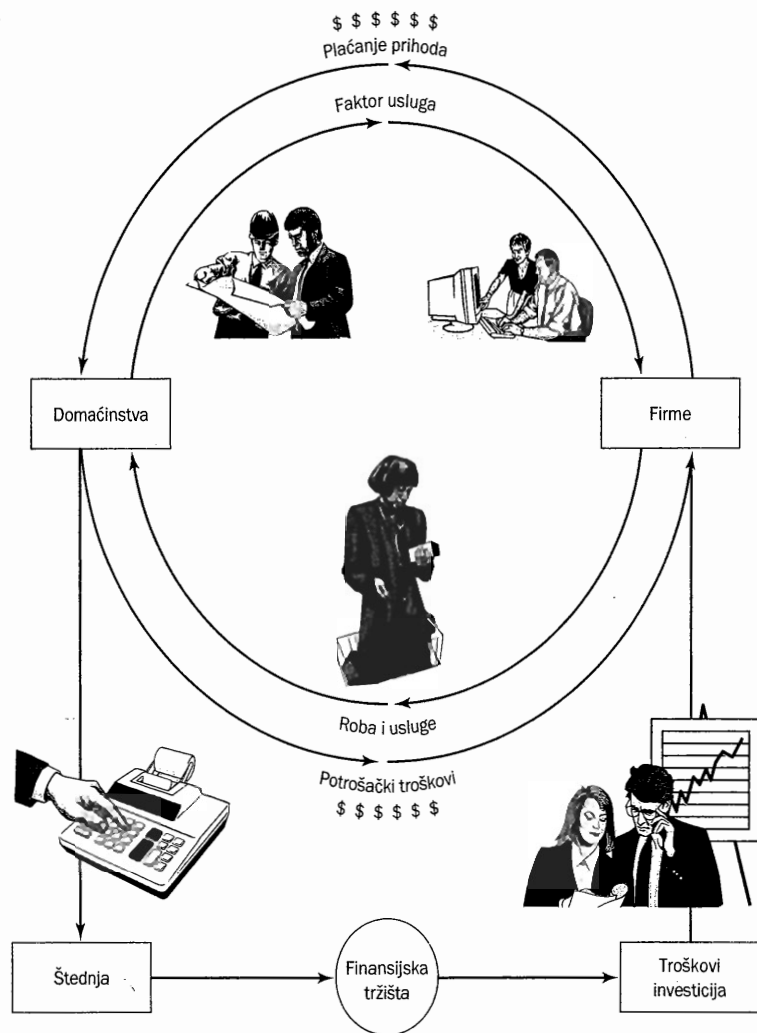
Ali nije sve izgubljeno. Potrošačka roba nije jedino što firme proizvode. Same firme dodaju svojim kapacitetima za proizvodnju zaliha ili zaliham - one kupuju robu i usluge za svoje sopstveno korišćenje, što nazivamo investicionom potrošnjom (I). Ako kompanije žele da investiraju (I) baš ono što domaćinstva žele da uštede (S), tada će sve što je proizvedeno još jednom biti prodato, ali ovoga puta i domaćinstvima (za potrošnju) i poslovnim firmama (za investicije). Naravno, nivo outputa će biti u ravnoteži (ura!). Ovakvo idealno stanje je prikazano na slici 22A.2 i može se predstaviti kao $C + I = Y$. Napominjemo da možemo da prikažemo i situaciju u kojoj je odlivanje usled trošenja domaćinstava (štednja) jednako trošenju firmi na investicije, ili u simbolima, $S = I$.

Na slici 22A.2 obeležili smo vezu koja spaja štednju i investicije: finansijska tržišta. Odluke da štede donose često ljudi koji se veoma razlikuju od onih koji investiraju - štednju nose mali ljudi u ekonomiji koji žele da smanje svoju potrošnju da bi se spremili za crne dane, dok investicije nose korporacijski direktori koji sede za velikim ovalnim stolovima okruženi sa trinaest telefona i četiri sekretarice. Ove, naizgled različite, grupe okupljaju finansijska tržišta, na kojima štednju običnih ljudi uzimaju direktori korporacija i onda troše na investiciona dobra, tako da obe grupe mogu da idu svojim putem.

Reč *investicija* je često zbunjujuća, zato što se koristi za značenje različitih pojmova. Ovde ima značenje kupovine „realnih“ proizvodnih kapaciteta, kao što su fabrike i mašine, dok se ova reč uobičajeno odnosi na čisto finansijske transakcije, kao što je kupovina akcija i obveznica. Kupovina akcija i obveznica može imati implikacije za realne investicije (kupovinu fabrika i mašina) ali to su potpuno različite stvari. U Delu VI investicija se odnosi na kupovinu proizvodnih kapaciteta.

Važno je naglasiti da je za pojavu ravnoteže outputa, kada je štednja jednaka investiciji, neophodno da domaćinstva *hoće da štede* isti iznos koji poslovne firme *hoće da investiraju*. Kao što smo ranije napomenuli u ovom poglavlju, klasični ekonomisti su smatrali da će kamatna stopa spojiti željenu štednju i investicije.

Moramo napraviti razliku između ovog uslova (gde je željena $S =$ željenoj I) i onog u kojem su S i I jednaki samo po definiciji. To jest, štednja se definiše kao $Y - C$. Ali $C + I = Y$, tako da je I takođe jednako $Y - C$. Tako, po definiciji, S mora uvek da bude jednako I , pošto su oba jednaka $Y - C$. Ali *ova* jednakost je ex post računovodstvena jednakost, koja je po definiciji uvek tačna. To nije ex ante bihevioristička jednakost koja nastaje iz onoga što građani *žele* da učine. Samo kada građani *žele* da štede onaj iznos koji firme *žele* da investiraju, prihod će biti u ravnoteži (ostaje nepromenjen). Konkretni primer je dat u sledećem poglavlju.



SLIKA 22A.2 Cirkularni tok koji uključuje štednju i investicije.

Do sada nismo uzimali u obzir državu (puste želje?) Ona, takođe, uvodi odlivanje između plaćanja prihoda i troškova potrošnje domaćinstva - naime, porezi (T). Kada država naplaćuje poreze, domaćinstva imaju manje da potroše na potrošačku robu (i manje da uštede). Ako se neka druga forma potrošnje ne poveća kada se zaračunaju porezi, proizvodnja će opet biti veća od zbira svih

vrsta troškova i ekonomska aktivnost će se smanjiti. Ali, država može da plasira kao kredit ova sredstva poslovnim firmama kako bi one mogle da povećaju investiciono trošenje ili sama država može da kupi robu i usluge od poslovnih firmi.

Ako je željeno trošenje u formi potrošnje (C), investicije (I) i državnih troškova (G) jednako ukupnom outputu ili $C + I + G = Y$, tada će taj nivo proizvodnje da se održi. Napominjemo da možemo opisati ovu situaciju kao situaciju u kojoj je ukupno odlivanje iz toka trošenja, štednja plus porezi, jednaka ukupnim injekcijama trošenja u formi investicije i državnih troškova ili $S + T = I + G$. U cilju pojednostavljenja ponekad možemo da pogledamo levu stranu kao ukupnu štednju a desnu stranu kao ukupnu investiciju.

Završna napomena: Naš izvoz u inostranstvo minus naš uvoz iz inostranstva, koji pominjemo kao neto izvoz (NX), takođe doprinosi ukupnoj tražnji (uvoz se mora oduzeti zato što je uključen u C , I i G , ali ne doprinosi domaćoj proizvodnji). Ova naša nova ravnoteža koja uključuje inostrani sektor je sledeća: Ukoliko je željeno trošenje u formi $C + I + G + NX$ jednako onome što je proizvedeno, tada će se održati nivo outputa.

Kejnzijanski okvir



John Maynard Keynes, prvi baron Tiltona (1883 - 1946) mnoge je stvari radio drugačije. Nas ovdje ne interesuje njegova sposobnost da zaradi bogatstvo špekulacijama na tržištu, uz istovremeno držanje predavanja na King's Collegeu, Cambridge; niti nas zanima njegova zanesenost lepšim stvarima u životu - balet, drama - kao ni njegova uloga dugogodišnjeg izdavačkog supervizora stručnog časopisa *Economic Journal*; kao ni njegove izuzetne sposobnosti u oblasti matematike, filozofije i literature. Ono što nas više interesuje je njegov doprinos ekonomiji kao nauci koji je dao u svojoj knjizi *The General Theory of Employment, Interest and Money* (*Opšta teorija o zaposlenosti, kamati i novcu*), koja je objavljena 1936. godine: kako je ona, od svog objavljivanja, revolucionarno delovala na razmišljanje svih ekonomista, kako je zamenila klasičnu ekonomiju kao konvencionalnu mudrost i kako je dovela do drugačijeg pogleda na zaposlenost, kamatu i novac.

Pre nego što detaljnije počnemo da razmatramo Kejnsov doprinos monetarnoj teoriji i usavršavanju njegovih ideja u rukama drugih ekonomista (zajednički nazvani **Kejnzijanci**), bilo bi korisno da pripremimo teren ukazivanjem na suštinsku razliku Kejnsovog gledišta u poređenju sa gledištem njegovih klasičnih učitelja. Kejnz se bavio kratkoročnim pitanjima, dok su klasični ekonomisti bili okupirani pitanjima na duge staze. Kejnsov stav prema pristupu njegovih klasičnih mentora se najbolje može ilustrovati njegovom, sada poznatom, izrekom: „na dugi rok, svi smo mi mrtvi”.

Klasični ekonomisti su objasnili zašto fluktuirajuće cene i kamatne stope neprekidno guraju ekonomsku aktivnost ka punoj zaposlenosti. Kejnz je, međutim, tvrdio da je ovim silama slobodnog tržišta potrebno dosta vremena da to same odrede. Kratkoročno gledano, može da dođe do dužih perioda slabe zaposlenosti. Iako je teško odrediti

granicu između toga šta znači na kratke a šta na duge staze, šest godina svetske depresije koje su prethodile objavljivanju Kejnsovog životnog dela, izgledale su kao previše dug period da se čeka da klasične tržišne sile ponovo uspostave punu zaposlenost.

Kejnz je bio preokupiran time šta je odredilo nivo realne ekonomske aktivnosti tokom ovih dugih perioda recesije ili depresije između tačaka pune zaposlenosti klasične škole. Realni output bi mogao da se poveća bez ikakvog povećanja nivoa cena ako se započne u dovoljno depresivnom stanju. Sve Kejnzove osnovne analize pretpostavljaju da je nivo cena fiksiran.¹ Zato, u ovom poglavlju, sve promene BDP-a predstavljaju realne promene. Dalje, u ovom poglavlju, kadgod se BDP pojavi bez modifikatora, značiće da se odnosi na *realni BDP*. Kao i u prethodnom poglavlju realni BDP se obeležava slovom *Y*.

Kejnz je očigledno morao da se usredsredi na ukupnu tražnju za robom i uslugama, dok je ponuda pune zaposlenosti bila nevažna za njegov konkretan problem. Teoretski, on je mogao da izabere kvantitativnu teoriju da bi opisao ukupnu potražnju, kao što je to činio u svom klasičnom periodu, pre 1936. godine. Ali, u ovoj svojoj novoj inkarnaciji, imao je druge planove u vezi sa novcem, planove koji su bili potpuno drugačiji od kvantitativne teorije. Dalje, smatrao je da mora da uvede novi paket analitičkih sredstava da bi se bavio problemom nezaposlenosti, pošto klasični ekonomisti nisu imali skoro ništa da kažu po ovim pitanjima. Kejnz je želeo da kreira model utvrđivanja BDP-a koji bi objasnio kako ekonomska aktivnost može da bude ravnotežna uz *manju* od pune zaposlenosti. Koga, ili šta, treba kriviti za depresivni nivo ekonomske aktivnosti? Do koje mere je kriv novac?

Kada štednja nije jednaka sa investicijama

Prilog uz prethodno poglavlje pokazao je da bi BDP bio na ravnotežnom nivou - tj. bez tendencije promena - sve što je proizvedeno mora da se proda potrošačima ili da se namerno pripiše akcijskom kapitalu kao investicija poslovnih firmi. Takođe smo rekli da se ovo stanje ravnoteže može iskazati: Ukupna štednja koju *žele* domaćinstva mora da bude jednaka ukupnim investicijama koje *žele* firme. Na taj način će se isticanje iz tokova trošenja u obliku štednje nadoknaditi željenom investicionom potrošnjom i svi će biti zadovoljni.

Napomenuli smo u tom prilogu da je *ex post* (kada je sve već rečeno i učinjeno) štednja uvek jednaka investicijama. Samo je u *ex ante* (željenom) smislu

¹ Na kraju poglavlja opisaćemo kako izgleda ukupna ponuda i potražnja data na slici 22.3.

jednakost štednje i investicija u stanju ravnoteže. Uzmimo konkretan primer ovih odnosa da pripremimo teren za našu daskusiju u preostalom delu ovog poglavlja.

Pretpostavimo da preduzetnici proizvode \$1.000 milijardi outputa (*Y*) uz punu zaposlenost i očekuju da će prodati \$800 milijardi potrošačima (*C*) i žele da preostalih \$200 milijardi upotrebe za investicije (uključujući akumulaciju zaliha). Oni će nastaviti da proizvode po toj stopi samo ako se njihova prodaja realizuje.

Ako potrošači planiraju da kupe robu i usluge u vrednosti od \$800 milijardi i *žele* da uštede \$200 milijardi, sve je u redu. Ali šta ako potrošači odluče da potroše samo \$700 milijardi na potrošačku robu, što znači da žele da uštede \$300 milijardi? Šta će se dogoditi?

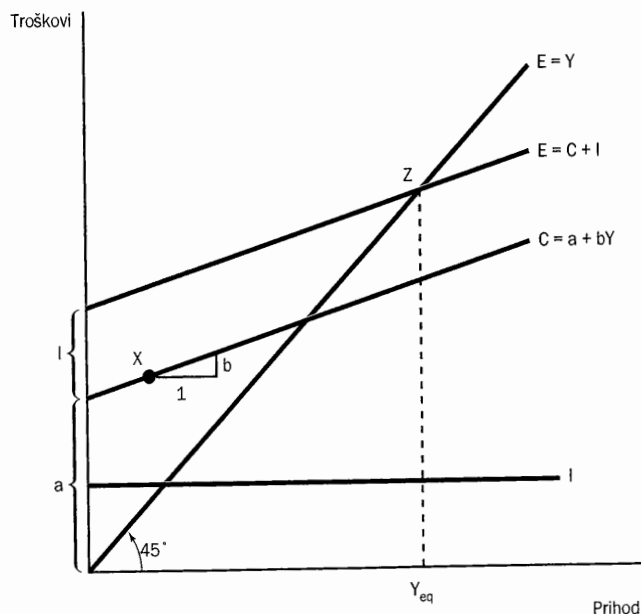
Pod pretpostavkom da potrošači uspeju da ostvare svoje planove potrošnje, preduzetnici će završiti sa prodajom od samo \$700 milijardi, mada su proizveli robu široke potrošnje i usluge u iznosu od \$800 milijardi. Očigledno je da su njihovi planovi prodaje razočarali i da oni završavaju sa *extra* iznosom od \$100 milijardi (neželjenih) zaliha. Oni zapravo *završavaju* sa investicijom od \$300 milijardi (isti iznos kao iznos štednje): njihova planirana akumulacija kapitala od \$200 milijardi plus \$100 milijardi *nenameravane* akumulacije zaliha. Štednja (*S*) jednaka je investicijama (*I*) *ex post*, ali *željena* štednja prevazilazi *željene* investicije za \$100 milijardi.

Ključna konfrontacija između klasičara i Kejnzejana se zasniva baš na ovakvim okolnostima: Šta se događa kada *željena* štednja prevazilazi *željene* investicije? Klasičari su imali serije jednostavnih odgovora zasnovanih na jednom principu - *cene se koriguju* kada postoji višak ponude ili tražnje za bilo kojom robom (ili za svom robom zajedno). Zato, kada postoji višak ponude koja se ne prodaje, preduzetnici smanjuju svoje cene da bi se oslobodili neprodatih zaliha, radnici smanjuju svoje zahteve za nadnicama da bi izbegli nezaposlenost, a kamatna stopa (*cena* zaduživanja) se smanjuje kada štednja prevazilazi investicije. Pad kamatnih stopa smanjuje željenu štednju (direktno povećavajući željeno trošenje potrošača) i povećava željene investicije, sve dok željena štednja i željene investicije ponovo ne budu jednake i preduzetnici ne budu zadovoljni sa svojim prethodnim (ravnoteža pune zaposlenosti) nivoom proizvodnje. Sve ovo je već, na mnogo formalniji način, rečeno u prethodnom poglavlju.

Ali Kejnz nije imao razumevanja za ovo. Cene su krute i verovatno se neće smanjiti sa gomilanjem zaliha. Dnevnice su poznate po otporu prema snižavanju i, ono što je još važnije, fluktuiranje kamatnih stopa ne dovodi u ravnotežu željenu štednju i željene investicije. Kamatna stopa se utvrđuje na tržištu novca; ona dovodi u ravnotežu ponudu i potražnju novca, a ne štednju i investicije. (Zato je Kejnz odbacio kvantitativnu teoriju što ćemo kasnije i videti u mnogo detaljnijem obrazlaganju.)

Pod pretpostavkom da kamatna stopa ne dovodi štednju u jednakost sa investicijama šta se događa kao rezultat neželjene akumulacije zaliha? Kejnz je mislio da će nivo realnog outputa, a ne cene, najbrže reagovati. Preduzetnici sa

neželjenim akumuliranim zalihama će verovatno smanjiti proizvodnju. Autput će padati sve dok željena štednja bude veća od investicija. Pošto je nivo cena bio nepromenjen i realni autput i prihod će padati. Dokle? Sve dok željena S ne bude jednaka željenim I , kada se postigne nova ravnoteža BDP-a, niža nego ranije. Da bi nam pomogao da vidimo dokle će BDP padati kada je željena štednja veća od željenih investicija, Kejnz je ustanovio funkciju potrošnje (ili, ako posmatramo na drugi način, funkciju štednje).



SLIKA 23.1 Potrošnja određuje prihod

Lična potrošnja i prosto utvrđivanje BDP-a

Počnemo od utvrđivanja ravnotežne proizvodnje ili BDP-a, gde se BDP meri ostvarenim prihodom i prodanim autputom (kako je opisano u prilogu prethodnog poglavlja). Na slici 23.1 dat je poznati Kejnzijanski unakrsni dijagram. Na horizontalnoj osi merimo realan prihod i realan autput (i jedno i drugo pretstavljeno sa Y) a na vertikalnoj osi merimo različite vrste troškova. Radi jednostav-

nosti, beležimo horizontalnu osu kao prihod a vertikalnu osu kao troškove. Linija povučena od početka pod uglom od 45 stepeni razgraničava jednake veličine na svakoj osi (setite se ravnokrakih trouglova iz osnova geometrije) i otuda trasira stanje ravnoteže $E = Y$ ili trošak jednako prihod.

Troškovi imaju dva oblika: **potrošačko trošenje** i **investicije** (za neko vreme ćemo zanemariti državni i inostrani sektor). Kejnz je tvrdio da potrošačko trošenje zavisi uglavnom od nivoa prihoda (Y) - što je veći prihod veće je potrošačko trošenje. Prema tome, na slici 23.1 željeno potrošačko trošenje je prosta linearna funkcija prihoda (Y):

$$C = a + bY$$

Slovo b je nagib linije, ili $\Delta C/\Delta Y$, promena potrošačkog trošenja po jedinici promene prihoda (pogledajte tačku X na slici 23.1). To se naziva **marginalna sklonost trošenju** i pretpostavlja se da treba da bude manja od 1. Na primer, ako je $b = 0,8$, znači da povećanje prihoda Y od \$100 povećava C za \$80. (To takođe znači da štednja raste za \$20).

U funkciji **potrošačkog trošenja** a je konstantan termin. On označava nivo C ako je Y nula (verovatno da ljudi jedu i kada nemaju nikakav prihod - mnogi od nas imaju takve slične rođake) i ukratko pokazuje sve druge uticaje na potrošačko trošenje pored prihoda. Na primer, ako ste kupili Xerox kada je koštao \$1 po akciji (1958. godine), sada biste potrošili mnogo više nego da ste kupili srebro kada je unca bila \$50 (u januaru 1980.). Prema tome, funkcija potrošačkog trošenja mogla je da se pomera na gore ili na dole, što se obeležava manjim ili većim vrednostima za a , ako su ljudi bogatiji ili siromašniji, mada naša jednačina pokazuje da bi oni i dalje trošili \$8 od svakih \$10 *povećanja* ostvarenog prihoda.

Što se tiče investicije (I), Kejnz se složio sa klasičarima da je to funkcija kamatne stope na obveznice. Preduzetnici očekivanu stopu povraćaja na planiranu investiciju upoređuju sa kamatnom stopom.²

2 Stopa povraćaja od investicije utvrđuje se na osnovu budućeg očekivanog dolarskog prihoda od projekta i tekućih troškova investicije. Konkretno, ako se očekuje da će investicija ostvariti \$105 sledeće godine a potreban je novčani rashod od \$100, možemo sasvim jednostavno da izračunamo stopu povraćaja. To je ona stopa diskonta koja izjednačuje budući očekivan povraćaj sa tekućim troškom, odnosno $100 = 105 / (1 + q)$, gde je q stopa diskonta ili, u našoj terminologiji, stopa povraćaja. U ovom slučaju to je čisto jednako 0,05 ili 5 procenata. Nazivamo q stopom diskonta zato što ona smanjuje (diskontuje) iznos od \$105 koji dospeva sledeće godine na njegovu sadašnju vrednost (vreme je novac).

Posmatrano na drugi način, \$100 uloženi po stopi od 5 procenata na godinu dana ($100 \times 1,05$) daje \$105 kroz godinu dana. Ova perspektiva daje putokaz kako treba tretirati povraćaje posle dve godine. Odnosno, \$100 uloženo po stopi od 5 procenata na dve godine ostvaruje $100 \times 1,05$ posle godinu dana ili iznos od \$105, koji se zatim reinvestira i ostvaruje iznos od \$110,25 posle dve godine ($\$105 \times 1,05 = \$110,25$). Prema tome, ako je R_2 očekivani prihod posle dve godine od danas, on se mora diskontovati dva puta, odnosno

$$C = \frac{R_2}{(1 + q)(1 + q)} = \frac{R_2}{(1 + q)^2}$$

Oni investiraju sve dok stopa povraćaja prevazilazi kamatnu stopu i sve do tačke na kojoj je očekivani povraćaj poslednje investicije jednak kamatnoj stopi. Ako kamatna stopa pada, investicioni projekti sa nižim očekivanim povraćajem postaju profitabilni i investiranje će se povećati. Za sada uzimamo kamatnu stopu koja je data. Takođe, uzimamo očekivanja koja su data, što je čak spornija propozicija. Pod ovakvim uslovima, investicija je konstantan iznos (recimo \$200 milijardi) kako je prikazano na horizontalnoj liniji označenoj I , na slici 23.1.

Ravnotežni autput je predstavljen linijom $E = Y$, gde je ukupan željeni trošak (E) jednak ukupnom prihodu Y . Ukupan željeni trošak je zbir željenog C i željenog I , odnosno, na slici 23.1 linija $E = C + I$, što je vertikalni zbir $C (= a + bY)$ i I . Tačka na kojoj se linija željenog troška ($E = C + I$) ukršta sa linijom proizvodnje jednake troškovima ($E = Y$) predstavlja ravnotežni prihod (Y_{eq}). Tačka Z na slici 23.1 je takav primer. Na nivou proizvodnje Y_{eq} željeni trošak je jednak prihodu.

Tačno je da je željena štednja jednaka željenoj investiciji na istom nivou prihoda. Željena štednja se daje kao razlika između prihoda i željenog potrošačkog trošenja (tj. $S = Y - C$). Ovo se može izmeriti vertikalnom razlikom između linije na 45 stepenu i funkcije potrošačkog trošenja. Na slici 23.1 jedina tačka na kojoj je štednja (vertikalna razlika između linije na 45 stepenu i funkcije potrošačkog trošenja) jednaka sa investicijom (razlika između linije $E = C + I$ i funkcije potrošačkog trošenja) je kod tačke Y_{eq} .

Na slici 23.2 nacrtali smo funkciju štednje eksplicitno, gde se prihod Y meri duž horizontalne ose a uštedeni ili investirani dolari nalaze se na vertikalnoj osi. Štednja je definisana kao $Y - C$, tako da je željena štednja S jednaka $Y - (a + bY)$. Preformulisane termina (i faktorisanje Y) daje:

$$S = -a + (1 - b)Y$$

koja se zove **funkcija štednje**. Marginalna sklonost štednji jednako je 1 minus marginalna sklonost trošenju (od svakog dolara povećanja prihoda Y , pojedinac potroši b centi a uštedi $1 - b$ centi). Na slici 23.2 jasno se vidi da je samo kod prihoda Y_{eq} željena štednja jednaka investiciji. Na višim nivoima prihoda, željena štednja prevazilazi željenu investiciju; dok je na nižim nivoima prihoda željena štednja manja od željene investicije.

Opšta formula za stopu povraćaja je sledeća. Ako se očekuje prihod R_1, R_2, \dots, R_n tokom sledećih n godina, onda se diskontna stopa q koja je jednaka C , tekući trošak, do očekivanog toka prihoda, kao u

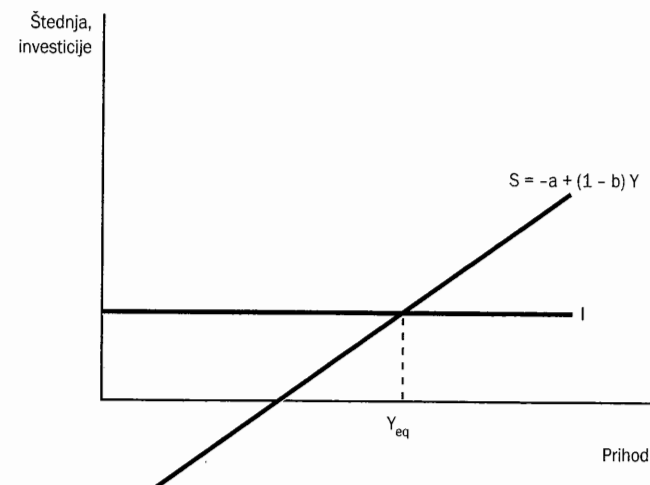
$$C = \frac{R_1}{(1+q)} + \frac{R_2}{(1+q)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+q)^n}$$

naziva stopa povraćaja od investicionog projekta. Opustite se - imate najmanje 13 sekundi da obavite potrebno računanje.

Ko se od vas još uvek seća poglavlja 4 videće da je ova jednačina vrlo slična jednačini koja se koristi za obračunavanje prinosa (stopa povraćaja) na obveznice. Samo zamenite P (cenu obveznice) sa C , uzmite kupone (C_1 do C_n) gde su R i zamenite q sa kamatnom stopom (r). Ustvari, kada to uradite, formule su iste, a to je odlično jer u oba slučaja izračunavate stopu povraćaja. Naravno, to ne olakšava izračunavanje ovih stvari.

Promene BDP-a

Da li će proizvodnja i prihod ostati zauvek na nivou Y_{eq} , kao na slici 23.1? Ostaće ako funkcija potrošačkog trošenja (a time i funkcija štednje) ostane gde se nalazi i ako se željena investicija takođe ne menja. Da li je to dobro? Da, ako je Y_{eq} nivo pune zaposlenosti ekonomije. Ali ne samo da Kejnz ne bi garantovao da će biti pune zaposlenosti, već je bio ubeđen da bi to bila samo srećna slučajnost i kad bi je bilo. On je smatrao da nivo ekonomske aktivnosti trpi jake uspone i padove zato što je nivo investicija vrlo nestabilan. Funkcija potrošačkog trošenja je sasvim stabilna - uvek možete da računate da će domaćinstva potrošiti predviđeni procenat prihoda. Ali ako preduzetnici postanu neizvesni u pogledu buduće prodaje, na primer, tada će se željena investiciona potrošnja smanjiti i BDP će pasti.



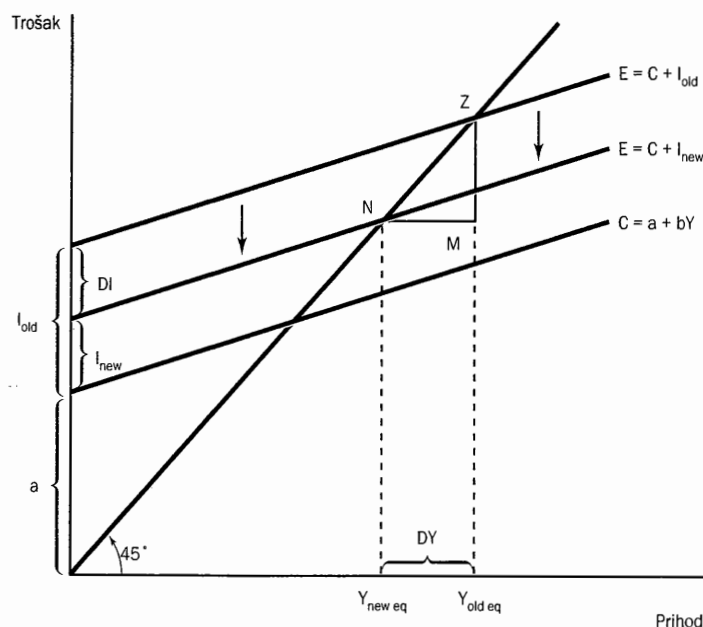
SLIKA 23.2 Štednja i investicije određuju prihod

Postoje dva načina da se utvrdi koliko će se smanjiti BDP kada željena investiciona potrošnja padne. Pogledajmo prvo šta se dešava sa ukupnom potrošnjom (investicije i potrošačko trošenje) kada željena investicija pada - široki pristup dat na slici 23.1. Zatim ukupnu potrošnju možemo da posmatramo sa gledišta odnosa između investicije i štednje - odvojeni kadar sa S i I na slici 23.2.

Na slici 23.3 ponovo smo uneli ravnotežnu tačku Z , kao na slici 23.1 i ravnotežni prihod vezano sa starom funkcijom ukupne potrošnje $E = C + I_{stara}$. Ako željena investicija padne na I_{novu} , tada funkcija ukupne željene potrošnje pada na

$E = C + I_{nova}$ nova ravnotežna tačka je kod N , a prihod pada na $Y_{nova eq}$. Pad prihoda je označen kao ΔY (promena Y) i meri se promenom prihoda duž horizontalne ose ili rastojanjem MN (dato paralelno sa horizontalnom osom). Kao što se može videti na slici 23.3, smanjenje prihoda *premašuje* smanjenje investicije: smanjenje prihoda je ZM , što je jednako sa MN po konstrukciji, dok je pad investicije samo deo ZM .

Zašto se prihod menja za neki *umnožak* promena investicione potrošnje? Sasvim jednostavno, zato što kada se menja investiranje i prihod počinje da se smanjuje (ili povećava), postoji dalja *indukovana* promena potrošačkog trošenja. Potrošačko trošenje je funkcija prihoda i uvek kada postoji promena Y , iznos $b \Delta Y$ utiče na potrošačko trošenje, gde je b marginalna sklonost trošenju.



SLIKA 23.3 Pad investicione potrošnje smanjuje Y za višestruke promene investicija.

Koliki je ΔY u vezi sa određenom ΔI ? BDP će se promeniti za zbir promena u obe komponente troškova, naime $\Delta I + \Delta C$.

Algebarski:

$$\Delta Y = \Delta I + \Delta C$$

Ali mi znamo da, kada je sve rečeno i urađeno, $\Delta C = b\Delta Y$ (iz naše funkcije potrošačkog trošenja). Zamenom $b\Delta Y$ za ΔC dobijamo:

$$\Delta Y = \Delta I + b\Delta Y$$

Sada možemo da rešimo nepoznatu vrednost ΔY izdvajanjem ΔY na levoj strani. Ovo ćemo učiniti oduzimanjem $b\Delta Y$ na svakoj strani, što iznosi

$$\Delta Y - b\Delta Y = \Delta I$$

Faktorisanje brojeva ΔY na levoj strani daje:

$$\Delta Y (1 - b) = \Delta I$$

Deljenjem na obe strane sa $(1 - b)$ dobija se:

$$\Delta Y = \Delta I \frac{1}{1 - b}$$

gde je $1 / (1 - b)$ poznat kao **multiplikator**. Ako je b , marginalna sklonost trošenju, jednako 0,8, tada će promena prihoda biti pet puta početna promena investicije. Ako je $b = 0,5$, promena prihoda će biti dva puta početna ΔI .³

Drugi način posmatranja ovog procesa jeste postaviti uslov ravnoteže da naša željena štednja (S) bude jednaka željenoj investiciji (I). Na slici 23.4 vidimo da je kod prihoda $Y_{stari eq}$ investicija I_{stara} jednaka željenoj štednji. Kada investicija padne do I_{nova} a prihod je još uvek kod $Y_{stari eq}$ željena štednja premašuje željenu investiciju i prihod mora da padne. Prihod pada dovoljno da umani željenu štednju dok se ne izjednači sa investicijom. Ali, na osnovu naše funkcije štednje, mi znamo tačno koliko se štednja menja po jedinici ΔY :

3 Multiplikator se ponekad izvodi eksplicitnijim korišćenjem sukcesivnih rundi lične potrošnje koje se kreću od početne investicije ΔI . Na primer, na početku ΔI proizvodi direktnu promenu prihoda, ΔY , jednako ΔI . Ali tada se lična potrošnja promeni za $b\Delta Y$ (što je jednako $b\Delta I$). Ovo prouzrokuje dalju promenu lične potrošnje, $b(b\Delta I)$. Ovaj tok se nastavlja sa sukcesivnim dodavanjima BDP-u koja su sve manja i manja zato što je b manje od celine, otuda je b^2 manje od b , b^3 je manje od b^2 itd. Ukupna ΔY je jednaka početnoj promeni investicije i svim narednim promenama lične potrošnje (koje se kreću od $\Delta I = \Delta Y$). Odnosno, $\Delta Y = \Delta I + b\Delta I + b^2\Delta I + b^3\Delta I + \dots + b^n\Delta I$. Desna strana je geometrijska progresija čiji se zbir dobija putem

$$\Delta I \times \frac{(1 - b^n)}{(1 - b)}$$

Pošto je b manje od celine, b^n se približava nuli kada je n veći; otuda dobijamo

$$\Delta Y = \Delta I \times \frac{1}{(1 - b)}$$

što je (prilično iznenađujuće) ista formula koju smo izveli u tekstu! Ove sukcesivne runde lične potrošnje su zaokružene zajedno u tekstu u jedan $b\Delta Y$, rečima „posle svega što je rečeno i učinjeno“, dok to ovde dobijamo iz svake runde ΔY .

$$\Delta S = (1 - b) \Delta Y$$

Pošto željena ΔS mora da bude jednaka željenoj ΔI u ravnoteži, možemo da postavimo sledeći uslov:

$$\Delta I = \Delta S$$

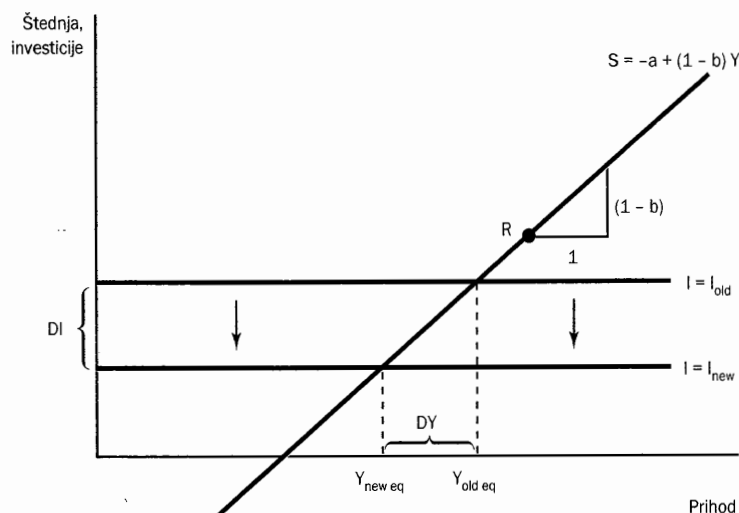
i zatim da direktno povežemo ΔI sa ΔY zamenom $(1 - b) \Delta Y$ za ΔS . Otuda:

$$\Delta I = (1 - b) \Delta Y$$

Deljenjem obe strane sa $(1 - b)$ proizilazi:

$$\Delta Y = \Delta I \frac{1}{1 - b}$$

Što je, na našu veliku žalost, ista formula multiplikatora kao i ranije.



SLIKA 23.4 Pad investicione potrošnje smanjuje Y višestrukom promenom investicija.

Autonomne prema indukovanom promenama BDP-a

Slike 23.3 i 23.4 pokazuju da će sve ono što pomera *poziciju* funkcije ukupne željene potrošnje menjati BDP. Takva pomeranja pozicije funkcije potrošnje nastaju **autonomnim promenama potrošnje** (autonoman = nezavisan; u našem slučaju nezavisno od BDP-a). Što je veći obim autonomnih promena potrošnje to će biti veće promene ekonomske aktivnosti.

Ali priča o multiplikatoru je zasnovana na činjenici da autonomne promene potrošnje takođe *indukuju* dalje promene potrošnje - u našem slučaju preko funkcije lične potrošnje. Što je veća sklonost trošenju iz povećanja prihoda ili što je veći *nagib* funkcije potrošnje (b je veće), to će biti veća indukovana promena potrošnje a prema tome i veće ΔY .

Sada možete da shvatite zašto je Kejnz podelio potrošnju u dve kategorije: potrošačko trošenje i investicije. Ono što je njega stvarno interesovalo bile su indukovane naspram autonomnih odluka za trošenje. Tvrdio je da je potrošačko trošenje uglavnom indukovano dok je investiciona potrošnja uglavnom autonomna (nezavisno od prihoda, ali je funkcija očekivane stope povraćaja na kapital i kamatne stope) Naravno, na investicione izgleda može da utiče prodaja (tekuća i buduća) koja je sigurno povezana sa BDP. Slično, željena lična potrošnja može da se menja nezavisno od tekućeg prihoda; konstantan broj funkcije lične potrošnje, a , pomera se kada Xerox ide sa \$10 na \$100 po akciji. Ipak, Kejnz je i dalje smatrao da je potrošačko trošenje u velikoj meri indukovano (od Y), dok je investiciona potrošnja u velikoj meri nezavisna (od Y).

Izvoz i uvoz

Korisno je napomenuti da gore izvedeni izraz multiplikatora može da se modifikuje sasvim jednostavno da bi uzeo u obzir druge izvore ΔY . Konkretno, ΔY je vezan za *bilo koju* autonomnu promenu potrošnje (ΔA) putem istog faktora $1/(1 - b)$. Odnosno:

$$\Delta Y = \Delta A \frac{1}{1 - b}$$

Na primer, izvoz povećava agregatnu tražnju pošto izvoznici kupuju robu u zemlji a isporučuju je u inostranstvu, dok uvoz smanjuje domaću agregatnu tražnju zato što je trošenje uvoznika za robu ili investicije usmereno u inostranstvo. Tako smo u prilogu uz prethodno poglavlje naglasili da se neto izvoz (NX), izvoz minus uvoz, dodaje domaćoj agregatnoj tražnji. Shodno tome, autonomno povećanje neto izvoza generisaće višestruko povećanje u BDP-u dok će autonomno smanjenje neto izvoza dovesti do višestrukog smanjenja u BDP-u.

Šta bi moglo da prouzrokuje pomeranja neto izvoza? U našoj diskusiji o deviznim sredstvima u poglavlju 10 naglasili smo da kada stranci žele veće koli-

čine naših proizvoda, bilo zbog cena ili što njihovom promenjenom ukusu više odgovaraju, naš izvoz raste a kada mi želimo veće količine inostranih proizvoda zbog toga što se promenio ukus i cene, tada će se naš uvoz povećati.

Mada promene neto izvoza mogu očigledno da utiču na agregatnu tražnju, najveći deo našeg izlaganja (izuzimajući efektivnost monetarne politike) nastavlja se sa neto izvozom u pozadini. Više formalno, ukoliko ne kažemo drugačije, pretpostavljamo da je $NX = 0$, odnosno neto izvoz je jednak nuli, odnosno naš izvoz je približno jednak našem uvozu.

Država pritiče u pomoć

Veliki problem makroekonomije, prema Kejnzu, bio je u tome što bi promene autonomne potrošnje aktivirale fluktuacije ekonomske aktivnosti - vrlo velike fluktuacije, preko multiplikatora, ukoliko bi indukovana komponenta troška bila velika. Ove velike fluktuacije BDP-a bi bile vezane za nezaposlenost u slučaju da BDP padne ispod svog nivoa pune zaposlenosti zbog smanjenja autonomne potrošnje. Šta učiniti? Odgovor klasičara na takvu situaciju bio je da se ne radi ništa - laissez-faire. Ne dirati i prepustiti da dugi rok dovede stvari u red. Ali to nije bio Kejnzijanski odgovor.

Kejnz je bio izvorni Veliki potrošač (poznata muzička numera). Ako privatni sektor ne troši dovoljno da bi zadržao sve zaposlene, prepustite to Džordžu da to učini (kralju Džordžu, naravno). Državna potrošnja i oporezivanje se mogu koristiti da neutrališu autonomne snage koje udaraju na BDP i da se na taj način ponovo uspostavi puna zaposlenost.

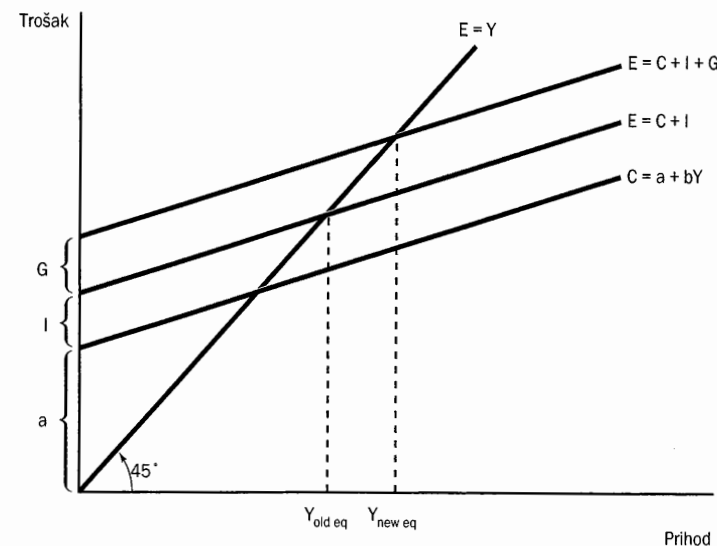
Nije naročito teško uneti državne rashode i poreze u naš jednostavan model. BDP je jednak zbiru svih troškova u ekonomiji - lične potrošnje, investicija i državne potrošnje:

$$C + I + G = Y$$

Pod pretpostavkom da je državna potrošnja na nekom fiksnom nivou G , možemo jednostavno da unesemo drugu liniju na slici 23.1 koja će se odnositi na autonomnu državnu potrošnju. Ovo je učinjeno na slici 23.5 gde je $Y_{novi eq}$ novi ravnotežni nivo prihoda kada se unese državna potrošnja.

Država obično finansira svoje rashode oporezivanjem. Porezi ne smanjuju potrošnju direktno, u onom smislu u kom državni rashodi direktno utiču na promenu potrošnje. U stvari, porezi smanjuju iznos prihoda kojim domaćinstva raspolazu za potrošačko trošenje. Lična potrošnja (potrošačko trošenje) nije u velikoj meri funkcija BDP-a već je funkcija **raspoloživog prihoda**, gde se definiše kao iznos jednak prihodu umanjenom za poreze ($Y - T$). Sada imamo novu funkciju lične potrošnje i to je:

$$C = a + b(Y - T)$$



SLIKA 23.5 Prihod raste unošenjem državne potrošnje.

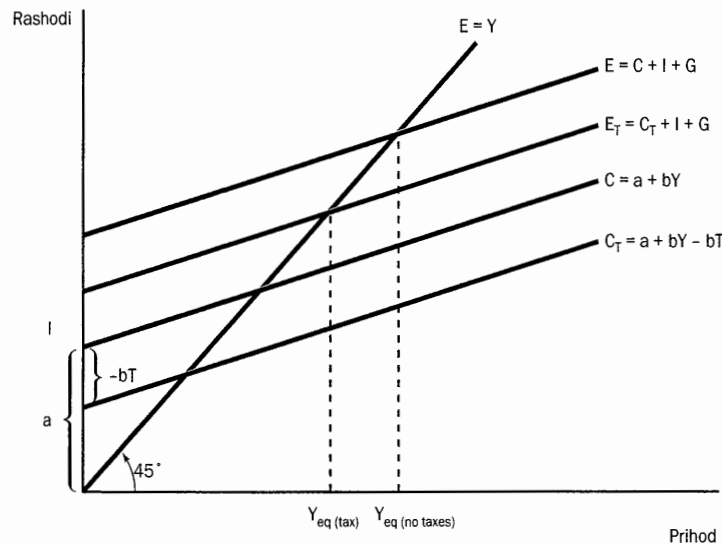
Odnosno, posle množenja, funkciju lične potrošnje možemo da napišemo kako sledi:

$$C = a + bY - bT$$

Lako je shvatiti da kada porezi idu na gore za \$10, lična potrošnja opada za b puta taj iznos (ili ako je $b = 0,8$ za \$8). Razlog je sasvim jednostavan: ljudi se odnose prema dolaru prihoda koji im je uzela država na isti način kao i prema svakom drugom padu dolarske vrednosti prihoda - oni smanjuju troškove lične potrošnje za marginalnu sklonost trošenju puta promena.

Porezi u stvari uvode istu vrstu curenja između prihoda i potrošnje koje stvara štednja. Prema našem modelu ne postoji razlika u tome da li ljudi smanjuju svoje potrošačko trošenje zato što osećaju da tako treba činiti ili zato što država kaže da bi bilo lepo ako to rade (zanimljivo, ako ne mislite kao što je navedeno u drugom slučaju, završićete tako što ćete dobiti prugastu uniformu i besplatnu sobu i hranu za period od jedne do pet godina). I u jednom i u drugom slučaju, funkcija lične potrošnje se pomera na dole. Slika 23.6 pokazuje nivoe ravnoteže BDP-a sa i bez poreza. Slike 23.5 i 23.6 sugerišu da promene državne potrošnje i poreza proizvode efekte multiplikatora na BDP. U ovom pogledu oni su isti kao i svaka druga vrsta autonomnih troškova. Ali postoji jedna velika razlika: Državna politika može da izmeni poreze i državnu potrošnju.⁴

⁴ Zanimljivo je činjenicu da porezi variraju sa nivoom prihoda. Model se ovim neznatno menja ali za naše svrhe bolje je bez te komplikacije.



SLIKA 23.6 Uvođenje poreza smanjuje prihod.

NEZVANIČNO

Tokovi ekonomije

Čitanje finansijskih novosti je prilično komplikovano kada je predmet celokupna ekonomska aktivnost. Ustvari, kada se meri performansa ukupne ekonomije ne postoji nijedna pojedina brojka koja to može da obavi. Umesto toga, mnogi statistički podaci koje država saopštava i koji se objavljuju mesečno ili kvartalno u poznatim dnevnim novinama, služe kao značajni indikatori. Bilo bi korisno podeliti ove statističke podatke na merila ukupnog outputa i nezaposlenosti s jedne strane i nivoa cena i inflacije s druge strane.

Ukupan output i nezaposlenost

Najobuhvatnija mera ekonomske aktivnosti je realan BDP. Procene se objavljuju u aprilu za prvi kvartal (januar - mart) i u julu za drugi kvartal (april - juni) itd. Mada se realan BDP saopštava kao dolarski iznos, najvažniji podatak je njegova stopa rasta. Prema tome, ako realan output raste

po godišnjoj stopi od 4 procenta tokom jednog kvartala, smatra se da je to brz tempo ekonomske aktivnosti; ako raste samo za 1 procenat smatra se da je razvoj usporen.

Najvažnija brojka koja se objavljuje mesečno je stopa nezaposlenosti. Stopa nezaposlenosti između 5 i 6 procenata smatra se da je politički prihvatljiva i da pokazuje da ne postoji inflatorni pritisak. Povećanje stope nezaposlenosti za polovinu od jednog procenta tokom perioda od jednog ili dva meseca implicira da se ekonomska aktivnost smanjuje u dovoljnoj meri da uzme svoj danak u radnoj snazi.

Nivo cena

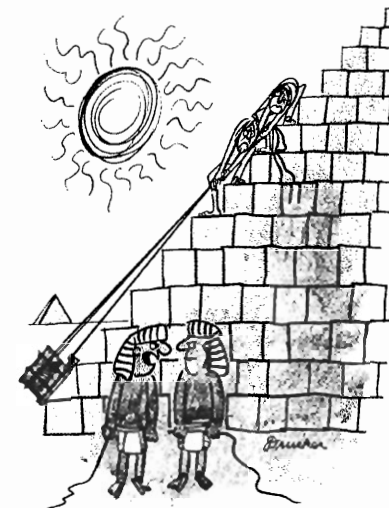
Deflator BDP je najobuhvatnija mera nivoa cena. To je ponderisani prosek cena svih roba i usluga proizvedenih u ekonomiji. On se saopštava kvartalno zajedno sa podacima o BDP. Stopa pove-

ćanja deflatora za oko 1 do 2 procenta godišnje smatra se prihvatljivom poslednjih godina.

Dva nešto uža merila infacije saopštavaju se mesečno; indeks potrošačkih cena i indeks proizvođačkih cena. Kao što to i njihovi nazivi govore, prvi indeks meri stopu promena cena robe koju kupuje tipični potrošač (kako je to definisalo Ministarstvo trgovine), dok drugi indeks meri promene cena na nivou prodaje na veliko. Iz oči-

glednih razloga, mada je indeks potrošačkih cena manje obuhvatna mera nivoa cena u poređenju sa deflatorom BDP, njemu se poklanja lavovski deo pažnje jer meri kako inflacija direktno utiče na svakog od nas u ulozi potrošača. Još jednom, povećanje od 1 do 2 procenta na godišnjoj osnovi moglo bi da se smatra kao prihvatljivo; povećanje od 5 do 6 procenata je neprihvatljivo.

Pouka modela BDP-a, koji uključuje državne troškove i poreze, je da ekonomiji ne treba da šamaraju autonomne promene investicione potrošnje. Preduzetnici mogu da obustave svoju željenu investicionu potrošnju ako postanu nervozni, ali ništa ne mora da se dogodi sa BDP-om sve dok država uspeva da zadrži kolektivnu hladnokrvnost, bilo povećanjem *svoje* potrošnje ili smanjenjem poreza, kako bi potrošači mogli da povećaju svoju potrošnju. U bilo kom od ova dva slučaja, autonomni pad investicione potrošnje bi mogla da neutrališe državna **fiskalna politika** (*fiskalna* znači da se odnosi na državnu blagajnu ili prihod, od latinske reči *fiscus*). Da li su vreme i veličina promena G i T odgovarajući, u datom institucionalnom ambijentu, druga je stvar (o tome će se diskutovati u sledećim poglavljima). Mogućnost poboljšanja funkcionisanja slobodnog tržišta svakako je evidentna.



„Ima puno poslova oko nas. Ljudi zapravo ne žele da rade“

Ovo nas vraća na jedno važno pitanje o kome je ranije bilo reči. Da li je fiskalna politika uopšte potrebna? Zašto prihod ne ostaje na punoj zaposlenosti, sa željenom štednjom i investicijama izjednačenim fluktuacijama kamatne stope, kako su klasični ekonomisti kazali da će se desiti? Zašto je Kejnz, istinski klasični ekonomista pre nego što je postao kejnzijanac, odbacio klasičnu teoriju utvrđivanja kamatnih stopa? I šta je on postavio na pravo mesto?

Novac i kamatna stopa

Naše izlaganje kejnzijanskog modela do sada je vrlo slično njegovom klasičnom pandanu bar u jednom pogledu: Novac nije važan. Mada su klasičari kazali da je ekonomska aktivnost postavljena na nivo pune zaposlenosti a Kejnz da bi se ona mogla naći na tački na kojoj su ukupni željeni troškovi jednaki sa proizvodnjom - koja bi mogla da bude manja od pune zaposlenosti - do ove tačke *nijedan od modela* ne obuhvata da novčana masa utiče na realnu ekonomsku aktivnost. Klasičari su, kao što smo videli u prethodnom poglavlju, odbacili njen uticaj na nivo cena. Kejnz, finansijski čarobnjak iz Kembridža, zauzeo je odvažniji stav: Kamatna stopa je monetarni fenomen. Nju ne određuju štednja i investicije, kako su govorili klasični ekonomisti, već ponuda i tražnja za novcem.⁵ Kejnz je rekao da bi novac mogao da utiče na nivo realne ekonomske aktivnosti, ali samo u meri u kojoj je prvo uticao na kamatnu stopu. Promene kamatne stope bi tada menjale željenu investicionu potrošnju a time bi menjale i nivo BDP-a.

Prva faza u vezi sa proučavanjem kamatne stope je da se utvrdi okvir ukazivanjem na to kako je Kejnz podelio donošenje odluka u svom modelu makroekonomske aktivnosti. Do sada, analiza prihoda i troškova se vrti oko dve odluke: (1) odluka domaćinstva između trošenja i štednje prihoda, s tim što se štednja definiše jednostavno kao netrošenje i (2) odluka firmi u pogledu nivoa investicione potrošnje. Ovi delovi kejnzijanskog sistema bave se samo *tokovima*: potrošnje, štednje, investicija i prihoda u jednom određenom vremenskom periodu. U računovodstvenoj terminologiji to je „bilans uspeha” ekonomije, uz implicitnu vremensku dimenziju. Naveli smo, takođe, da se nijedna od ovih odluka ne odnosi na bilo koje finansijske transakcije već samo na *realnu* robu i usluge.

Novac uvodi jednu sasvim novu dimenziju u makro model. Novac je **finansijska aktiva** koja se drži u ličnom portfoliju isto onako kao što se drži štedni račun kod banke, korporacijske akcije ili obveznice Trezora. Drugim rečima, novac je deo individualnog bogatstva - deo bilansa stanja pojedinca u računovodstvenom smislu. Kamatnu stopu određuje treća odluka u Kejnzijanskoj šemi stvari: (3) odluke koje donose građani o sastavu svojih holdinga finansijske aktive.

5 Očigledno, pošto su cene fiksne a inflacija nije deo slike Kejnz misli na realnu kamatnu stopu kada tvrdi da je to monetarni fenomen. Klasična slika realne stope je slika 22.1 koja pokazuje da štednja i investicije određuju realnu kamatnu stopu.

Podelimo portfolio građana na dve vrste aktive: novac i sve ostalo. Kao što smo ranije videli, novac se može definisati na mnoge specifične načine. Za našu svrhu, glavna karakteristika je da novac ima fiksnu kamatnu stopu bez ikakvog rizika. Stopa je ponekad fiksirana na nuli, kao kod novčanica, ali to nije obavezno, kao kod nekih tekućih računa. Ključno je da se nikakvi kapitalni gubici niti dobiti ne ostvaruju kod aktive koja se zove novac. Novac se, takođe, koristi kao sredstvo razmene (za obavljanje transakcija). Tako je novac najlikvidniji od sve aktive, pri čemu se likvidnost definiše kao sposobnost da se aktiva može brzo transferisati u sredstvo razmene bez gubitka ili uz mali gubitak vrednosti. U nedostatku boljeg naziva svu drugu aktivu nazvaćemo „obveznice”. Cena obveznice može da varira izražena u sredstvu razmene tako da vlasnik može da pretrpi kapitalni gubitak ili da požanje kapitalnu dobit. Povraćaj na obveznicu može da bude iznad ili ispod onog što se očekivalo u momentu kupovine, zavisno od toga da li kamatne stope rastu ili padaju posle toga (kao što smo videli u poglavlju 4).

Novac je nerizična aktiva, dok su obvezice rizična aktiva. Ako ljudi imaju averziju prema riziku - tj. ne vole rizik - oni će tražiti viši očekivani povraćaj na rizičnu aktivu u poređenju sa nerizičnom aktivom.⁶ To znači da je neophodan izbor: Koliko treba da je nečiji portfolio u novcu a koliko u obveznicama?

Važno je naglasiti da što se više obveznica a manje novca drži u portfoliju, to je veća neizvesnost ukupnog povraćaja na portfolio. Na primer, ako ja imam \$100, sve u gotovom novcu, moj povraćaj je siguran. Ako sav taj novac uložim u obveznice koje donose prinose od 10 procenata, očekujem da moj povraćaj bude baš toliko: 10 procenata. Ali ako kamatne stope znatno porastu posle moje kupovine, moja obveznica od \$100 bi mogla da vredi (odnosno da se proda) samo za \$75. U tom slučaju moj očekivani prihod od 10 procenata bi se smanjio za kapitalni gubitak od \$25. Da sam držao \$50 u kešu, a investirao samo \$50 u obveznice pretrpeo bih upola manji gubitak. Što je više obveznica u portfoliju to je veći rizik.

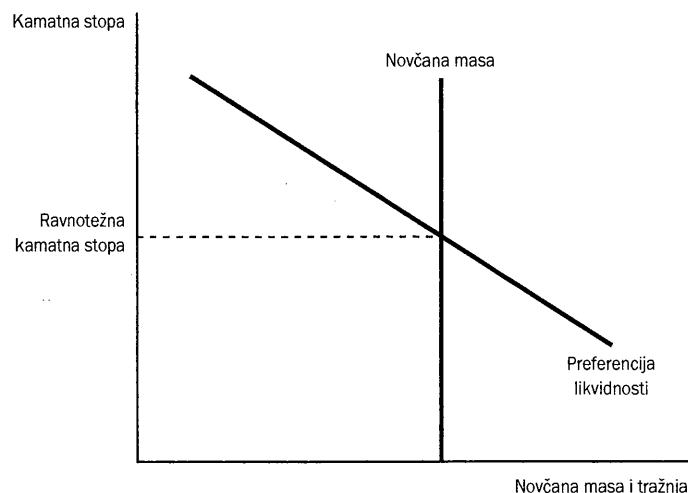
Naša kompozitna obveznica u ovoj analizi obuhvata svu rizičnu aktivu - akcije, korporacijske obveznice, municipalne obveznice čak i dugoročne državne obveznice. Pretpostavićemo da je dobijena efikasna kombinacija rizične aktive. U poglavlju 6 diskutovali smo o strukturi prinosa po raznim vrstama obveznica. Za sada ćemo se baviti samo izborom između novca i Kejnzove kompozitne obveznice. Ovom odlukom se određuje ukupan očekivani povraćaj od obveznica, „prosečna” kamatna stopa.

Tražnja za novcem, koju je Kejnz nazvao **preferencija likvidnosti**, predstavlja funkciju kamatne stope. Na slici 23.7 horizontalna osa meri količinu novca, a kamatna stopa je na vertikalnoj osi. Funkcija tražnje za novcem je negativno nagnuta - što je niža kamatna stopa to je veći iznos tražnje za novcem.

6 Oni koji su čitali poglavlje 7 shvataju da su averzija prema riziku i viši očekivani povraćaji na rizične hartije od vrednosti sofisticirane komponente moderne analize portfolia, pored njihovih zdavorazumskih interpretacija.

Postoje mnogi razlozi za ovaj negativan odnos između količine traženog novca i kamatne stope. Kejnz je tvrdio da ljudi imaju predstavu o nekoj „normalnoj“ kamatnoj stopi, kao da je kamatna stopa nekom gumenom trakom vezana za neki „normalan“ nivo. Kada kamatna stopa *pada* i sve veći broj ljudi postaje uveren da će kamata skočiti na svoj „normalni“ nivo, tj. da će kamatne stope da *rastu u budućnosti*. Ako drže obveznice kada stope rastu, pretrpeće kapitalne gubitke. Drugim rečima, ljudi koji pokušavaju da izbegnu kapitalne gubitke želeće da drže manje obveznica (ali više novca) pošto kamatne stope opadaju. Ovaj odnos se naziva **spekulativna tražnja za novcem**, zato što ljudi spekuliraju o budućim cenama obveznica.

Opštiji pristup negativnom odnosu između tražnje za spekulativnim novčanim saldima i kamatne stope naglašava kamatne stope kao kompenzaciju za nošenje rizika.⁷ Visoka kamatna stopa znači da su troškovi likvidnosti i sigurnosti (držanje novca) veliki u odnosu na izgublenu kamatu.



SLIKA 23.7 Kejnzijanska teorija o kamatama.

Visoka kamatna stopa je podsticaj da se drži veći deo aktive u obveznicama (tražnja za obveznicama je velika) a manji deo u novcu. Kada su kamatne stope niže oportunitetni trošak (ono što se propušta) držanja novca je znatno manji. Pošto se dobro osećamo kada smo likvidni iznos traženog novca je veći pri nižim kamatnim stopama. Formalnije rečeno, ljudi imaju averziju prema riziku - odno-

⁷ Ovaj pristup je zvanično prezentiran prvo u članku James Tobin-a „Preferencija likvidnosti kao ponašanje prema riziku“ Review of Economic Studies (1958). Savremena diskusija o formiranju cena rizične finansijske aktive data je u poglavlju 7 ove knjige.

sno ne vole rizik. Mora postojati podsticaj da bi se držao rizičniji portfolio, onaj sa većim iznosom obveznica. Podsticaj je viša kamatna stopa.

Svaki od dva pristupa tražnji za novcem objašnjava njen negativan odnos prema kamatnim stopama (kada kamatne stope padaju iznos traženog novca raste). Zajedno sa fiksnom novčanom masom koju je odredila centralna banka (što je smela pretpostavka), kamatna stopa je ravnotežna kada se iznos traženog novca izjednači sa ponudom. Znamo da je kamatna stopa tada ravnotežna (kao na slici 23.7), zato što ispod ravnotežne stope tražnja za novcem prevazilazi fiksnu ponudu. Ako kamatna stopa u jednom momentu padne *ispod* ravnotežne stope, ljudi će želeći da imaju više novca nego što ga imaju i pokušaću da prodaju obveznice da bi došli do njega. Pokušaj da se obveznice prodaju vuče cene obveznica na dole a kamatne stope na gore, sve dok ljudi - kod ravnotežne stope - ne budu zadovoljni svojim portfolijima u novcu i obveznicama.

Pri kamatnoj stopi *iznad* ravnotežne stope, ljudi bi imali više novca nego što žele. Pokušaću da se oslobode svojih viškova novca kupovinom obveznica. Cene obveznica će ići na gore a kamatne stope na dole, dok ljudi ne budu opet zadovoljni svojim portfolijima novca i obveznica. Ovo je pri ravnotežnoj kamatnoj stopi, naravno.

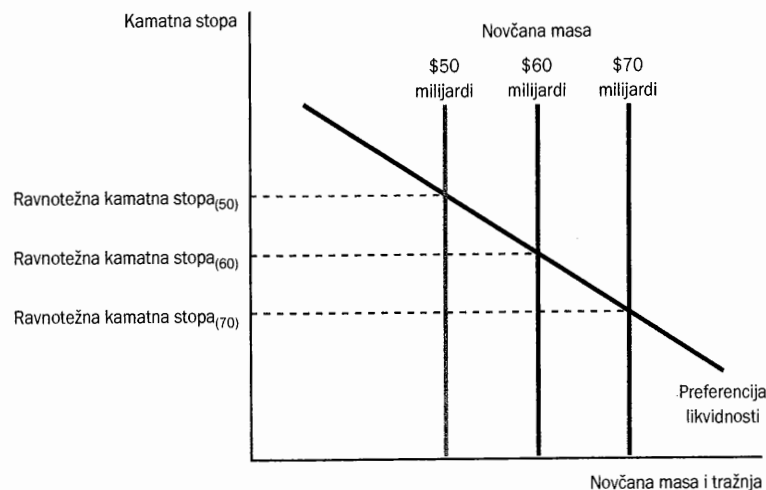
Naša uvodna diskusija, u poglavlju 4, saopštila je da kamatnu stopu određuju ponuda i tražnja za kreditnim sredstvima ili gledano na drugi način (pogledajte fusnotu 5 u poglavlju 4) ponuda i tražnja za obveznicama. Nije suviše teško da se shvati zašto kejnzijanska analiza više proučava ponudu i tražnju za novcem nego direktno tržište obveznica i zašto tvrdi da kamatnu stopu određuje ravnoteža na novčanom tržištu. Sve dok je ukupan obim portfolija građana, njihovo bogatstvo, fiksno - što je na kratak rok razumna pretpostavka - promena tražnje za novcem, u odnosu na ponudu, odražavaće se u odnosu jedan prema jedan kod suprotne promene tražnje za obveznicama u odnosu na ponudu. Drugim rečima, ako tražnja za novcem raste, ona nužno implicira da ljudi žele da drže manje obveznica i obrnuto. Proučavanje samo ponude i tražnje za novcem u potpunosti je konzistentno sa našom ranijom diskusijom, zato što se promena na jednom tržištu automatski odražava na drugom.

Monetarna politika

Šta utiče na promenu kamatnih stopa? Jasno je da ako ponuda ili tražnja za novcem promene poziciju, promeniće se i ravnotežna kamatna stopa. Za sada, pretpostavimo da je funkcija tražnje za novcem data i ispitajmo uticaj promene novčane mase na kamatne stope i ekonomsku aktivnost.

Na slici 23.8, počnimo sa novčanom masom od \$60 milijardi i navedenom ravnotežnom kamatnom stopom. Pretpostavimo da je centralna banka povećala novčanu masu sa \$60 na \$70 milijardi. Po staroj kamatnoj stopi, iznos novca koji ljudi sada drže veći je nego što oni to žele. Ljudi pokušavaju da se oslobode svog

viška novčanih sredstava (smanjuju svoju likvidnost) kupovinom obveznica i tako povlače cene obveznica na gore a kamratne stope na dole sve dok se kamratna stopa ne smanji dovoljno da ljudi budu zadovoljni novim nivoom novčanih sredstava (i da prestanu da kupuju obveznice). Ovakva lepa situacija javlja se kod niže ravnotežne kamratne stope₍₇₀₎, kada je iznos traženog novca jednak novoj masi.⁸



SLIKA 23.8 Efekat promena novčane mase na kamratnu stopu

Implikacije povećane novčane mase na ekonomsku aktivnost su jasne - niža kamratna stopa na obveznice znači veću investicionu potrošnju, *ceteris paribus* (ključna rečenica koja znači da je sve drugo konstantno, koju ekonomisti često koriste da bi se postigli neočekivani rezultati). U pogledu naših dijagrama za određivanje BDP ranije u ovom poglavlju, investiciona linija pomera se na gore i BDP ide na gore za povećanje *I* (izazvano padom kamratne stope) puta multiplikator.

8 Pošto se na neke vrste novčanih salda plaća kamata - kao što su neki tekući računi, - razumljivo je da bi se veća ponuda novca mogla pre absorbovati plaćanjem više kamate na novčana salda nego nižom kamratnom stopom na obveznice. Višak ponude novca zahteva samo smanjenje diferencijala između stope na obveznice i stope na novac (kako bi se ljudi podstakli da drže relativno više novca). Jedan razlog za pad svih stopa na obveznice a ne rast stopa na novac, ima veze sa nultom kamratnom stopom na novac kao i sa činjenicom da se novčanice i depoziti po viđenju menjaju na bazi jedan prema jedan. Prema tome, kamratna stopa koju banke plaćaju na depozite po viđenju ne može da ode daleko od nulte stope koja se plaća na gotovinu. Kao rezultat toga, glavni teret usaglašavanja sa promenama ponude novca pada na sve druge kamratne stope, a ne na stopu za novac.

Smanjenje novčane mase upravo dovodi do suprotnih rezultata. Počecemo opet sa novčanom masom od \$60 milijardi na slici 23.8 i ovog puta neka centralna banka *smanji* novčanu masu na \$50 milijardi. Sa starom ravnotežnom kamratnom stopom iznos novca koji ljudi sada drže manji je od iznosa koji žele da drže. Oni pokušavaju da prodaju obveznice da bi imali više novca, cene obveznica padaju a kamratne stope rastu sve dok ljudi ne budu zadovoljni sa svojim novim novčanim saldima. Oni prestaju da pokušavaju da prodaju obveznice kada se uspostavi nova ravnoteža po višoj kamratnoj stopi₍₅₀₎.

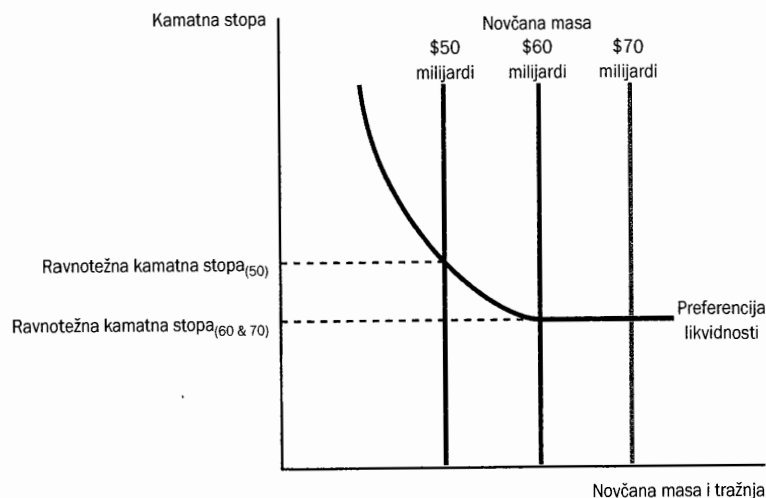
Implikacije za ukupnu ekonomsku aktivnost su obrnute u odnosu na slučaj kada raste novčana masa. Ovog puta imamo višu kamratnu stopu na obveznice a investicije će padati; BDP se smanjuje padom *I* (izazvanog rastom kamratne stope) puta konvencionalni multiplikator.

Negativan odnos između tražnje za novcem i kamratne stope je važna komponenta Kejnzijskog modela utvrđivanja BDP-a. Ovaj model pruža vezu između promena novčane mase i nivoa ekonomske aktivnosti.

Ali ono što Kejnz da, Kejnz može da uzme. Ako povećanje novčane mase *ne* snižava kamratnu stopu, investiciona potrošnja neće biti pogođena. Kejnz je nastavio da ispituje efikasnost monetarne politike u određenim okolnostima. Tvrdio je, na primer, da pri vrlo niskim kamratnim stopama funkcija tražnje za novcem postaje potpuno ravna. Na slici 23.9 lako se vidi da vrlo ravna funkcija tražnje za novcem znači da povećanja novčane mase ne mogu više da smanjuju kamratnu stopu. Konkretno, povećanje novčane mase sa \$50 milijardi na \$60 milijardi snižava kamratnu stopu, ali sledeće povećanje na \$70 milijardi ne uspeva da dovede do daljeg pada.

Šta prouzrokuje da funkcija tražnje za novcem zauzima horizontalnu poziciju? Kejnz je tvrdio da pri vrlo niskim kamratnim stopama svi očekuju da će kamratne stope ubuduće da rastu do više „normalnih” nivoa. Drugim rečima, svi bi očekivali pad cena obveznica, pa prema tome niko ne bi želeo da drži obveznice i tražnja za likvidnošću (novcem) bi bila beskrajna. Svako povećanje novčane mase bi ljudi držali (težaurisali) i ništa od povećane likvidnosti se ne bi prelilo na tržište obveznica. Niko ustvari ne bi bio voljan da drži obveznice. U ovakvoj **zamci likvidnosti**, kako je Kejnz nazvao ravan deo funkcije tražnje za novcem, monetarna politika ne menja kamratne stope i zbog toga je potpuno neefektivna. Uopšteno rečeno, što je ravnija funkcija preferencije likvidnosti, to je monetarna politika manje efektivna u menjanju kamratnih stopa, a otuda i u pogledu uticaja na BDP.

Očigledno je da će monetarna politika biti manje efektivna u menjanju BDP-a ako investiciona potrošnja ne reaguje dobro na promene kamratne stope. Investiciona funkcija neosetljiva na kamatu znači da čak i velika promena kamratne stope neće mnogo izmeniti investicionu potrošnju. Prema tome, data promena novčane mase manje će povećati BDP ako investiciona potrošnja ne reaguje na kamratne stope.



SLIKA 23.9 Kejnzijanska zamka likvidnosti.

Moderni Kejnzijanci ističu, međutim, da investiciona potrošnja nije jedina veza između novčane mase i BDP-a. Potrošači mogu da menjaju svoju potrošnju reagujući na promene kamatnih stopa. Konkretno, u ranijem izlaganju naglasili smo da bogatstvo potrošača - vrednost akcija i obveznica - utiče na njihove troškove. Niža kamatna stopa znači da cene obveznica rastu. Tako će potrošači trošiti više kada kamatne stope padaju zato što se osećaju bogatijim. U vezi sa našim prethodnim dijagramima, ovaj efekat bogatstva kod smanjenja kamatne stope uzrokuje da se funkcija potrošnje pomera na gore.

Monetarna politika i međunarodna trgovina

U ovom poglavlju smo već govorili da povećanje izvoza ili preciznije neto izvoza (izvoz minus uvoz), doprinosi agregatnoj tražnji kao i svaka druga kategorija autonomne potrošnje. Mada izvoz i uvoz obuhvataju manje segmente američke ekonomije nego u mnogim drugim zemljama u svetu, savremeni Kejnzijanci ističu potencijalno znatan uticaj monetarne politike na BDP preko neto izvoza. Ovaj takozvani devizni efekat deluje kako sledi.

Setimo se naše diskusije u poglavlju 10 o tome kako na devizni kurs između dolara i recimo evra ili japanskog jena utiču očekivani prihodi koje investitori stižu od domaćih i stranih obveznica. Preciznije rečeno, kada američke kamatne stope rastu zbog smanjenja naše novčane mase, stranci će tada želeti da kupuju američke obveznice zato što mogu da ostvare veći povraćaj, pod pretpostavkom da se ništa drugo ne menja. To znači da nemački i japanski investitori, na pri-

mer, moraju da idu na devizno tržište da bi kupili američke dolare za evre ili jene, kako bi mogli da plate u tom momentu atraktivne američke hartije od vrednosti. Kada su devizni kursevi fleksibilni, povećana tražnja za dolarima i povećana ponuda evra i jena na deviznom tržištu povišice cenu dolara u stranim valutama; što znači da će dolar aprecirati. Ova aprecijacija dolara smanjuje naš izvoz roba i usluga u EU i Japan zato što naši proizvodi postaju skuplji za njih (jer dolari koštaju više) a to povećava naš uvoz roba i usluga iz EU i Japana jer su njihovi proizvodi jeftiniji za nas (evri i jen su jeftiniji). Prema tome, neto izvoz pada kada rastu domaće kamatne stope, a samim tim se smanjuje i BDP.

Kada kamatne stope idu na dole zbog ekspanzije novčane mase, dešava se suprotno. Američki investitori kupuju strane obveznice jer u inostranstvu zarađuju više. Ovo smanjuje vrednost dolara na deviznom tržištu, što čini naš izvoz atraktivnijim a uvoz slabijim. Znači, kada domaće kamatne stope padaju, neto izvoz se povećava a samim tim se povećava i BDP.

Možemo da zaključimo sumirajući sve kanale preko kojih monetarna politika utiče na BDP. Promena novčane mase će imati veći efekat na BDP kada su veće promene kamatnih stopa i kada su *investicije, potrošnja i neto izvoz* vrlo osetljivi na kamatne stope. Ove tri komponente monetarne politike se ponekad nazivaju **transmisioni mehanizmi monetarne politike** a vrlo često imaju i posebne nazive. Efekat na investicionu potrošnju se često naziva **efekat troška kapitala** (uticaj promene kamatnih stopa na BDP preko investicija) zato što monetarna politika utiče na investicije kroz troškove firmi za mobilisanja kapitala. Efekat na ličnu potrošnju naziva se **efekat bogatstva** zato što se monetarna politika primenjuje preko kamatnih stopa na imovinu potrošača i kako to utiče na njihovu potrošnju. I svakako, efekat na neto izvoz se zove **efekat deviznog kursa**.

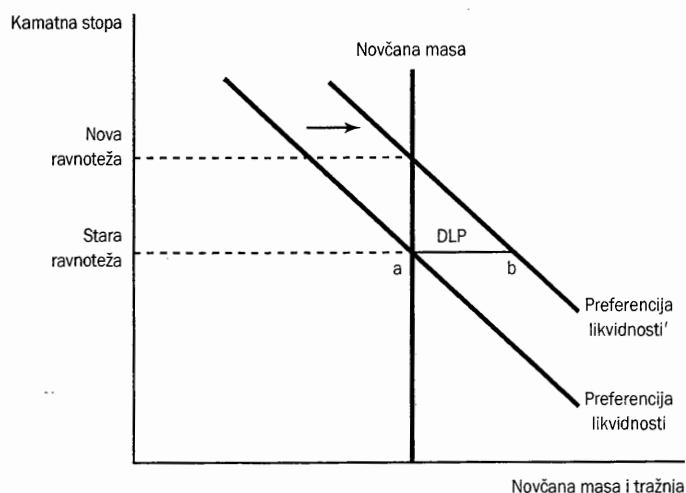
Transakciona tražnja i monetarna politika

Pojam špekulativne tražnje za novcem, u vezi sa kamatnom stopom, bio je kejnzijanska inovacija. Pre Kejnza, klasični ekonomisti su tvrdili da jedini razlog zbog koga ljudi žele da drže novac jesu transakcione svrhe - da kupuju robe i usluge - kao što smo videli u prethodnom poglavlju. Povećanje BDP-a dovodi do povećanja tražnje za novcem (po svakoj kamatnoj stopi) zato što je ljudima potrebno više novca da obave veći nivo transakcija. Kejnz je priznao ovu *transakcionu tražnju*, mada nije izgledalo da je on sam shvatao sve njene implikacije.⁹

Slika 23.10 pokazuje kako tražnja za novcem (po svakoj kamatnoj stopi) utiče na kamatnu stopu. Počecemo sa funkcijom date novčane mase i date tražnje za novcem (preferencija likvidnosti). Zajedno one određuju ravnotežnu kamatnu stopu. Sada pretpostavimo da su ljudi nervozniji nego što je to uobičajeno,

⁹ Kejnz je diskutovao o predostrožnoj tražnji za novcem: ljudi drže novac da bi se obezbedili za nepredviđene slučajeve. Ova tražnja se smatrala konstantnom ili se povezivala sa transakcionim saldima. U sledećem poglavlju osvrnućemo se na implikacije transakcione tražnje. Konkretno, pošto promene prihoda menjaju transakcionu tražnju i kamatne stope, istovremeno određujemo nivo prihoda i kamatnih stopa.

možda zato što očekuju smanjenje novčane mase. Oni traže krajnje povoljno rešenje gradeći proporciju novca u svojim portfolijima. Drugim rečima, sa svakom kamatnom stopom ljudi žele više novca (i manje obveznica) nego ranije. Recimo da se tražnja za novcem povećava (ΔLP) za iznos ab . Ovo se dešava kod svake kamatne stope, tako da sada imamo novu funkciju tražnje za novcem udesno od stare funkcije. Po staroj ravnotežnoj stopi, iznos traženog novca je veći od fiksne ponude. Da bi dobili više novca, ljudi pokušavaju da prodaju obveznice, terajući cene obveznica na niže a kamatne stope na više sve dok se ne uspostavi viša ravnotežna kamatna stopa. Slučaj smanjenja tražnje za novcem može se tretirati simetrično. Funkcija tražnje za novcem pomera se ulevo a kamatna stopa pada.



SLIKA 23.10 Pomeranje tražnje za novcem menja kamatne stope.

Nešto slično se dešava kada se menja nivo prihoda. Recimo da prihod raste. Ljudi tada traže više novčanih sredstava po bilo kojoj kamatnoj stopi da bi obavili više transakcija, funkcija tražnje za novcem pomera se udesno i kamatna stopa raste. U ekonomiji koja raste, možda zato što raste investiciona potrošnja, kamatna stopa raste zbog povećanja transakcione tražnje za novcem - sem ukoliko centralna banka ne poveća novčanu masu da bi obezbedila ta transakciona salda.

Sada znate zašto smo u poglavlju 2 rekli da „jeftin“ ili „skup“ novac nije u potpunosti pitanje povećanja ili smanjenja novčane mase u apsolutnom smislu, već pitanje povećanja ili smanjenja u odnosu na tražnju. U rastućoj ekonomiji, novčana masa mora da se povećava zato što će tražnja za novcem da raste

zajedno sa rastom BDP-a. Ukoliko centralna banka ne poveća novčanu masu, kamatne stope će ići na gore.

Na transakcionu tražnju za novcem verovatno utiču kamatna stopa i prihod. Vrlo je verovatno da više kamatne stope smanjuju tražnju za transakcionim saldom. Na primer, pretpostavimo da ste plaćeni \$4.000 mesečno. Deponujete ceo iznos kod banke, potrošite ga tokom meseca i ostanete na nuli. Vaš prosečan dnevni novčani saldo je \$2.000. Ovo je vaša transakciona tražnja. Ali ako su kamatne stope na obveznice dovoljno visoke, vi ćete odvojiti pola svoje plate na početku meseca (\$2.000) i kupićete obveznicu a drugih \$2.000 stavićete na račun kod vaše banke i ovaj iznos ćete potrošiti tokom prvih 15 dana, a zatim ćete prodati obveznicu i potrošiti i drugih \$2.000 tokom druge polovine meseca. To znači da je vaš prosečan dnevni novčani saldo samo \$1.000 (krećete se od \$2.000 do nule ravnomerno tokom perioda od 15 dana). Ono što dobijete iz ovoga je viša kamata na sredstva investirana na tržištu obveznica. Ovo se isplati sve dok je dobit veća od troškova.

Vaša prva reakcija bi mogla da bude: potrebna je mnogo visoka kamatna stopa da bi me naterala da idem kroz takve peripetije. Možda je tako. Ali ako ste velika korporacija sa nekoliko miliona neiskorišćenog novca njegovov investiranje bi bilo vrlo profitabilno. Mnogi ekonomisti se slažu da transakciona tražnja za novcem, kao što je špekulativna tražnja, predstavlja funkciju kamatne stope. U nekim slučajevima to se može ignorisati ili odbaciti ali ne ukoliko ste finansijski direktor korporacije.

U diskusiji o transakcionoj tražnji zanimljivo je rasvetliti ulogu kreditnih kartica. Najjednostavniji pristup je da kreditne kartice omogućavaju obavljanje transakcije bez novčanog salda. Drugim rečima, ljudi teoretski mogu, početkom meseca, da investiraju sav svoj novac u obveznice, da plaćaju sve putem ovih malih plastičnih kartica a zatim na kraju meseca da prodaju obveznice, stave sredstva u banku i napišu jedan ček kompaniji za kreditne kartice (to može da bude i sama banka). Mada je ovo ekstremni primer, on pokazuje kako se kreditne kartice ugrađuju u model i kako razvoj njihovog korišćenja utiče na ekonomiju. Veće korišćenje kreditnih kartica smanjuje tražnju za novcem (bez obzira na visinu kamatne stope) i na taj način utiče na pad kamatnih stopa a samim tim i na povećanje investicija i rast BDP-a.

Očekivanja i monetarna politika

Najjednostavniji ekonomski modeli pretpostavljaju da su očekivanja egzogena; tj. da se određuju izvan sistema.¹⁰ Ovo nije izuzetak. Važna implicitna pretpostavka je da promene novčane mase čini naša centralna banka, Federalne rezerve, i da su promene te politike *neanticipirane*. U takvim okolnostima, mone-

¹⁰ Sofisticiraniji ekonomski modeli zahtevaju da očekivanja vezana za varijable modela (kao što su kamatne stope) budu u skladu sa predviđanjima modela. Ovo se naziva *racionalna očekivanja* i o njima će biti reči u poglavlju 27.

tarna politika menja kamatnu stopu za više ili za manje, zavisno od uslova navedenih gore.

Da li povećanje ili smanjenje novčane zalihe prouzrokuje *istovremeno* kretanje kamatnih stopa u predviđenom pravcu zavisi najviše od toga da li je promena politike anticipirana ili ne. Ako svi očekuju da Federalne rezerve smanje novčanu masu sledeće nedelje ili sledećeg meseca, promena kamatnih stopa će se verovatno desiti unapred sa malim efektom ili bez ikakvog efekta u momentu kada zaista dođe do promene novčane mase. Rezonovanje je jednostavno; ako svi očekuju od Fed-a da smanji novčanu masu u budućnosti - a shodno tome očekuju rast kamatnih stopa - tada će vlasnici obveznica koji žele maksimalni profit pokušati da prodaju obveznice *odmah* da bi izbegli očekivane kapitalne gubitke. Prodaja obveznica će smanjiti cene obveznica, a kamatne stope će se povećati dok se ne izjednače sa očekivanom stopom u sledećem periodu. Tako, kada se novčana masa smanji sledeće nedelje ili sledećeg meseca, stope se uopšte ne pomeraju.

Unošenje očekivanja o kretanjima monetarne politike u naš model je moguće ali je glomazno. Simulira se pomeranjima funkcije tražnje za novcem po bilo kojoj kamatnoj stopi. U našem primeru, kada kažemo da vlasnici žele da prodaju obveznice da bi izbegli kapitalne gubitke, ustvari kažemo da se tražnja za obveznicama smanjuje - ili, prema našoj slici, tražnja za novcem se povećava po bilo kojoj kamatnoj stopi. To znači da se funkcija tražnje za novcem pomera udesno, kao što je prikazano na slici 23.10, povećavajući kamatnu stopu uz istu novčanu masu.¹¹

Prema tome, anticipirana monetarna politika će promeniti kamatne stope pre nego što se ona primeni. Ovo nije previše iznenađujuće kada se unese u okvir našeg modela, ali može da opterećuje kreatore politike kada menadžeri portfolija steknu naviku da prognoziraju stabilizaciono ponašanje. O ovome će biti više reči u poglavlju 27.

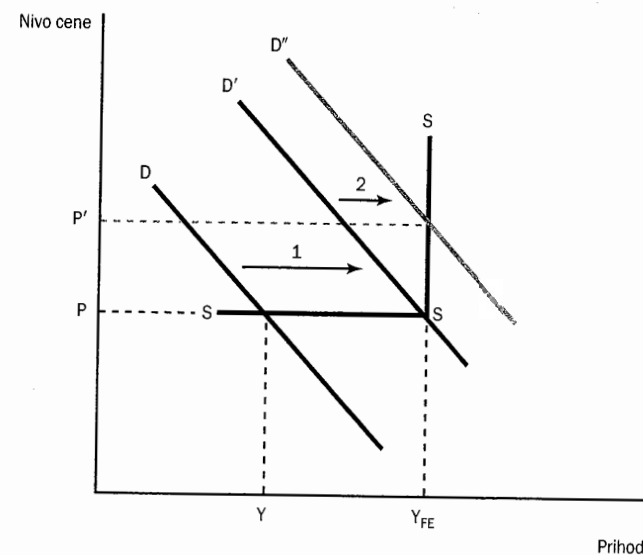
Agregatna ponuda i tražnja

Do sada smo opisali sve faktore koji mogu da utiču na agregatnu tražnju za robom i uslugama prema Kejnzu. Kako smo pomenuli na samom početku ovog poglavlja, pošto kejnzijanska analiza uzima da su cene fiksne zbog slabog stanja ekonomije, svi uticaji na agregatnu potražnju o kojima se diskutovalo do sada odgovaraju promenama realnog prihoda kao i outputa. Ipak, bilo bi korisno staviti kejnzijanski model u formalni okvir ponude/tražnje, upravo kako smo postupili i sa klasičnom ekonomijom u poglavlju 22. Ovo će razjasniti sličnosti i

¹¹ U primeru datom u prethodnom poglavlju, u momentu kada se dogodi anticipirano smanjenje novčane mase ne postoji povećanje nivoa stopa zato što se potražnja novca istovremeno smanjuje za isti iznos. Razlog je to što ljudi više ne očekuju od Fed da smanji novčanu masu, tako da se potražnja novca vraća na svoju prvobitnu poziciju.

razlike između Kejnza i klasičara, dati kratak uvid u kejnzijanske uzroke inflacije i omogućiti nam da vidimo šta se podrazumeva pod ponudbenom stranom ekonomije.

Na slici 23.11 stavili smo nivo cene na vertikalnu osu a BDP na horizontalnu osu, upravo kao što smo učinili i na slici 22.3. Nemojte se uznemiriti zbog toga što je do sada agregatna potrošnja ($C + I + G$) bila prikazivana na slikama prema prihodu (Y). Sada smo zainteresovani da vidimo kako agregatna tražnja varira kada se menja nivo cena, tako da slika 23.11 pokazuje prihod (output) kao funkciju cene. Imamo više skiciranih slika kao odgovor na razna pitanja.



SLIKA 23.11 Povećanja agregatne tražnje uvećavaju realan prihod ili cene, zavisno od oblika agregatne ponude.

Agregatna ponuda, prikazana na slici 23.11, obuhvata dva dela: horizontalni segment koji odražava činjenicu da se cene ne povećavaju uz manju od pune zaposlenosti i vertikalni deo, predstavljen krivom ponude klasične škole, koja pokazuje da se samo cene (ne realni prihod) povećavaju kada se postigne puna zaposlenost (pretpostavka jednako Y_{FE}).

Šema agregatne tražnje (D) je negativno nagnuta iz istog razloga kao i u klasičnom svetu: Niži nivo cena povećava realnu ponudu novčanih salda, koja za uzvrat povećava agregatnu tražnju za robom i uslugama. Ali u Kejnzijanskom svetu, ovaj rast realne ponude novca ima vrlo specifičan kanal uticaja na BDP. To se događa kroz uticaj rastućih realnih salda na kamatne stope (kao na slici 23.8)

i kroz uticaj nižih kamatnih stopa na investicionu potrošnju a samim tim i na BDP.

Ravnotežni BDP se dobija presekom agregatne tražnje i ponude na slici 23.11. Ako startujemo sa D , nivo realnog prihoda je Y a nivo cene je P . Do sada, slika 23.11 ništa ne dodaje našoj analizi, pošto smo od početka pretpostavili da su cene fiksne. Jedini plus je što sada znamo da su cene fiksne na nekom nivou P (vrlo važno!).

Ako se agregatna tražnja poveća sa D na D' , na slici 23.11, kada je agregatna ponuda horizontalna, nivo realnog outputa se povećava sa Y na Y_{FE} a nivo cene ostaje kod P . Pomeranja agregatne tražnje udesno može da nastane zbog povećanja bilo koje kategorije autonomnih troškova o kojima je diskutovano ranije. Na primer, D bi moglo da se pomeri na D' zbog povećanja investicija (I) ili državne potrošnje (G). Napominjemo da će se povećanje novčane mase (M) takođe pomeriti sa D na D' .¹² Ono što nam slika 23.11 naglašava jeste da efekti multiplikatora autonomnih rashoda odgovaraju povećanju realnog prihoda (bez bilo koje promene nivoa cena) sve dok je agregatna ponuda horizontalna.

Ali ako se agregatna tražnja dalje poveća, sa D' na D'' , pošto je agregatna ponuda postala vertikalna, tada će pomeranja agregatne tražnje rezultirati rastom cena (od P do P') a ne povećanjem realnog prihoda. Prema tome, kada je funkcija agregatne ponude vertikalna, efekti multiplikatora autonomne potrošnje će uticati na promene *nominalnog* BDP a ne na realan BDP.

Iz gornjeg proizilazi da kada je ekonomija na punoj ili skoro punoj zaposlenosti, kejnzijanska analiza agregatne tražnje može da se koristi zajedno sa krivom agregatne ponude da bi se objasnio pritisak na rast cena ili inflaciju. Sve što utiče na pomeranje agregatne tražnje udesno - bilo da je to povećana državna potrošnja, povećana potrošnja građanstva ili povećana novčana masa koja povećava investicionu potrošnju - teraće nivo cena na gore. Obratite pažnju da je ovo objašnjenje šta utiče na nivo cena nešto drukčije od objašnjenja klasičnih ekonomista. U poglavlju 22 pokazali smo da, prema klasičnom mišljenju, pomeranje agregatne tražnje odražava promene novčane mase; u suštini, plan agregatne tražnje otelotvoruje kvantitativnu teoriju. Ovo je fundamentalna razlika između klasičnog/monetarističkog stava o inflaciji i kejnzijanske teorije i o tome ćemo ponovo diskutovati u poglavlju 26.

Ovde treba pomenuti ulogu takozvane *politike ponudbene strane* u makro ekonomiji. Kejnz lično imao je malo razloga da se fokusira na agregatnu ponudu, s obzirom na to da u slaboj ekonomiji jednostavnog kejnzijanskog modela, roba i usluge su prisutne više nego dovoljno. Ali kod pune zaposlenosti, jedini način da se poveća realni output je da se poveća produkcionni kapacitet. Ovo će biti prikazano na slici 23.11 pomeranjem udesno vertikalnog segmenta agregatne ponude (Y_{FE} se pomera na desno). **Ekonomija ponudbene strane** fokusira se primarno na uticaj državne politike na agregatnu ponudu. Mada je ovo vrlo razli-

¹² Podsetite se da povećanje M pomera D zato što na *svakom* nivou cene postoje realnija novčana salda, što smanjuje kamatne stope i povećava investicionu potrošnju.

čito od Kejnzijanskog fokusa, ta dva pristupa ni u kom slučaju nisu kontradiktorna.¹³

Kao što smo ranije napomenuli u poglavlju 22, produktivni kapacitet ekonomije određuju ponuda rada, kapital i raspoloživa tehnologija. Politika kojom se povećava bilo koji od ovih faktora proizvodnje povećaće potencijalni realni output. Država direktno ne kontroliše ni jedan od ovih faktora, ali njena poreska politika utiče na spremnost domaćinstava i firmi da nude svoj rad i investiraju u kapital. Naročito, više kamatne stope mogu prilično negativno da utiču na radnike i investicije, zato što se radnicima i preduzetnicima uskraćuje deo prihoda koji oni ostvaruju.

Prema zagovornicima ekonomije ponude, glavni rezultat smanjenja poreskih stopa je povećana stimulacija proizvodnje. Ovo mišljenje je suprotno kejnzijanskom naglašavanju da smanjenje poreza povećava agregatnu tražnju. Do sada smo razmatrali efekat smanjenja poreza samo na agregatnu tražnju, kako je dato na slici 23.11; zagovornici ekonomije ponude tvrde da uticaj poreza na agregatnu ponudu može da bude čak značajniji. Prema tome, oni *su mogli* da tvrde da smanjenje poreza, kada je ekonomija u punoj zaposlenosti, ne mora da prouzrokuje rast cena. Konkretno, ako se vertikalni deo agregatne ponude pomeri udesno više od pomeranja agregatne tražnje, cene bi čak mogle da idu na dole. Samo na osnovu empirijskog dokaza moglo bi da se utvrdi da li je ovo tačno.

Uloga kejnzijanaca, monetarista kao i mehanizmi ekonomije ponude biće opširnije i detaljnije opisani u poglavlju 26. U međuvremenu, u sledećem poglavlju, prikazaćemo vam komplikovaniji kejnzijanski model agregatne tražnje.

REZIME

1. Kejnzijanska analiza tvrdi da nivo proizvodnje određuje agregatna tražnja roba i usluga. Ovo se razlikuje od klasične ekonomije koja je tvrdila da se proizvodnja javlja uz punu zaposlenost. Glavna razlika između Kejnza i klasičara je u tome što Kejnz nije smatrao da će fluktuirajuće cene i kamatne stope usmeravati nivo ekonomske aktivnosti ka punoj zaposlenosti, posebno u kratkom vremenskom periodu.
2. Kejnzijanski model se fokusira na determinante agregatne tražnje da bi se odredio nivo proizvodnje. Tražnja se deli na ličnu potrošnju, investicije i državne troškove. Za Kejnzijance funkcija lične potrošnje je ključni bihevioristički odnos zato što im omogućava da objasne kako potrošačko trošenje varira prema prihodu.

¹³ Napominjemo da je kvantitativna teorija u suštini povezana sa Kejnzijanskom analizom zato što se skoro u potpunosti fokusira na agregatnu tražnju.

Shodno tome, kada ima promena autonomne potrošnje (kao što je povećanje investicija), prihod se menja višestruko. (Zbog indukovane lične potrošnje).

3. Državni troškovi i oporezivanje igraju važnu ulogu uticajem na nivo agregatne tražnje. Promene poreza i državnih troškova imaju višestruki efekat na prihod i mogu se koristiti da se neutrališu efekti autonomnih promena investicija na BDP.
4. Prema Kejnzijancima, ponuda i tražnja za novcem određuju nivo kamatnih stopa. Ovo gledište se razlikuje od klasične kvantitativne teorije po kojoj ponuda i tražnja za novcem određuju nivo cena. Kejnzijanski zaključak proizilazi iz biheviorističke pretpostavke da je tražnja za novcem osetljiva na kamatu uz činjenicu da se nivo cena ne menja.
5. U kejnzijanskom svetu promene novčane mase menjaju nivo kamatnih stopa. Uticaj na ekonomsku aktivnost se onda određuje reakcijom investicione potrošnje i kasnijim multiplikatorskim efektima na BDP. Što je veći uticaj promena novčane mase na kamatne stope i što je veća osetljivost potrošnje na promene kamatnih stopa, to je veći efekat monetarne politike na BDP.
6. Postoje u stvari tri transmisiona mehanizma koja povezuju monetarnu politiku sa BDP-om: trošak kanalisanja kapitala putem investicione potrošnje, kanalisanje bogatstva putem lične potrošnje i kanalisanje deviznog kursa putem neto izvoza.
7. Celokupna kejnzijanska analiza se fokusira na agregatnu tražnju robe i usluga. To pretpostavlja da je agregatna ponuda dovoljna da zadovolji povećanu tražnju bez povećanja cena. Sva povećanja agregatne tražnje uz punu zaposlenost povećaće cene i prouzrokovati inflaciju. Politika ponudbene strane ističe potrebu da se generiše povećani realni output uz punu ili skoro punu zaposlenost.

KLJUČNI TERMINI

Autonomna promena potrošnje, str. 485	Funkcija štednje, str. 480	Raspoloživ prihod, str. 486
Efekat bogatstva, str. 497	Investicija, str. 479	Spekulativna tražnja za novcem, str. 492
Efekat deviznog kursa, str. 497	Kejnzijanci, str. 475	Transmisioni mehanizmi monetarne politike, str. 497
Ekonomija ponudbene strane, str. 502	Lična potrošnja, str. 479	Efekat troška kapitala, str. 497
Finansijska aktiva, str. 490	Marginalna sklonost štednji, str. 480	Zamka likvidnosti, str. 495
Fiskalna politika, str. 489	Marginalna sklonost trošenju, str. 479	
Funkcija lične potrošnje, str. 479	Multiplikator, str. 483	
	Preferencija likvidnosti, str. 491	

PITANJA

- 23.1 Šta se dešava, po Kejnzu, kada željena štednja prevazilazi željenu investiciju? Da li se ovo gledište razlikuje od klasične ekonomije?
- 23.2 Zašto promena investicione potrošnje dovodi do višestruke promene BDP-a, prema Kejnzu?
- 23.3 Objasnite kako se ravnotežna kamatna stopa određuje ponudom i tražnjom za novcem prema kejnzijanskoj analizi.
- 23.4 Pokažite geometrijski da ako postoji takozvana zamka likvidnosti monetarna politika ne može da smanji kamatne stope.
- 23.5 Objasnite zašto transakciona tražnja za novcem pada sa rastom kamatne stope.
- 23.6 Je li tačno kada kažemo da, ako je promena novčane mase u potpunosti anticipirana, tada neće biti uticaja na kamatnu stopu u momentu te promene?
- 23.7 Šta se u kejnzijanskoj analizi pretpostavlja o obliku agregatne ponude? Kako ova pretpostavka daje drugačije rezultate od rezultata klasične ekonomije?
- 23.8 *Pitanje za diskusiju:* Stavite se u Kejnzov položaj i pokušajte da objasnite šta vas je u klasičnoj ekonomiji nagnalo da promenite svoje mišljenje. Da li je to kvantitativna teorija, Say-ov zakon ili oblik krive agregatne ponude?

MEDIA

RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Svet ISLM



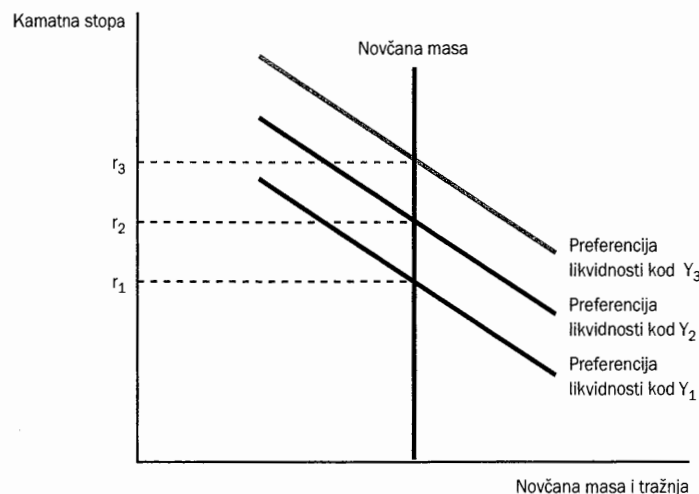
Zašto praviti zabunu komplikovanijim modelom za utvrđivanje BDP? Da li je to vredno truda? Zar nismo rekli da je dobar model sličan dobroj mapi - ona vam pokazuje kako da stignete od jednog mesta do drugog bez detaljisanja svake krivinu na drumu, svake neravnine na terenu? Sasvim tačno. Ali ponekad nekoliko komplikovanih stvari čine život zanimljivijim. Svestranost je rešenje. Poželjna strana modela je njegova prilagodljivost za više od jednog načina korišćenja.

Složeniji model za utvrđivanje BDP se naziva **analiza ISLM**. Pored mnogih svojih draži ova analiza pokazuje interakcije između monetarne i fiskalne politike; ona pokazuje šta određuje relativne efekte multiplikatora svake od ove dve politike; pruža delimičnu integraciju klasičnog i kejnzijanskog sistema u jedan konceptualni okvir i ukazuje na neke fundamentalne karakteristike po kojima se razlikuju klasična gledišta od kejnzijanskih. Kao i u prethodnom poglavlju, najveći deo analize obuhvata nivo fiksnih cena, tako da ćemo se i dalje baviti nivoom realnog BDP. Od sledećeg pa do poslednjeg odeljka analiziraćemo implikacije fleksibilnih plata i cena, a na kraju ćemo pokazati kako se model ISLM utapa u ukupan plan tražnje.

Novac, kamata i prihod

U poglavlju 22 naveli smo da su klasični ekonomisti isticali transakcionu tražnju novca za obavljanje transakcija. Kejnz je, kao što smo videli u poglavlju 23, takođe diskutovao o ovoj transakcionoj tražnji, mada izgleda da ni on sam nije video sve njene uticaje. Naročito, zbog toga što se transakciona tražnja pove-

ćava sa prihodom, kamatna stopa raste zajedno sa prihodom. Prema tome, ne pomaže samo kamatna stopa da se odredi prihod, već i prihod pomaže da se utvrdi kamatna stopa.¹ Uzročna povezanost ide u oba pravca - od kamatne stope do prihoda i od prihoda do kamatne stope. Na sreću, to nije nesavladiv problem. Ekonomija završava sa određenim nivoom oba ali naš model mora da se preformuliše kako bi to uzeo u obzir.



SLIKA 24.1 Kako se izvođa kriva LM; Na višim nivoima prihoda, tražnja novca raste a isto se dešava i sa kamatnim stopama

Na slici 24.1 počinjemo sa tri alternativne funkcije tražnje za novcem, od kojih je svaka povezana sa različitim nivoom ekonomske aktivnosti.² Funkcija preferencije likvidnosti vezana za Y_1 odnosi se na nivo BDP-a koji je manji od Y_2 a ovaj je manji od Y_3 . Svaki nivo BDP-a ima svoju sopstvenu funkciju preferencije likvidnosti, zato što kod viših nivoa prihoda traži se više novca za transakcijske svrhe (po svakoj kamatnoj stopi). Horizontalno rastojanje između bilo koje dve funkcije tražnje za novcem jednako je razlici tražnje za novcem na dva nivoa BDP-a. Ako koristimo klasičnu formulaciju koja potiče iz Kembridža (kao što je izloženo u poglavlju 22), možemo da napišemo:

¹ Jedini izuzetak je **zamka likvidnosti**, o čemu je reči u prethodnom poglavlju, gde je kamatna stopa data i ne zavisi ni od čega sem od psihologije publike.

² Diskusija u ostalom delu ovog poglavlja će se zasnivati na geometrijskoj analizi. Za one koji više vole algebru, prilog uz ovo poglavlje prezentuje celokupan model i njegove implikacije u vidu jednačine.

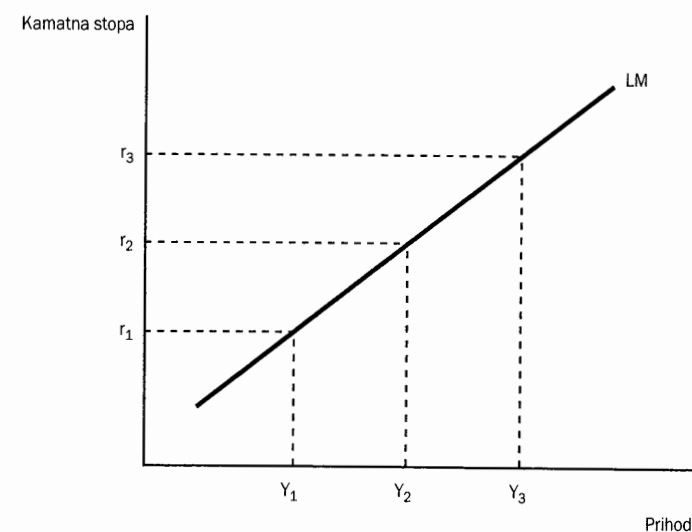
$$\text{Tražnja za novcem} = kY$$

ili

$$\Delta \text{Tražnja za novcem} = k\Delta Y$$

Ova druga formulacija implicira da će se tražnja za novcem promeniti za k puta promena nivoa BDP (gde je k jednako, na primer, 0,25). Prema slici 24.1 to znači da horizontalno rastojanje između bilo koje dve krive preferencije likvidnosti je jednako $k\Delta Y$.

Tražnja za novcem je stvarno funkcija dve varijable - prihoda i kamatne stope. Ravnotežno stanje (iznos traženog novca = novčana masa) više ne daje kamatnu stopu; već daje kombinacije prihoda (Y) i kamatne stope (r) koja ispunjava uslov da tražnja za novcem bude jednaka novčanoj masi *kada je novčana masa fiksna*. U stvari, prema slici 24.1 pozitivan odnos između Y i r je potreban da bi održavao iznos traženog novca jednak sa fiksnom novčanom masom. Viši nivo BDP (uporedite Y_2 sa Y_1) povezan je sa višim nivoom kamatne stope (r_2 versus r_1). Ovaj odnos između Y i r koji zadovoljava ravnotežno stanje na tržištu novca je dat na slici 24.2 gde je kamatna stopa još uvek na vertikalnoj osi ali sada imamo prihod na horizontalnoj osi. Linija je označena kao **LM** zato što je to geometrijsko mesto kombinacija Y i r koja zadovoljava ravnotežno stanje preferencija likvidnosti - jednaka - novčanoj masi.



SLIKA 24.2 Kriva LM.

Kako treba da čitate **krivu LM**? Na bilo koji od dva načina. Za niz alternativnih kamatnih stopa ona vam govori kakav treba da bude ostvareni prihod da bi se postiglo da je tražnja za novcem jednaka (fiksnoj) novčanoj masi. Kod *viših kamatnih stopa*, manja je tražnja za novcem, tako da *prihod mora da bude viši* da bi se povećala tražnja za transakcionim saldima ako ukupna tražnja za novcem treba da ostane jednaka (fiksnoj) ponudi. Ili, za niz alternativnih nivoa prihoda, slika 24.2 pokazuje koja treba da bude kamatna stopa da bi tražnja za novcem bila jednaka fiksnoj ponudi. Kod *viših nivoa prihoda*, potrebno je više transakcionog novca, tako da *kamatna stopa mora da bude viša* da bi se smanjila potražnja za novčanim saldima, ukupna tražnja treba da ostane jednaka fiksnoj ponudi.

Pre nego što se javite kući i obavestite svoje da povećanje kamatnih stopa povećava GDP ili da povećanje GDP-a povećava kamatne stope, budite sigurni da ništa slično nije rečeno - do sada. U stvari, čak ne možemo još uvek da utvrdimo Y i r , a još manje možemo da kažemo bilo šta o tome kako se menja svaka od ovih varijabli. Sve što imamo je jedan odnos (jednačina ili ravnotežno stanje) i dve varijable, Y i r , a vi se sećate svakako algebre iz gimnazije i znate da su vam potrebne bar dve jednačine da biste odredili ravnotežne vrednosti dve varijable.

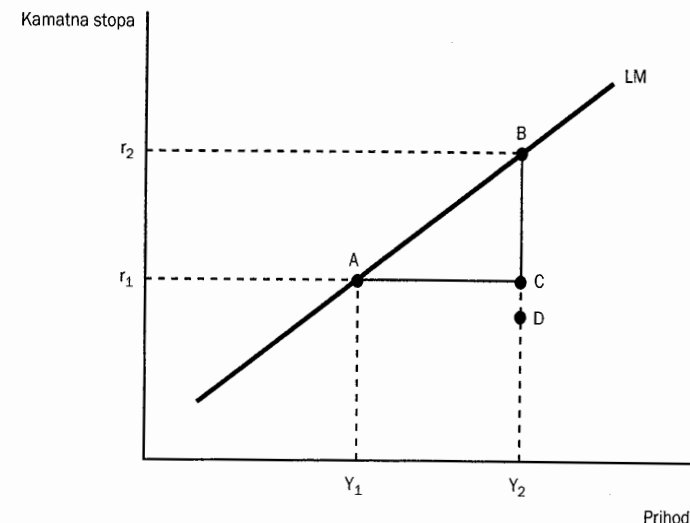
Mi ćemo dati drugi odnos između Y i r , na bazi ravnotežnog uslova na tržištu roba i usluga (ravnotežni uslov $C + I + G = Y$ ili $I = S$). Planirano je da se ovo veliko objedinjenje materije i rešenje koje će vas oboriti s nogu izloži na oko deset stranica. Ali pre ovog kataklizmičkog iskustva, bilo bi korisno, radi dalje diskusije o politici, da se elaboriraju faktori koji određuju nagib krive LM i pomeranja njene pozicije. Oba ova faktora pomažu da se odredi relativna veličina multiplikatora monetarne i fiskalne politike.

Sve o krivoj LM

Determinante nagiba krive LM najbolje se ilustruju ako se ispitaju razlozi njenog pozitivnog nagiba. Uzmimo tačku A na slici 24.3. Pretpostavimo da je iznos tražnje za novcem jednak fiksnoj novčanoj masi na toj tački, stoga se kombinacija Y_1 i r_1 nalazi na krivoj LM . Da bismo videli da li se druga (Y, r) kombinacija koja takođe zadovoljava ravnotežno stanje (tražnja za novcem = novčanoj masi) nalazi gore udesno od A (kao tačka B) ili dole udesno (kao tačka D), prvo ćemo razmotriti tačku C koja se razlikuje od A samo po nivou prihoda.

Kod tačke C , kamatna stopa je još uvek r_1 , ali prihod je Y_2 (iznad Y_1). Pošto je prihod veći kod tačke C nego kod tačke A , transakciona tražnja za novcem je veća kod tačke C . Ništa drugo se ne menja, tako da tačka C mora da ima veću tražnju novca od (fiksne) ponude. Da bi stvari došle na svoje mesto, kamatna stopa mora da *raste* da bi se smanjila tražnja za novcem i na taj način ponovo uspostavila ravnoteža između ponude i tražnje.

Nagib linije AB (kriva LM) na slici 24.3 se određuje putem dva faktora. *Prvi je veličina gępa između ponude i tražnje za novcem kod tačke C .* Ako je rast iznosa traženog novca po jedinici ΔY veliki, tada će traženi iznos biti dosta veći kod C nego kod A , a povećanje r (kamatne stope), potrebno da se ponovo uspostavi ravnoteža (da bi se smanjio traženi iznos) biće veliko. Drugim rečima, ako je velika transakciona tražnja, tada će nivo r potreban da se održi ravnoteža između ponude i tražnje kod Y_2 biti veliki, tačka B će biti viša nego inače, a nagib krive LM će biti strmiji.



SLIKA 24.3 Nagib krive LM .

Drugi faktor koji utiče na nagib krive LM je osetljivost tražnje za novcem na kamatu. Za dati višak tražnje za novcem iznad ponude kod tačke C , na slici 24.3, što je veća osetljivost na kamatu preferencije likvidnosti (liquidity preference), potrebno je *manje* povećanje kamatne stope da bi se ponovo uspostavila ravnoteža. Do ovoga dolazi kada je preferencija likvidnosti visoko osetljiva na kamatu, i tada čak i malo povećanje kamatne stope (r) mnogo smanjuje traženi iznos novca. Drugim rečima, kod Y_2 rast kamatne stope potreban da se obezbedi ravnoteža između ponude i tražnje biće manji što je veća osetljivost tražnje na kamatnu stopu (r); tačka B će biti niža nego inače a nagib krive LM biće ravnniji.

Da rezimiramo: nagib krive LM će biti strmiji što je veća osetljivost tražnje za novcem na prihod, a manja osetljivost tražnje za novcem na kamatu; kriva LM će biti ravnnija što je manja osetljivost tražnje za novcem na prihod a veća osetljivost na kamatu.

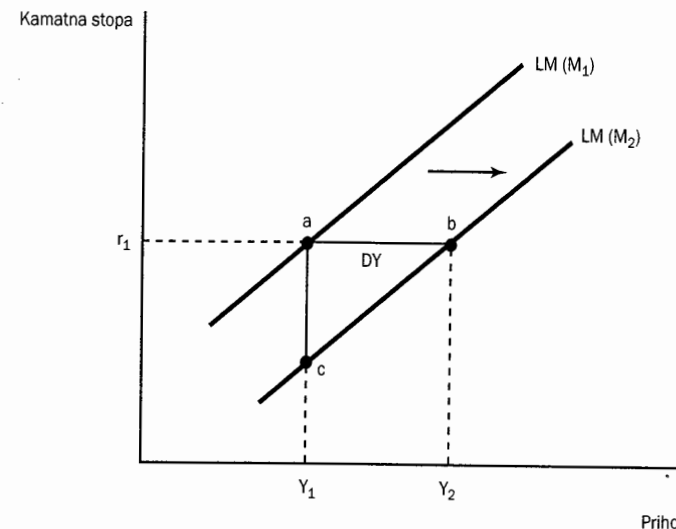
Monetarna politika i kriva LM

Šta utiče da kriva *LM* menja poziciju (suprotno promenama njenog nagiba)? Ona, na istoj poziciji, postaje zabrinjavajuća tako da monetarne vlasti žure da poprave situaciju. Povećanje novčane mase pomera krivu *LM* na desnu stranu a smanjenje novčane mase pomera krivu *LM* na levu stranu. Sa datom kamatnom stopom pomeranjem pozicije krive *LM*, Federalne rezerve mogu da povećaju ili smanje potencijalni ravnotežni nivo BDP-a. Pogledajmo zašto promena novčane mase pomera krivu *LM*.

Na slici 24.4 startujemo sa krivom *LM* koja pokazuje novčanu masu M_1 . Sve tačke na toj krivoj zadovoljavaju uslov da je iznos traženog novca = M_1 . Uzmimo tačku *a*, sa kamatnom stopom r_1 i prihodom Y_1 . Sada povećajmo novčanu masu na M_2 . Kod tačke *a*, nova veća novčana masa prevazilazi potražnju za novcem. Šta može ponovo da uspostavi ravnotežu između tražnje za novcem i novčane mase? Jasno je, ako *prihod* raste transakciona tražnja za novcem će da raste, otuda neka tačka udesno od tačke *a*, recimo tačka *b*, sada će predstavljati ravnotežu između ponude i tražnje. Prema tome, nova kriva *LM*, $LM(M_2)$, ona sa kombinacijama Y i r , koje zadovoljavaju tražnju jednaku novoj većoj novčanoj masi, mora da se nalazi desno od stare krive *LM*. (Sličan argument pokazuje da kriva *LM* mora da se pomera na levu stranu ukoliko postoji pad novčane mase.)

Možemo tačno da kažemo koliko udesno (ili ulevo) mora da ide nova *LM* kriva. Ako se novčana masa poveća za ΔM , iznos traženog novca mora da se promeni za isti iznos da bi se ponovo uspostavila ravnoteža. Ali mi znamo da transakciona tražnja za novcem menja za k puta promenu prihoda ($k\Delta Y$). To znači da prihod mora da se menja dok se $k\Delta Y$ ne izjednači sa ΔM (pretpostavljajući da se ništa drugo ne menja, što je ono što mi i radimo posmatrajući horizontalne razlike između dve krive *LM*, uz konstantnu kamatnu stopu). Tražnja za novcem će se povećati da bi se uparila sa povećanom ponudom kada je $k\Delta Y = \Delta M$ ili kada je $\Delta Y = \Delta M/k$, što mi možemo da napišemo kao $\Delta Y = 1/k \times \Delta M$. Drugim rečima, horizontalno rastojanje između dve krive *LM* je jednako $1/k \times \Delta M$ (ili razlika na slici 24.4 između Y_1 i Y_2 je $1/k \times \Delta M$).³

Promena prihoda nije jedini način da ekonomija apsorbuje promenu novčane mase. Kamatna stopa može da opada što bi dovelo do povećanja iznosa tražnje novca. To je prikazano na slici 24.4 tačkom *c*, koja se nalazi direktno ispod tačke *a*; tj. još uvek smo kod prihoda Y_1 , ali ovog puta je kamatna stopa pala kako bi se uspostavila ravnoteža između iznosa tražnje za novcem i nove (veće) ponude novca.



SLIKA 24.4 Povećanje novčane mase pomera krivu *LM* na desnu stranu.

Nažalost, ne možemo još tačno da kažemo gde nas vodi nova povećana novčana masa. Da li će ona sva biti apsorbovana povećanjima BDP-a ili će biti sva apsorbovana padom kamatne stope? To je veliko pitanje. U našem uvodnom obrazlaganju, u poglavlju 2, naveli smo da će ekspanzija *M* dovesti do višeg BDP-a i do niže kamatne stope. Prema tome, ako startujemo od tačke *a* na slici 24.4, nova ravnoteža u privredi se nalazi negde između tačaka *b* i *c*. Klasični ekonomisti, međutim, kazali su da će povećanje *M* biti u potpunosti apsorbovano transakcionom tražnjom. Ne možemo da damo odgovor na to pitanje zato što zaista ne znamo odakle smo startovali. Da bismo utvrdili uopšte gde smo, moramo da uvedemo robni sektor privrede - štednju i investicije.

Tržište robe

Na ekonomsku aktivnost i kamatne stope utiču tržište roba i usluga kao i novčano tržište. Druga strana ravnotežnog stanja u kome je tražnja za novcem jednaka novčanoj masi jeste ravnoteža između željene štednje i investicija (ili da ukupni željeni rashodi budu jednaki proizvodnji.) Ravnotežni nivoi BDP-a i kamatne stope moraju da ispunjavaju dva uslova ravnoteže: uslov da je $I = S$ (investicije = štednja) kao i da je tražnja za novcem = novčana masa - što je dobro, zato što nam sa dve varijable, Y i r , trebaju dve jednačine ako obe varijable treba da se istovremeno odrede.

³ Setimo se poglavlja 22 da kada tražnja za novcem nije osetljiva na kamatu, tada je $1/k =$ velicitet. Pod ovim uslovima, horizontalno rastojanje (koje održava konstantnu kamatnu stopu) između dve krive *LM* jednako je ΔM puta velicitet. Ovo će biti značajno u sledećem poglavlju, sem ukoliko ne odlučite da ga ne čitate jer je materija vrlo komplikovana.

Da bi se opisale kombinacije Y i r koje su potrebne za ravnotežu na tržištu robe, moramo da se podsetimo investicione funkcije iz poglavlja 22 i 23. Željena investiciona potrošnja je negativno vezana za kamatnu stopu; pad kamatne stope povećava nivo investicione potrošnje. Viši nivo investicione potrošnje za uzvrat implicira viši nivo BDP-a. Ovi odnosi se najbolje prikazuju grafičkim putem. O tome ćemo detaljnije diskutovati.

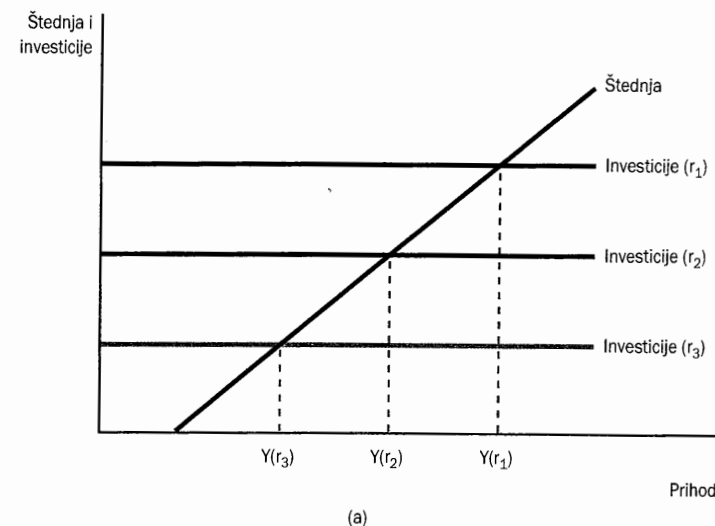
Na slici 24.5(a) funkcija štednje je nacrtana zajedno sa tri alternativna nivoa investicije od kojih je svaki vezan za različitu kamatnu stopu. „Investicija (r_1)” pretpostavlja kamatnu stopu r_1 , „investicija (r_2)” pretpostavlja kamatnu stopu r_2 (stopa viša od r_1), itd. Slika 24.5(b) pokazuje istu situaciju ali sa gledišta ukupnih troškova. Tri linije ukupnih troškova su povezane sa tri različita nivoa investicije.

Alternativni nivoi investicije proizilaze iz investicione funkcije na slici 24.6, gde se kamatna stopa meri na vertikalnoj osi a nivo investicije na horizontalnoj osi. Kamatna stopa r_3 je najviša stopa i povezana je sa najnižim nivoom investicije $I(r_3)$. Kamatna stopa r_1 je najniža stopa i povezana je sa najvišim nivoom investicije $I(r_1)$. Promena iznosa investicije po jedinici promene kamatne stope ($\Delta I / \Delta r$) meri osetljivost investicione potrošnje na promene kamatne stope.

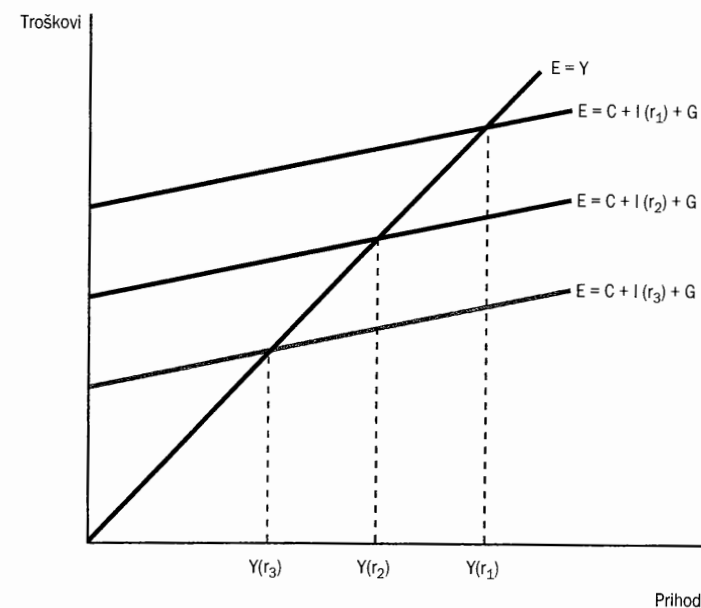
Treba da je očigledno iz slike 24.5(a) i (b) da postoji negativan odnos između Y i r u pogledu tržišta roba. Niže kamatne stope su povezane sa višim nivoima prihoda sve dok je zadovoljen uslov ravnoteže - štednja jednaka investiciji. Ovaj odnos između Y i r je rezimiran na slici 24.7, sa r (kamatnom stopom) merenom na vertikalnoj osi i Y (prihodom) na horizontalnoj osi. (Ovde nam je teško da razlikujemo horizontalno od vertikalnog i šta je na čemu - i zato širom otvorite oči.) Geometrijsko mesto tačaka koje zadovoljavaju uslov ravnoteže da su investicije jednake štednji naziva se **kriva IS**.

Kako treba da čitate krivu IS? Kao i sa krivom LM, na jedan od dva načina. Za niz alternativnih kamatnih stopa, kriva vam govori kakav treba da bude prihod da bi štednja bila jednaka investiciji. Kod viših kamatnih stopa investicije su manje, tako da prihod mora da bude niži da bi se smanjila štednja (što predstavlja funkciju prihoda) do tačke gde se ona izjednačuje sa manjim obimom investicija. Ili, za niz alternativnih nivoa prihoda, kriva vam govori kakva mora da bude kamatna stopa da bi štednja bila jednaka investicijama. Na višim nivoima prihoda, štednja je veća, tako da kamatna stopa mora da bude niža da bi se investicije povećale do tačke gde se izjednačuju sa većim obimom štednje.

Možda sada možete da shvatite naš savet koji je ranije dat u poglavlju u vezi sa krivom LM kojim vam sugerišemo da ne prenosite ovu informaciju o odnosu između Y i r . Sada postoje dva odnosa između Y i r . Mada je obično bolje imati više dobrih stvari to ipak može da dovede do zabune. U našem slučaju, međutim, naš model može da se spase nedefinisanosti. Ali pre nego što prezentiramo Misuri kompromis (nazvan po onima koji su odbili da veruju da je to moguće), bacimo brzi pogled na faktore koji određuju nagib i poziciju krive IS; ovo su elementi, zajedno sa drugim faktorima, koji određuju nagib i poziciju krive LM i utiču na relativne veličine multiplikatora monetarne i fiskalne politike na bruto BDP.

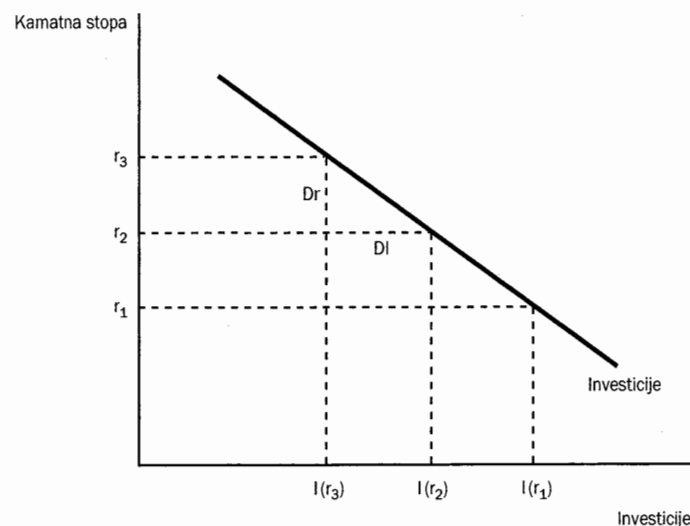


(a)



(b)

SLIKA 24.5 Kako se izvodi kriva IS: Kod nižih kamatnih stopa nivo investicija je viši kao i nivo prihoda.



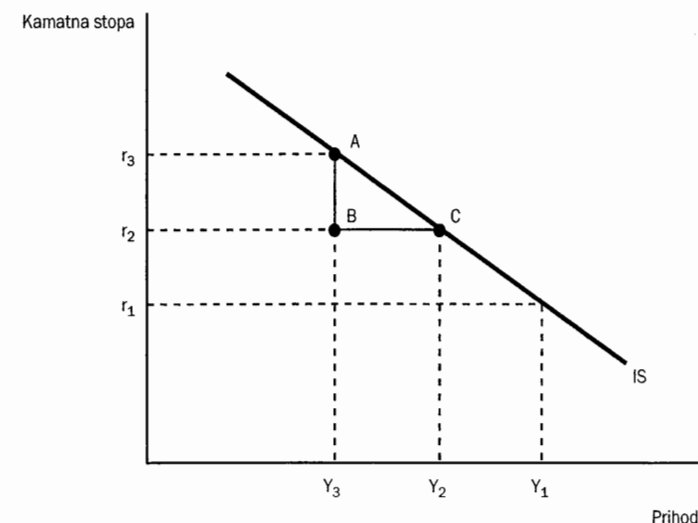
SLIKA 24.6 Funkcija investicije - tražnje

Sve o krivoj IS

Da bismo shvatili zašto kriva *IS* izgleda onako kako je prikazana, šta je čini ravnijom ili strmijom, šta je pokreće ulevo ili udesno, razmotrimo detaljnije njen negativan nagib. Uzmimo tačku *A* na slici 24.7 i pretpostavimo da kombinacija (r_3, Y_3) ispunjava uslov da je štednja jednaka investiciji: otuda *A* leži na krivoj *IS*. Pređimo sada na tačku *B*, koja se razlikuje od tačke *A* samo po tome što ima nižu kamatnu stopu (r_2 u poređenju sa r_3). Ali niža kamatna stopa implicira viši nivo investicija. Prema tome, ako je $I = S$ kod tačke *A*, tada *I* mora da *premaši* *S* kod tačke *B*. Da bi se ponovo uspostavila ravnoteža, štednja mora da dostigne nivo gde je jednaka investicijama. Ne postoji bolji način da se to učini (u stvari, uopšte ne postoji drugi način u našem modelu) nego da se poveća prihod recimo do Y_2 , kojim se povećava štednja (sa marginalnom sklonošću štednji puta ΔY). Kod tačke *C* štednja je ponovo jednaka investicijama i dozvoljeno je i njoj takođe da uđe u tu selektiranu grupu tačaka na krivulji *IS*.

Nagib krive *IS* se određuje veličinom razlike između *I* i *S* kod tačke *B* - tj. osetljivošću investicija na jediničnu promenu kamatne stope - i reakcijom štednje na povećanje prihoda (marginalna sklonost štednji). Na primer, ako je investicija vrlo osetljiva na promene r (na slici 24.6, ako je investiciona funkcija ravnija, tako

da je ΔI po jedinici Δr veća) - tada će investicija u velikoj meri premašiti štednju kod tačke *B* na slici 24.7. Da bi se štednja u velikoj meri povećala, prihod mora prilično da raste; tačka *C* bi otišla dalje udesno od sadašnje pozicije, a kriva *IS* bi bila ravnija.



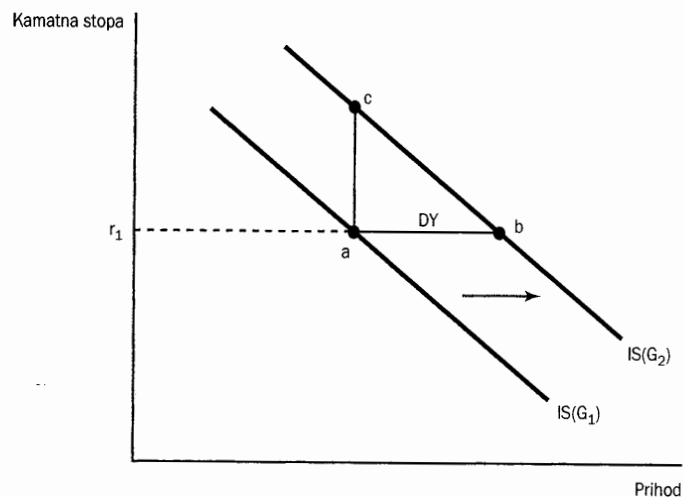
SLIKA 24.7 Kriva IS i njen nagib

Ako je marginalna sklonost štednji vrlo velika, povećanje prihoda (Y) ne mora da bude veliko da bi se ponovo uspostavila ravnoteža, tačka *C* bi išla više na levu stranu a kriva *IS* bi bila strmija.

Sve ovo bi se moglo reći na manje formalan način. Pad kamatne stope kod tačke *B*, u poređenju sa tačkom *A*, povećava investicionu potrošnju. Ova ΔI , sa svoje strane, povećava nivo BDP-a za ΔI puta „prosti multiplikator“, $1 / (1 - b)$, iz prethodnog poglavlja. Ovo povećanje BDP-a se meri od tačke *B* do tačke *C* (obratite pažnju da se ovim, sasvim eksplicitno, podrazumeva da kamatna stopa ostaje ista pre i posle povećanja prihoda (Y), a to se postiže crtanjem *horizontalne linije* od *B* do *C*). Prema tome, što je osetljivija investiciona potrošnja na promene kamatnih stopa, to će biti ravniji nagib krive *IS* i veći efekat multiplikatora. Ovo je u potpunosti u skladu sa pričom koja je ispričana o marginalnoj sklonosti štednje, jer što je veća marginalna sklonost ka štednji ($= 1 - b$), to je manji multiplikator prostog kejnzijanskog modela.

Da rezimiramo: investiciona funkcija *visoko* osetljiva na kamatu i *niska* marginalna sklonost štednji implicira ravnu krivu *IS*; *niska* osetljivost investicije na kamatu i *velika* marginalna sklonost štednji impliciraju strmu krivu *IS*.

Pozicija krive IS (suprotno njenom nagibu) menja se na svaku promenu autonomne potrošnje, kao što je državna potrošnja, privatna investicija koja ne zavisi od kamatnih stopa ili potrošnja domaćinstava (consumption spending) koja je nezavisna od prihoda (ili, posmatrano iz drugog ugla, privatna štednja koja je nezavisna od prihoda, kao što su promene nastale zbog državnog oporezivanja). Ovakva pomeranja autonomne potrošnje remete ravnotežno stanje $I=S$ (ili $E=Y$). Prema tome, ravnotežne kombinacije Y i r će se menjati. To se može videti posmatrajući bilo ravnotežu štednje, koja je jednaka investiciji, ili ravnotežu prihoda koji je jednaka troškovima. Uštedećemo vam agoniju da to radite na oba načina (samo ovog puta) i koncentrisaćemo se na troškove koji su jednaki prihodu.



SLIKA 24.8 Povećanje državne potrošnje pomera krivu IS udesno

Na slici 24.8 počecemo sa IS krivom $IS(G_1)$. Kod svake tačke, štednja je jednaka sa investicijom a željeni ukupni rashodi jednaki su sa prihodom. Sada pretpostavimo da državna potrošnja raste od G_1 do G_2 . Na slici 24.5(b) jasno se vidi da se pod takvim okolnostima svaka od funkcija ukupnih troškova pomera na gore, postizujući viši nivo prihoda (Y) za svaku kamatnu stopu. Prema tome, na slici 24.8 povećanje G implicira pomeranje udesno krive IS , recimo na $IS(G_2)$ - tj. viši nivo prihoda Y za svaku kamatnu stopu.⁴

Slična pomeranja krive IS bi nastala povećanjem ili smanjenjem investicione potrošnje koja je nezavisna od kamatne stope. Kako do toga dolazi? Ako predu-

⁴ Povećanje poreza implicira niži nivo potrošnje na slici 24.5(b), otuda je svaka od linija ukupnih troškova niža nego što je bila ranije, a nivo prihoda (Y) vezan za svaku kamatnu stopu je manji. Rezultat: Kriva IS se pomera ulevo.

zetnici iznenada očekuju više buduće dolarske prihode od investicionih projekata, stopa prihoda o kojoj je diskutovano u poglavlju 23 će se povećati, a pokrenuće se neka investiciona potrošnja do koje inače ne bi došlo. Kejnz je smatrao da bi se takva pomeranja dešavala sasvim često i u znatnom obimu. Preduzetnici su nestabilna grupa, vrlo osetljiva na sve (na rat i mir) i na svakoga (predsednike i reportere) koji bi mogli da utiču na buduću profitabilnost njihovih investicija. Svojim delovanjem oni pokušavaju da pomere funkciju investicione potražnje (slika 24.6) udesno ili ulevo, time pomerajući krivu IS ulevo ili udesno takođe.

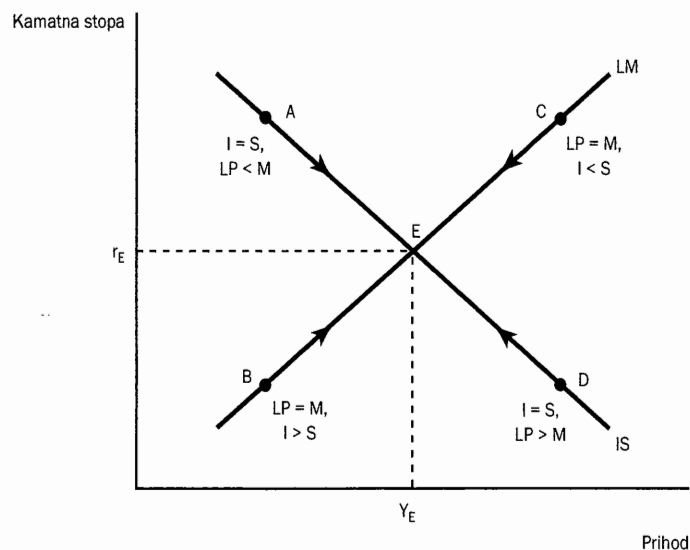
Zbog promene autonomne potrošnje možemo tačno da kažemo koliko se kriva IS pomera ulevo ili udesno. Promena autonomne potrošnje, ΔA , dovodi do promene BDP-a za iznos ΔA puta multiplikator iz poglavlja 23, $1 / (1 - b)$, pretpostavljajući da nema promena u drugim kategorijama potrošnje (sem potrošnje nastale zbog promene prihoda). Na slici 24.8, horizontalno rastojanje između dve krive IS - na primer, tačka a do tačke b - meri razliku između dva nivoa prihoda, pretpostavljajući da se neka vrsta autonomne potrošnje povećala ali da je kamatna stopa ostala konstantna. Ovo bi bilo jednako ΔA puta multiplikator - naš stari prijatelj: $1 / (1 - b)$. Prema tome, povećanje autonomne potrošnje - kao što je promena državne potrošnje - pomera krivu IS udesno za ΔA puta $1 / (1 - b)$, dok smanjenje autonomne potrošnje pomera krivu IS ulevo za ΔA puta $1 / (1 - b)$.

Realno postoji i druga mogućnost. Povećanje autonomne potrošnje ne mora da povećava BDP ako se istovremeno neka druga kategorija potrošnje smanji. Razumljivo je da će BDP ostati nepromenjen ako u isto vreme državna potrošnja raste a obeshrabrena je privatna investiciona potrošnja (zato što kamatna stopa raste). Ova mogućnost se eksplicitno uočava na slici 24.8 sa tačkom c , koja je direktno iznad tačke a , implicirajući da ne postoji nikava promena BDP-a. Naprotiv, kamatna stopa je dovoljno porasla tako da ukupna potrošnja ostaje ista: Prihod je jednak željenim rashodima kod tačke c kao i kod tačke b , štednja je jednaka investicijama na obe tačke i tako su obe na novoj krivoj IS .

Izgleda da se Kejnzovi sledbenici slažu da će promena državne potrošnje značajno povećati BDP, zato ćemo se naći blizu tačke b kada G ide na gore. Klasični ekonomisti, s druge strane, smatrali su da nivo autputa neće biti pogođen promenama bilo koje određene kategorije troškova. Povećanje G bi pratilo smanjenje neke druge vrste potrošnje, ostavljajući prihod nepromenjen (pomerićemo se do tačke c). Ne možemo stvarno da kažemo šta će se dogoditi dok ne spojimo krivu IS sa krivom LM , izvedemo ravnotežu prihoda (Y) i kamatne stope (r), a zatim ne ispitamo način na koji ove varijable reaguju na fiskalnu i monetarnu politiku u okviru opšte ravnoteže.

Istovremeno utvrđivanje prihoda i kamate: krive IS i LM zajedno

Ravnotežni nivoi BDP-a i kamatna stopa moraju da postignu ravnotežu na tržištu novca (tražnja za novcem = novčana masa ili $LP = M$) kao i na tržištu proizvoda ($I = S$). Na slici 24.9 nacrtali smo krivu LM za datu novčanu masu i krivu IS za dati nivo državne potrošnje i poreza i datu investicionu funkciju (koja povezuje I za r). Ravnoteža (Y) i (r) mora da bude na tački preseka kriva IS i LM , tačka E , pošto je samo na toj tački štednja jednaka investiciji a preferencija likvidnosti (LP) je jednaka novčanoj masi. Na svakoj drugoj tački, jedan ili oba ravnotežna uslova su narušeni, a dinamičke sile će pomeriti prihod i kamatnu stopu prema tački E .



SLIKA 24.9 Istovremeno utvrđivanje prihoda i kamate (fantastično!).

Pogledajmo šta se dešava ako ekonomija nije na tački E na slici 24.9. Uzmimo tačku A na krivoj IS . Štednja je jednaka investiciji, ali tražnja za novcem je manja od novčane mase. (Novčana masa je takva zato što je tačka A direktno iznad tačke B , koja se nalazi na krivoj LM . Na tački B znamo da je $LP = M$. Pošto tačka A ima višu kamatnu stopu, iznos traženog novca je manji, tako da sa datom novčanom masom imamo LP manji od M . Ljudi žele da drže manje novca nego što imaju na tački A . Da bi se oslobodili novca oni počinju da kupuju obveznice,

terajući cene obveznica na više a kamatne stope na niže. Pošto kamatna stopa pada, investicije rastu a isto je i sa prihodom - i, verovali ili ne, mi spuštamo krivu IS prema E .

Na tački B , novčana masa je jednaka tražnji za novcem zato što smo na krivoj LM , ali investicija prevazilazi štednju (tačka B je direktno ispod A ; na tački A znamo da je $S = I$; na tački B kamatna stopa je niža i zbog toga I prekoračuje S). Prekoračenje investicije (I) iznad štednje (S) dovodi do povećanja proizvodnje jer preduzetnici pokušavaju da popune smanjene zalihe. Kako prihod raste, kamatna stopa ide na gore zato što je novčana masa fiksna a ljudi počinju da prodaju obveznice da bi ostvarili dodatna transakcijska sredstva. Sada se penjemo krivom LM prema tački E .

Na tačkama desno od E , dinamičke sile bi dovele do pada nivoa prihoda. Na tački C imamo $LP = M$ ali željena investicija je manja od željene štednje (vidite da li znate zašto - sugestija: uporedite sa D). Preduzetnici smanjuju svoju proizvodnju da bi smanjili gomilanje zaliha. Pošto BDP opada, smanjuje se potreba za transakcijskim sredstvima, ljudi počinju da kupuju obveznice sa dodatnim novcem, cene obveznica rastu, a kamatne stope padaju - vraćamo se na E klizanjem niz krivu LM . Konačno, na tački D investicija je jednaka štednji, ali LP prevazilazi M . Ljudi pokušavaju da prodaju obveznice da bi dobili više novca, cene obveznica padaju, kamatne stope rastu; investiciona potrošnja počinje da pada a zajedno s njom pada i prihod - penjemo se krivom IS dok ne dođemo do tačke E .

Ravnotežna tačka E ima lepo svojstvo da ako se tu ne nalazi ekonomija, dinamičke sile će ponovo uspostaviti određenu kombinaciju (Y) i (r). Ovo je *stabilna* ravnoteža. Sve dok se krive IS i LM nalaze na istoj poziciji, bilo koja devijacija prihoda od Y_E će pokrenuti sile da se ponovo uspostavi taj nivo outputa; to se odnosi i na kamatnu stopu r_E .

Ali ne postoji ništa sveto u vezi sa prihodom Y_E . On može ali ne mora da bude nivo outputa pri punoj zaposlenosti. Nismo uočili tendenciju ekonomije da obezbeđuje da Y_E bude puna zaposlenost, mada ćemo kasnije predložiti neke podatke. Ako se desi da Y_E bude puna zaposlenost, sve će biti u redu. Ali ako to nije slučaj i armija nezaposlenih postane uznemirena, država može da se angažuje da obezbedi punu zaposlenost. Kao što smo naveli u prethodnom poglavlju, ona može da koristi monetarnu politiku ili fiskalnu politiku. Mi raspolazemo svim alatima potrebnim za kompletnu analizu uticaja ovih politika na BDP.

Monetarna i fiskalna politika

Monetarna politika

Sada smo došli da tačke kada možemo sve naše nagibe i pomeranja da dobro koristimo. Slike 24.10, 24.11 i 24.12 ukratko prikazuju način na koji monetarna politika utiče na ekonomske aktivnosti i faktore koji dejstvuju na obim uticaja multiplikatora na BDP u okviru ISLM okvira.

Na slici 24.10 ako startujemo sa LM i IS , ravnotežni nivo prihoda je Y a kamatna stopa je r . Povećanje novčane mase, na primer, pomera funkciju LM do LM' , smanjujući kamatnu stopu na r' i povećavajući BDP na Y' .⁵

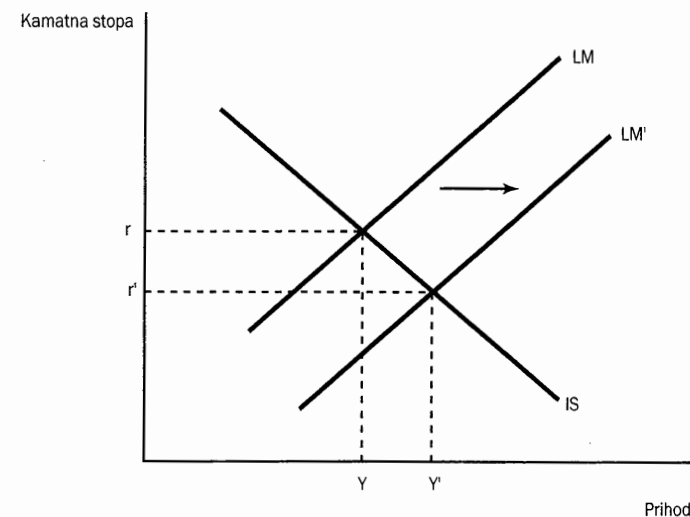
Slika 24.11 pokazuje da povećanje novčane mase (LM se pomera do LM') povećava BDP utoliko više, što je *ravnija kriva IS*. Sa relativno strmom krivom IS , povećanje prihoda je samo do Y_s dok sa ravnijom krivom IS povećanje je do Y_f . Ravnija kriva IS može da nastane zbog investicione funkcije visoko osetljive na kamatu.⁶ Prema tome, pad kamatne stope r zbog povećanja M dosta povećava nivo investicije. Uticaj monetarne politike na BDP je snažniji pod ovakvim uslovima.

Slika 24.12 je nešto više komplikovana. Ona pokazuje da je povećanje novčane mase snažnije što je *manja osetljivost tražnje za novcem* na promene kamatne stope. Ako je tražnja za novcem prilično neosetljiva na promene kamatne stope, kriva LM je strmija. Povećanje novčane mase bi pomerilo LM_{strma} do LM'_{strma} ili LM_{ravna} do LM'_{ravna} .⁷ Prva implicira povećanje BDP od Y do Y_s dok druga implicira pomeranje od Y do Y_f . Objašnjenje je sledeće: Što je manja osetljivost tražnje za novcem na kamatu to je veći pad kamatne stope kada se novčana masa poveća (zato što se iznos tražnje za novcem povećava samo neznatno kada postoji samo mali pad kamatne stope r); zbog toga, sa velikim padom kamatne stope (potrebni da bi se povećala tražnja za novcem) inducirana povećanja investicione potrošnje i BDP-a su velika.

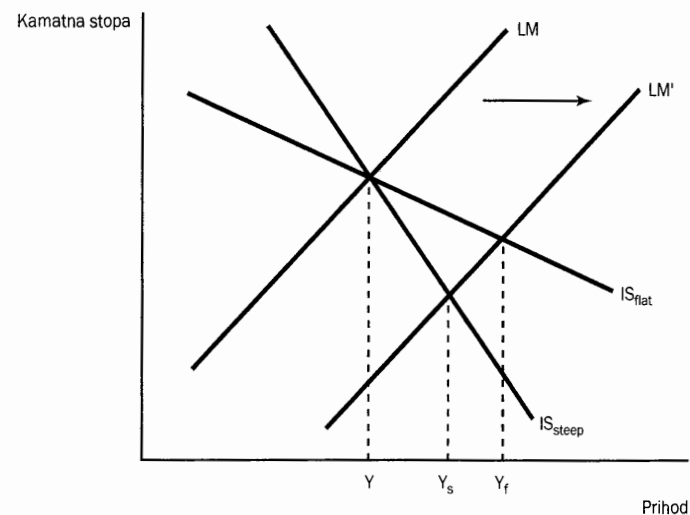
5 Svi primeri su u okviru povećanja novčane mase. Smanjenje bi jednostavno pomerilo krivu LM ulevo a sve promene bi bile upravo obrnute.

6 **Wealth effect** kamatnih stopa na potrošnju daje ravniju krivu IS , a na taj način se povećava uticaj promene novčane mase na BDP. Objašnjenje je sledeće: Pad kamatne stope ne samo da povećava investicionu potrošnju direktno već povećava ukupno bogatstvo (wealth) (rastom cena obveznica) i time utiče na potrošače da više troše. Kod datog pada kamatne stope, investicija i potrošnja rastu, doprinoseći rastu prihoda u većim iznosima. Slično, **efekat deviznog kursa** doprinosi da kriva IS bude ravnija. Posebno, pad kamatne stope smanjuje vrednost dolara na deviznom tržištu i time se podstiče neto izvoz koji utiče na rast BDP-a.

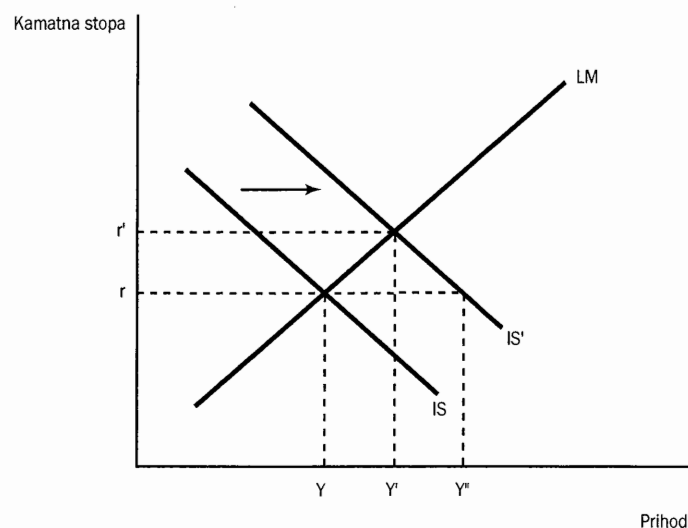
7 Obratite pažnju da je *horizontalno* rastojanje između dva para krivih identično zato što je osetljivost tražnje za novcem na prihod ista u oba slučaja; zato je *potencijalno* povećanje BDP-a zbog povećane novčane mase isto (po staroj ravnotežnoj kamatnoj stopi).



SLIKA 24.10 Ekspanzivna monetarna politika.



SLIKA 24.11 Monetarna politika je efektivnija kada je kriva IS ravnija.



SLIKA 24.13 Ekspanziona fiskalna politika.

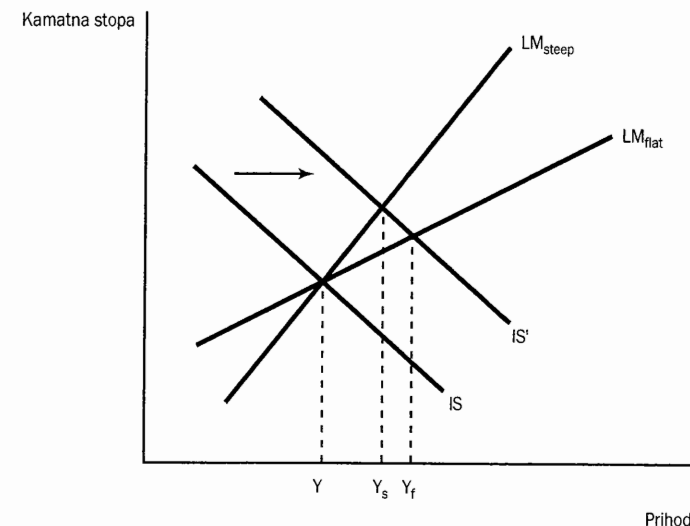
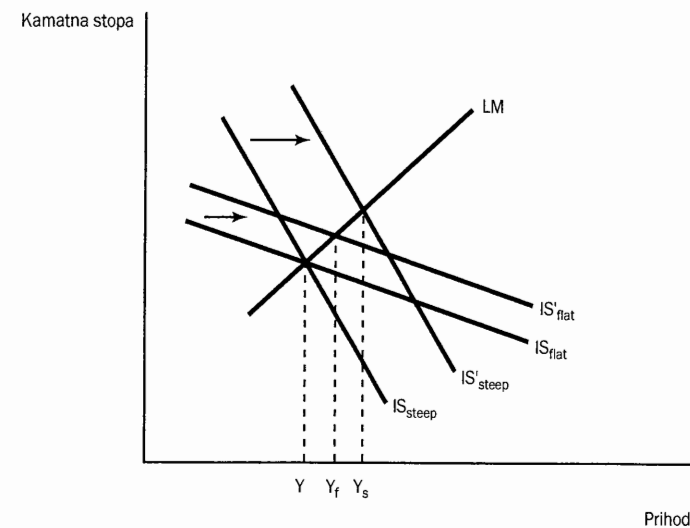
Fiskalna politika

Priroda uticaja fiskalne politike na BDP je rezimirana na slikama 24.13, 24.14 i 24.15. Povećanje državne potrošnje (ili smanjenje poreza) pomera krivu IS udesno.⁸ Na slici 24.13 postoji pomeranje od IS na IS' . Ravnotežni BDP ide od Y do Y' u isto vreme kada kamatna stopa ide na gore od r do r' . Kamatna stopa ide na gore zato što postoji povećana transakciona tražnja za novcem vezana sa rastom BDP-a; prema tome, sa fiksnom novčanom masom, kamatna stopa r mora da raste da bi održavala $LP = M$.

Do sada je ovaj efekat kamatne stope bio zanemarivan prilikom procene uticaja ΔG (ili bilo koje promene autonomne potrošnje) na ekonomsku aktivnost. Ovaj efekat međutim ima značajne posledice. On *smanjuje* veličinu multiplikatora autonomne potrošnje, a samim tim i moć fiskalne politike, zato što povećanje kamatne stope smanjuje investicionu potrošnju u isto vreme kada se povećava državna potrošnja. Da je kamatna stopa ostala nepromenjena, povećanje BDP-a bi bilo do Y'' . Veličina horizontalnog pomeranja krive IS je jednaka ΔG puta $1 / (1 - b)$, a povećanje od Y do Y'' je jednako sa istim. Stvarno povećanje BDP-a je manje (samo do Y') zato što kamatna stopa ide na gore a investiciona potrošnja se malo smanjuje (sada znate zašto smo $1 / (1 - b)$ nazvali „prost“ multiplikator).

⁸ Smanjenje državne potrošnje ili povećanje poreza pomera krivu IS ulevo, a celokupan uticaj je obrnut u odnosu na ovaj dat u tekstu.

Ustvari, ovo smanjenje investicija kada državna potrošnja raste naziva se **efekat istiskivanja**.

SLIKA 24.14 Fiskalna politika je efektivnija što je LM kriva ravnija.SLIKA 24.15 Fiskalna politika je efektivnija što je IS kriva strmija.

Što je veći multiplikator državne potrošnje (kao i efektivnost fiskalne politike) manji je neutrališući efekat rastućih kamatnih stopa na investicionu potrošnju. Na slici 24.14 pomeranje na desno krive IS ima manji uticaj na BDP sa strmijom krivom LM nego sa ravnijom krivom LM . Kada strma kriva LM nastaje zbog male osetljivosti preferencije likvidnosti na kamatnu stopu, na primer, povećana transakciona tražnja za novcem, dok BDP raste, zahteva veliko povećanje kamatne stope da bi se ukupna tražnja za novcem ponovo izjednačila sa novčanom masom. Veliki rast kamatne stope zaustavlja veliki iznos privatnog investiranja - javlja se veliki efekat istiskivanja - otuda je neto uticaj na BDP relativno mali.⁹

Slika 24.15 je još jedan dosta komplikovan dijagram. On ukazuje na to da što je manja osetljivost investicija na kamatu, to je veći multiplikator državne potrošnje a time je i fiskalna politika efektivnija. Ako investiciona potrošnja ne reaguje na promene kamatne stope, kriva IS će biti strmija. Povećanje državne potrošnje ili pomera IS_{strma} do IS'_{strma} povećavajući BDP do Y_5 ili pomera IS_{ravnu} do IS'_{ravnu} povećavajući BDP do Y_6 . Povećanje kamatne stope više preseca investicije što je veća osetljivost investicije na kamatnu stopu; zbog toga je rast prihoda manji pod ovakvim okolnostima.¹⁰

Kao nagradu za čitanje ovako velikog teksta i da niste pali u nesvest (provedite svoj puls), na tabeli 24.1 rezimiramo faktore koji utiču na relativnu efektivnost monetarne politike i fiskalne politike. Počnite na vrhu kolona (1) i (2) rečenicom, na primer, „ako je kriva LP vrlo osetljiva na r “ i zatim idite na krajnju levu kolonu sa „Tada (A), (B), (C) i (D)“. Implikacije svakog iskaza za analizu $ISLM$ i monetarnu i fiskalnu politiku navedeni su na tabeli.

TABELA 24.1 Kratak pregled efektivnosti monetarne i fiskalne politike

	(1)	(2)
Tada	Ako je LP vrlo osetljiva na r	Ako je I vrlo osetljiva na r
(A) Kriva LM je	ravnija	-
(B) Kriva IS je	-	ravnija
(C) Monetarna politika je	manje efektivna	više efektivna
(D) Fiskalna politika je	više efektivna	manje efektivna

⁹ Strma LM kriva može da nastane zbog velike transakcione tražnje za novcem. U ovom slučaju, povećanje Y dovodi do velikog rasta tražnje za novcem, forsirajući da kamatna stopa prilično raste da bi tražnja za novcem bila ponovo jednaka fiksnoj novčanoj masi.

¹⁰ Napominjemo da su horizontalni razmaci između dva para kriva IS identični. Ovo je zbog toga što, ako je kamatna stopa konstantna, *potencijalno* povećanje BDP-a zbog povećanja državne potrošnje je isto. (Zato što se pretpostavlja da je marginalna sklonost potrošnji ista).

Kejnz i klasični ekonomisti

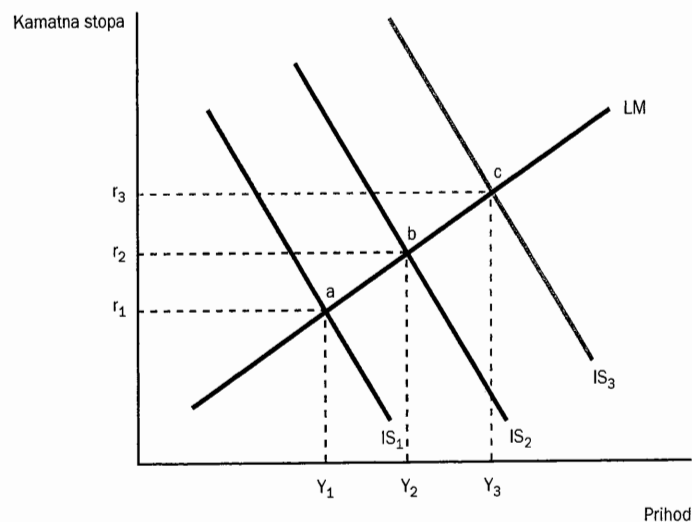
Velocitet, jedan od kamena temeljaca klasičnog sistema, izgleda da je nestao iz našeg Kejnzijanskog okvira. Gde je otišao velocitet? On je nestao iza krive LM . Pošto se određena funkcija krive LM crta za *datu* novčanu masu, dok se krećemo na gore duž funkcije LM , velocitet prihoda novca nužno raste. Prihod se povećava ali je novčana masa konstantna, tako da $Y/M (= V)$ mora da raste. Na slici 24.16, tri različite krive IS proizvode tri različita nivoa BDP-a, kao i tri različita nivoa velociteta: $V_1 (= Y_1/M)$ kod a ; $V_2 (= Y_2/M)$ kod b i $V_3 (= Y_3/M)$ kod c .¹¹ Velocitet V_3 veći je od velociteta V_2 a ovaj je veći od V_1 .

Pomeranja udesno krive IS , na slici 24.16, vezano za (na primer) povećani nivo državne potrošnje, uspeva da ostvari rast BDP povećavajući rast velociteta. U stvari, velocitet raste zato što je tražnja za novcem osetljiva na kamatnu stopu. Rast kamatne stope podstiče publiku da drži manje iznose spekulativnog novca (ili, generalno, da ekonomičnije koristi sva novčana sredstva), dopuštajući da se veća količina novca koristi za obavljanje transakcija.

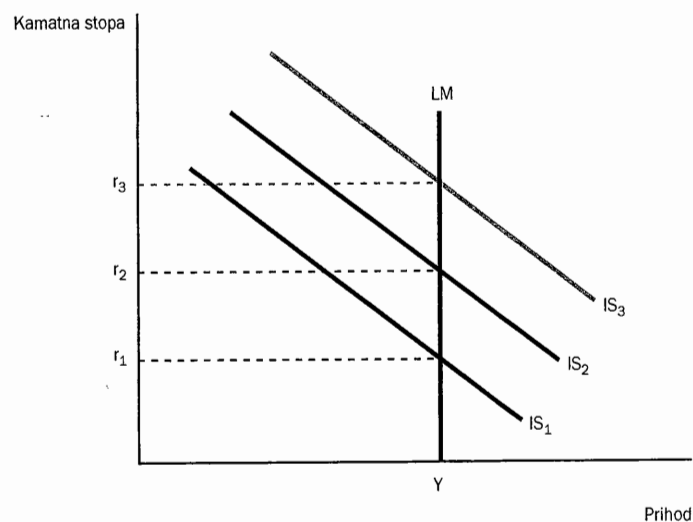
Da je tražnja za novcem potpuno *neosetljiva* na kamatnu stopu, tada bi velocitet bio konstantan a na BDP ne bi uticale promene autonomne potrošnje. Tražnja za novcem, neosetljiva na kamatu, znači da tražnja za novcem zavisi *samo* od prihoda. Za *datu* novčanu masu, postoji samo jedan nivo prihoda na kome se ispunjava ravnotežni uslov $LP = M$. Kriva LM je vertikalna na tom nivou BDP, kako je prikazano na slici 24.17 - implicirajući da bez obzira koliko raste državna potrošnja, nivo BDP ne može da raste zato što bi tada LP nadmašila M .

Fiksna novčana masa sprečava rast BDP u takvim okolnostima. Ako autonomna potrošnja ide na gore, kako je prikazano pomeranjima udesno krive IS na slici 24.17, rezultat će biti povećanje kamatne stope, smanjenjem investicione potrošnje. Kamatna stopa raste dok pad investicione potrošnje osetljive na kamatu ne bude jednak autonomnom povećanju potrošnje, a rezultat toga je da nema povećanja BDP. Efekat istiskivanja je kompletan. (U sledećem poglavlju ćemo se vratiti na ove implikacije vertikalne krive LM .)

¹¹ Velocitet je ispravno definisan kao PY/M ali u našem izlaganju cene su fiksne tako da se kretanje velociteta identifikuje sa Y .



SLIKA 24.16 Kada se kriva IS pomera, rastu i veličitet i prihod.



SLIKA 24.17 Kada je kriva LM vertikalna, pomeranja krive IS ne povećavaju niti veličitet niti prihod.

Druga karakteristika *ISLM* analize jeste da ona integriše klasičnu i kejnzijsku teoriju utvrđivanja kamatnih stopa. U poglavlju 23 dato je pojednostavljeno kejnzijsko gledište da je kamatna stopa čisto monetarni fenomen i da se određuje ponudom i tražnjom za novcem. Klasična škola, međutim, tvrdi da je kamatna stopa „realan“ fenomen, koji utvrđuju isključivo štednja i investicije.¹² Naš sadašnji stav je da i monetarni faktori, utelovljeni u krivulji LM i realni faktori, utelovljeni u krivoj IS , deluju na kamatnu stopu. Povećanje novčane mase, pomeranjem krive LM udesno, snižava kamatnu stopu, kao što je Kejnzs smatrao. Povećanje autonomnog investiranja, pomeranjem krive IS udesno, povećava kamatnu stopu, kako što su tvrdili klasični ekonomisti.

Ova delimična rehabilitacija klasične teorije o kamatnim stopama primorava nas da se vratimo na pitanje koje smo ranije postavili: Zašto varijacije kamatnih stopa automatski ne dovode do pune zaposlenosti po kejnzijskom sistemu, kao što su klasični ekonomisti tvrdili da će se desiti? Pošto smo toliko vaskrsnuli iz klasične ekonomije, možemo li da vratimo u život Sayov zakon?

Kada će se ostvariti puna zaposlenost?

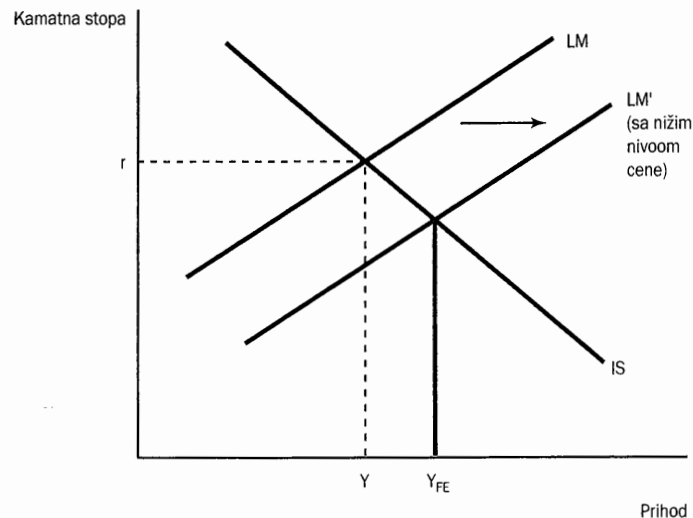
Klasični argument da će nivo ekonomske aktivnosti težiti ka punoj zaposlenosti može da se ugradi u kejnzijski okvir *ISLM* dozvoljavajući variranje cena. Slika 24.18 pokazuje ravnotežni nivo prihoda i kamatne stope zavisno od krivih IS i LM . Pretpostavimo da je nivo BDP-a kojim bi se ostvarila puna zaposlenost označen kao Y_{FE} . Sasvim je jasno da je ravnotežna ekonomska aktivnost kod Y suviše niska da bi opravdala zapošljavanje svih onih koji žele da rade po postojećem nivou plata. Rezultat je nezaposlenost.

Kejnzijski sistem jasno pokazuje da je jedini način povećanja zaposlenosti povećanje ukupne ekonomske aktivnosti; samo ako se željena potrošnja povećava BDP će se povećati iznad Y prema Y_{FE} . Do sada nemamo razloga da sumnjamo da će se kriva IS ili kriva LM pomerati udesno, pa otuda nema razloga da se sumnja da output Y neće ostati na tom nivou, sem ukoliko ne postoje povećanja državne potrošnje ili novčane mase.

Ali klasični ekonomisti su rekli da ne treba da čekamo na državnu intervenciju. Ako ne postoji puna zaposlenost, radnici bi smanjili svoje zahteve za plate i cene bi se snizile jer bi preduzetnici pokušali da prodaju output koji su proizveli sa povećanom radnom snagom koju su zaposlili (više radnika bi verovatno bilo zaposleno sa nižim platama). Međutim, ako bi i cene i plate pale, ne postoji razlog da se očekuje da će potrošači trošiti više - roba košta manje ali zaposleni dobijaju manje novca za svoj rad, tako da se njihov realan prihod nije povećao. Investici-

¹² Podsetimo se još jednom da se ova kontradikcija odnosi na realne kamatne stope. Sve dok su inflatorna očekivanja na nuli, realne stope su jednake nominalnim stopama. Dalje, sve dok se inflatorna očekivanja ne menjaju, promene nominalnih kamatnih stopa odgovaraju promenama realnih stopa.

ona potrošnja verovatno neće biti direktno pogođena. Preduzetnici plaćaju manje za svoje inpute zbog pada cena, ali oni moraju da očekuju da će dobiti manji dolarski prihod za autpute; ova dva faktora će se verovatno uzajamno poništiti a očekivana profitabilnost treba da ostane manje više nepromenjena. U suštini, svi naši bihevioristički odnosi su u *realnim* okvirima; ljudi su shvatili situaciju u kojoj padajuće cene prate padajući prihodi, tako da na potrošnju, investicije i odluke o držanju novca neće uticati jednaka kretanja dolarskih prihoda i cena. Tako izgleda da kriva *IS* i kriva *LM* na slici 24.18 ostaju nepromenjene, ukupna potražnja će ostati na svom starom nivou (Y), radnici upravo zaposleni biće otpušteni a nivo zaposlenosti će se vratiti na početni nivo.



SLIKA 24.18 Klasična pozicija: Niže cene pomeraju krivu *LM* udesno i automatski proizvode punu zaposlenost.

Ipak, klasični ekonomisti su imali keca u podeljenim kartama: *Ono što je zaisa pod uticajem pada cena jeste realna vrednost novčane mase*. Kao što smo videli u prethodnim poglavljima, ako je fiksni iznos novčane mase \$1.000 a nivo cene je jedan, njena realna vrednost (kupovna moć) ista je kao i kada bi novčana masa bila \$2.000 a nivo cena dupliran. Ali ako počnemo sa novčanom masom od \$2.000 a nivo cena se brzo prepolovi - realna novčana masa se duplira (na primer, od \$2.000/2 na \$2.000/1). Ovo povećanje realne vrednosti novčane mase, zbog padajućih cena, je mehanizam preko koga bi se ekonomija pomerila sa pozicije manje od pune zaposlenosti do pune zaposlenosti. Evo kako.

Prema slici 24.18 padajuće cene pomeraju krivu *LM* udesno iz istog razloga kao što to čini povećanje novčane mase; padajuće cene povećavaju realnu vrednost novčane mase i time stvaraju višak (realne) novčane mase iznad (realne) tražnje za novcem. Cene i dalje padaju sve dok su ljudi nezaposleni, tako da povećana realna vrednost novčane mase i dalje pomera krivu *LM* udesno, smanjujući kamatnu stopu i povećavajući željene investicije. Ovaj proces bi se nastavljao sve dok se kriva *LM* na slici 24.18 pomera od *LM* do *LM'* (ova druga je povezana sa nižim nivoom cene nego na prvobitnoj poziciji), na kojoj tački je ekonomska aktivnost na nivou pune zaposlenosti.

HOD PO ŽICI

ISLM analiza živi

Da parafriziramo Marka Tvena, izveštaji o smrti *ISLM* u velikoj meri preteruju. Model *ISLM* je smislio Sir John Hicks u poznatom članku iz 1937. „Gospodin Kejnz i klasični ekonomisti“. On je ubrzo postao standardno objašnjenje kejnzijanske doktrine, mada su uvek postojale rezerve o tome koliko su verodostojno *ISLM* analize predstavljale gledišta samog lorda Kejnza.

Velike primedbe na *ISLM* pristup odnose se na sledeće: (1) analiza prihoda i rashoda (kriva *IS*) je koncept toka, dok je novac i portfolio (kriva *LM*) koncept zaliha i ne postoji veza između tokova i zaliha; (2) monetarni efekti su se pretopili u jedan jedini parametar, kamatnu stopu, a da

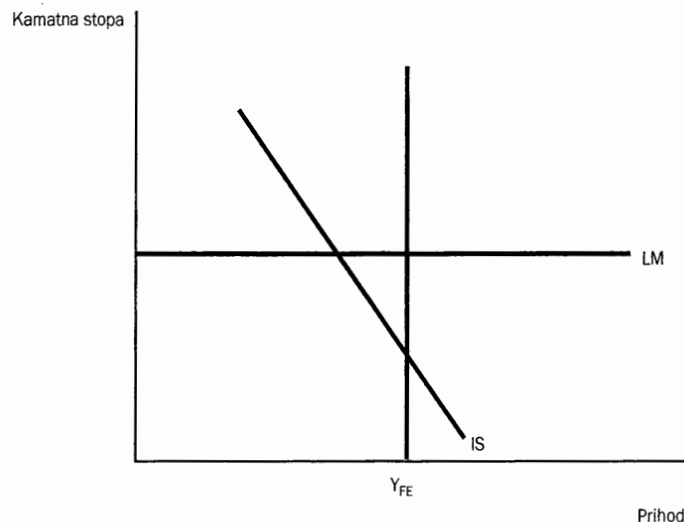
tako potencijalno važni faktori kao što su sastav bankarskih portfolija i struktura finansijskih tržišta nemaju nikakvu ulogu; (3) na novac se gleda kao na direktnu zamenu za drugu finansijsku aktivu ali ne i za materijalna sredstva; (4) cene robe su ili fiksne ili fleksibilne a ne fleksibilne u različitim stepenima.

Bez sumnje, svaka od ovih primedbi sadrži jake elemente istinitosti a svaka od njih je izrodila sofisticiranije pristupe makro monetarnoj analizi. Ipak *ISLM* je izdržao test vremena. I pored svojih nedostataka sa nama je preko 60 godina. Verovatno je da će trajati bar još neko vreme.

Kejnzijanski napad na ovaj klasični mehanizam nije se ograničavao na argument da su cene i plate čvrste i nefleksibilne i da neće brzo ići na dole. Klasična škola je naglašavala da je nezaposlenost rezultat takve nefleksibilnosti plata i cena. Kejnz je rekao, međutim, da postoje bar još dve druge okolnosti koje bi usporavale kretanje prema punoj zaposlenosti. Prva je slučaj *zamke likvidnosti* gde povećanje novčane mase neće sniziti kamatnu stopu kao što smo naveli na kraju poslednjeg poglavlja. Sve dok je funkcija preferencije likvidnosti perfektno horizontalna i povećanje novčane mase je, realno ili nominalno, povezano sa istom kamatnom stopom. Kriva *LM* je horizontalna pod tim uslovima¹³ i bez obzira koliko nivo cena pada, kamatna stopa neće pasti, investiciona potrošnja

13 Setite se da je kriva *LM* ravnija što je veća kamatna osetljivost potražnje za novcem. Kod zamke likvidnosti, tražnja za novcem bes krajno je osetljiva na kamatu; otuda kriva *LM* postaje potpuno ravna.

će ostati nepromenjena a takođe i ukupni autput i zaposlenost. Ova situacija je prikazana na slici 24.19.

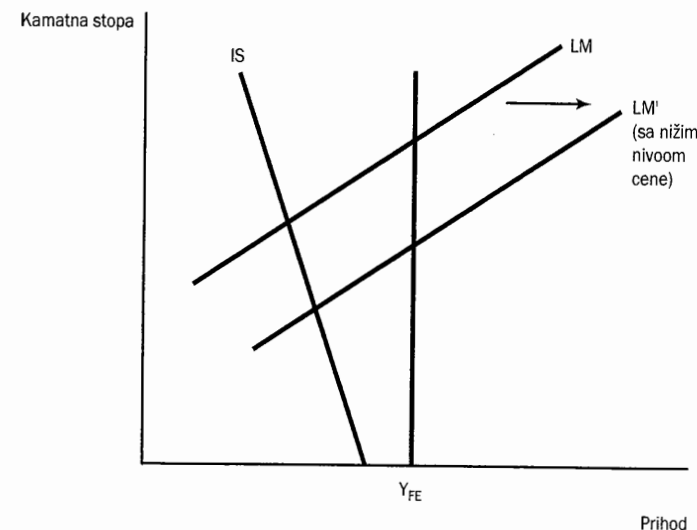


SLIKA 24.19 Ekstremna kejnzijanska pozicija: zamka likvidnosti.

Drugi slučaj kada padajuće cene nemaju efekta jeste kada su investicije visoko *neosetljive* na kamatnu stopu. Kriva *IS* je vrlo strma. Pod ovim uslovima, padajuće cene i izazvano smanjenje kamatne stope neće moći da povećaju investicije na dovoljno visok nivo da bi se generisala potrošnja pune zaposlenosti. Kao na slici 24.20.

Ali klasična ekonomija nije bila izgrađena na tako krhkim vezama između monetarnog sektora i trošenja sredstava na robu i usluge. Klasičan argument, koji smo upravo prezentovali, zasniva automatsku tendenciju ka punoj zaposlenosti na pomeranju udesno krive *LM* zbog povećanja realne vrednosti novčane mase. Ovo je u potpunosti „Kejnzijanski“ mehanizam u smislu da novac utiče na ekonomiju samo preko kamatne stope. Padajuće cene ne samo da smanjuju kamatnu stopu, već omogućavaju da realna novčana sredstva građanstva vrede više a to bi moglo da ima direktniji uticaj na ekonomsku aktivnost. Ljudi bi bili bogatiji pored toga što su likvidniji. I ako veća likvidnost ne bi pomogla (recimo zbog zamke likvidnosti) veće bogatstvo (u vidu realnih novčanih sredstava) bi svakako to moglo. Novčani iznos od \$10 ne mora da znači da ste vrlo bogati ako je nivo cena na jedinici. Ali ako nivo cene padne na 1/10 od prethodnog nivoa imali biste kupovnu moć od \$100; pad na 1/100 učiniće da vaša novčanica od \$10

vredi \$1.000 (kao kupovna moć) a pad nivoa cene na 1/100.000 od nivoa na kome je bio, stvorio bi od vas milionera!



SLIKA 24.20. Još jedna ekstremna kejnzijanska pozicija. Investicije ne reaguju na kamatnu stopu.

Kao što smo naglasili u našoj diskusiji o potrošnji, u poglavlju 23, povećanje bogatstva povećava željenu potrošnju kod svakog nivoa prihoda.¹⁴ Na slikama 24.19 i 24.20 kriva *IS* će se sada kretati udesno sve dok ne preseče krivu *LM* kod nivoa pune zaposlenosti BDP-a. Cene će tada prestati da padaju a svi oni koji su želeli da nađu posao, biće zaposleni (sa toliko mnogo milionera možda bi problem nezaposlenosti eliminisala armija bogataša koja napušta redove radne snage).

Na taj način, nasuprot našem prvom utisku, celovit klasični argument ima *obe* kejnzijanske krive *IS* i *LM*, koje se kreću udesno zbog pada cena. Promene realne vrednosti novčanih iznosa utiču na kamatnu stopu i indirektno utiču na investicionu potrošnju (pomeranje *LM* udesno), ali one mogu da utiču direktno i na potrošnju domaćinstava (*IS* se pomera udesno).

Kejnz bi rekao da je sve to u redu ali dok se ne ostvari svi oni koji su želeli posao otišli bi na nebo. Klasični put „uradi sam“ do pune zaposlenosti je duga-

¹⁴ Efekat bogatstva o kome smo već diskutovali, naziva se efekat realnog novca za razliku od uticaja kamatnih stopa na bogatstvo. Kao što smo naveli u fusnoti 6, efekat bogatstva izazvan kamatnom stopom samo menja nagib krive *IS* (on zavisi od kamatne stope, a kamatna stopa je na vertikalnoj osi). Efekat realnog novca *pomera* krivu *IS* jer on menja potrošnju kod svake kamatne stope.

čak i težak. Nezaposlenost može da traje vrlo dugo ako je ekonomija prepuštena svojim sopstvenim instrumentima bez pomoći prijatelja. Zato je kenzijanski recept fiskalna politika. U poglavlju 26 koristimo analize ukupne ponude i tražnje da bismo opisali ova alternativna gledišta. Zbog toga će biti korisno videti kako se model *ISLM* koji je ovde obrazložen uklapa u taj širi okvir.

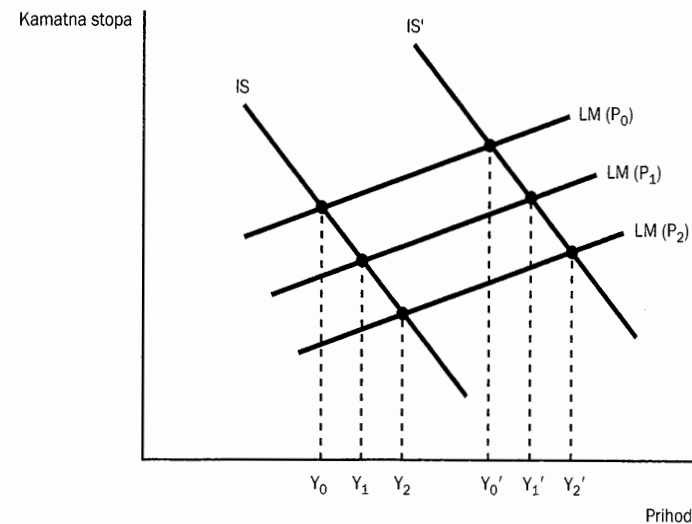
ISLM i ukupna tražnja

Podsetite se da je pri kraju 22 poglavlja navedeno da kriva ukupne tražnje povezuje nivo cena sa tražnjom za realnim outputom. Model *ISLM* bavi se drugačijim odnosom: kamatnom stopom i tražnjom za realnim outputom. Zbog toga je cena na vertikalnoj osi na slici gde je prikazana kriva ukupne tražnje (pogledajte sliku 23.11), dok je kamatna stopa na vertikalnoj osi slike *ISLM* modela. Ova dva modela ističu različite odnose jer se fokusiraju na kretanjima raznih varijabli. Ali *ISLM* model i kriva ukupne tražnje fokusiraju se na *tražnji* za realnim outputom. Objasnićemo kako su oni povezani.

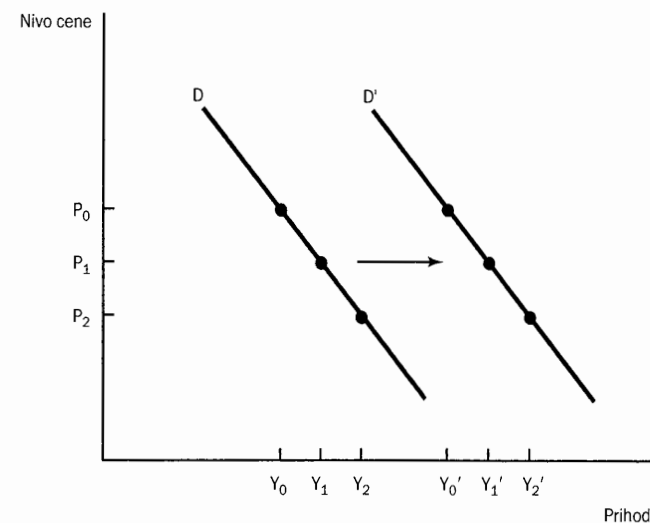
Relativno je jednostavno generisati kompletnu krivu ukupne tražnje iz modela *ISLM*. Različiti nivoi cena su povezani sa serijom kriva *LM* kao što je prikazano na slici 24.21(a). Uz datu krivu *IS* na slici 24.21(a) imamo izvestan broj ravnotežnih nivoa realnog prihoda ili outputa (Y_0 , Y_1 i Y_2) povezanih sa nivoima cena P_0 , P_1 i P_2 gde je P_1 niže od P_0 a P_2 je niže od P_1 . Slika 24.21(b) prikazuje tražnju za realnim outputom kao eksplicitnu funkciju tih cena. Rezultat je *D*, što je tačno ono što nazivamo krivom ukupne tražnje.

Lako je videti osnovne faktore koji prouzrokuju da kriva ukupne tražnje promeni poziciju. Slika 24.21(a) prikazuje da pomeranje udesno krive *IS* na *IS'* proizvodi više nivoa BDP-a za svaki dati nivo cena. Tako se kriva ukupne tražnje pomera od *D* do *D'* kada bilo koja kategorija egzogene potrošnje pomera krivu *IS* udesno. Proizilazi da smanjenja egzogene potrošnje pomeraju krivu ukupne potražnje ulevo.

Manje je očigledno, ali je takođe tačno, da povećanje zalihe novca pomera ukupnu tražnju udesno. Objašnjenje je sledeće: egzogeno povećanje novčane mase prouzrokuje da se *svaka* od kriva *LM*, na slici 24.21(a), pomera udesno (upotrebite maštu); na taj način je viši nivo tražnje za BDP-a povezan sa svakim datim nivoom cena, a to je predstavljeno na krivulji tražnje kao *D'* u poređenju sa *D* na slici 24.21(b). Slično tome, smanjenje novčane mase uticaće da se kriva ukupne tražnje pomeri ulevo.



(a)



(b)

SLIKA 24.21. Izvođenje ukupne tražnje iz ISLM

Moguće je detaljnije opisati kako se krive *IS* i *LM* kombinuju da bi se odredio nagib i veličina pomeranja krive ukupne tražnje. Bez sumnje će vam biti drago da znate da je, za naše potrebe, važnije jednostavno uočiti vezu između *ISLM* sveta i okvira ukupne ponude/tražnje. Istražićemo implikacije u poglavlju 26.

REZIME

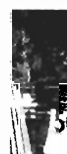
1. Glavna prednost *ISLM* analize jeste što ona prikazuje ponašanje tržišta novca i tržišta proizvoda na jednom dijagramu. Kejnsov raniji stav ignorisao je neke važne interakcije. Važan mehanizam je to što kamatna stopa utiče na BDP (kroz investicije) i trpi uticaj BDP (kroz tražnju za novcem).
2. Jednostavni kejnzijanski multiplikator fiskalne politike ignoriše činjenicu da ekspanzija ukupne tražnje povećava kamatne stope. Zbog toga je u *ISLM* modelu uticaj fiskalne politike na BDP ublažen rastom kamatnih stopa koje istiskuju privatne investicije.
3. Monetarna politika podiže BDP sniženjem kamatnih stopa i podsticanjem investicija. Uticaj na BDP će biti zbog toga umanjen kada kamatna stopa ne može da se mnogo snizi (jer je tražnja za novcem vrlo osetljiva na kamatu) ili kada je investiciona potrošnja relativno neosetljiva na kamatnu stopu.
4. Velocitet, kamen temeljac klasične ekonomije, prikriven je iza krive *LM* kejnzijanskog modela. Fiskalna politika povećava BDP povećanjem brzine postojeće novčane mase.
5. Fleksibilne plate i cene guraće ukupnu tražnju prema ravnoteži ukupne zaposlenosti čak i u kejnzijanskom svetu. Taj proces je ublažen tražnjom za novcem vrlo osetljivom na kamatu i investicijama koje nisu izrazito osetljive na kamatu. Ipak, uz dovoljno vremena, fleksibilnost plata i cena generisaće punu zaposlenost, čak i prema *ISLM* analizama.

KLJUČNI TERMINI

Efekat bogatstva, str. 522	<i>ISLM</i> analiza, str. 507	Zamka likvidnosti, str. 508
Efekat istiskivanja, str. 525	Kriva <i>IS</i> , str. 514	
Efekat deviznog kursa, str. 522	Kriva <i>LM</i> , str. 509	

PITANJA

- 24.1 Objasnite rečima šta predstavlja kriva *LM*. Učinite isto za krivu *IS*.
- 24.2 Objasnite zašto je ravnotežni nivo BDP-a na tački preseka kriva *IS* i *LM*. Uzmite tačku na krivoj *IS* iznad i ulavo od tačke preseka i objasnite zašto će se BDP povećavati od tog nivoa?
- 24.3 Pokažite geometrijski da ravnija kriva *IS* čini monetarnu politiku snažnijom dok ravnija kriva *LM* dovodi do snažnije fiskalne politike.
- 24.4 Šta se podrazumeva pod „crowding out“ u *ISLM* svetu? Šta ga čini većim ili manjim problemom?
- 24.5 Da li je pravilno reći da kamatnu stopu određuju ponuda i tražnja za novcem prema *ISLM* analizi?
- 24.6 Kako je Kejn argumentovao da nagibi kriva *IS* ili *LM* mogu da spreče da pad plata i cena prouzrokuju BDP pune zaposlenosti? Šta su klasični ekonomisti tvrdili kao odgovor na ovo?
- 24.7 Objasnite odnos između kriva *IS* i *LM* i krive ukupne tražnje.
- 24.8 *Pitanje za diskusiju*: Da li smatrate da je *ISLM* model elegantna prezentacija ukupne ravnoteže ili je to nepotrebno komplikovano prikazivanje očiglednih odnosa?



MEDIA

RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

PRILOG

Prosta algebra određivanja prihoda

Za ljubitelje algebre, veliki deo analize ISLM može se rezimirati kratko ali jasno u vidu jednačine. Ekonomija je podeljena u dva sektora: tržište roba ili proizvoda koje obuhvata tražnju za robom i uslugama i monetarni sektor koji obuhvata ponudu i tražnju za novcem.

Model

Tržište proizvoda se može opisati pomoću četiri funkcionalna odnosa (jednačine ponašanja) i jednog ravnotežnog uslova (identitet). Pretpostavlja se da su svi odnosi između funkcija linearni, a to je pretpostavka koja olakšava izlaganje a da ne učini veliku štetu aplikacijama u realnom svetu. Odnosi između funkcija:

- | | | |
|-----|--------------------|--------------------------|
| (1) | $C = a + b(Y - T)$ | Funkcija potrošnje (C) |
| (2) | $I = d - n(R)$ | Funkcija investicije (I) |
| (3) | $T = e + t(Y)$ | Funkcija poreza (T) |
| (4) | $G = \bar{G}$ | Državna potrošnja (G) |

i ravnotežni uslov:

$$(5) \quad C + I + G = Y \text{ ili } S + T = I + G$$

Gde Y predstavlja BDP (prihod) a R kamatnu stopu. U svakoj jednačini prvo malo slovo predstavlja konstantu funkcije a drugo malo slovo koeficijent nezavisne varijable (ili nagib funkcije); tj. b je marginalna sklonost potrošnji ($\Delta C / \Delta(Y - T)$) a n je osetljivost funkcije investicije na kamatu ($\Delta I / \Delta R$). Državna potrošnja je označena sa \bar{G} i fiksirana je egzogeno (nametnuto na sistem spolja).

Monetarni sektor ekonomije se sastoji od dva odnosa funkcije i jednog ravnotežnog uslova:

- | | | |
|-----|-----------------------|---|
| (6) | $L = f - h(R) + k(Y)$ | Preferencija likvidnosti (L) ili funkcija tražnje za novcem |
| (7) | $M = \bar{M}$ | Novčana masa (M) |
| (8) | $L = M$ | Ravnotežni uslov |

Funkcije IS i LM

Rešavanjem jednačina od (1) do (5) dobijamo funkciju IS:

$$(9) \quad Y = \frac{a - be + \bar{G} + d}{1 - b + bt} - \frac{n}{1 - b + bt} R$$

Rešavanjem jednačina od 6 do 8, dobijamo funkciju LM:

$$(10) \quad Y = \frac{\bar{M} - f}{k} + \frac{h}{k} R \quad \text{ili} \quad R = \frac{kY + f - \bar{M}}{h}$$

Ravnotežni prihod i kamata

Istovremenim rešavanjem 9. i 10. dobijamo ravnotežni prihod (Y) i kamatnu stopu (R):

$$(11) \quad Y = \frac{1}{1 - b + bt + \frac{nk}{h}} \left(a - be + d + \bar{G} - \frac{nf}{h} + \frac{n\bar{M}}{h} \right)$$

$$(12) \quad R = \frac{1}{h(1 - b + bt) + nk} [ka - kbe + kd + k\bar{G} + f(1 - b + bt) - \bar{M}(1 - b + t)]$$

Efekti multiplikatora na prihod i kamatnu stopu

Iz jednačine (11) mogu se izvesti efekti multiplikatora na prihod a iz jednačine (12) mogu se izvesti efekti multiplikatora na kamatnu stopu koji nastaju posle promene državne potrošnje (ΔG), autonomno pomeranje funkcije potrošnje ili

investicije (Δa ili Δd), pomeranje funkcije poreza (Δe), promena novčane mase (ΔM) ili autonomno pomeranje tražnje za novcem (Δf).

Efekti multiplikatora na prihod iz jednačine (11) jesu

$$(13) \quad \frac{\Delta Y}{\Delta G \text{ ili } \Delta a \text{ ili } \Delta d} = \frac{1}{1 - b + bt + \frac{nk}{h}}$$

$$(14) \quad \frac{\Delta Y}{\Delta e} = \frac{b}{1 - b + bt + \frac{nk}{h}}$$

$$(15) \quad \frac{\Delta R}{\Delta G \text{ ili } \Delta a \text{ ili } \Delta d} = \frac{k}{h(1 - b + bt) + nk}$$

Efekti multiplikatora na kamatnu stopu iz jednačine (12) jesu:

$$(16) \quad \frac{\Delta R}{\Delta G \text{ ili } \Delta a \text{ ili } \Delta d} = \frac{k}{h(1 - b + bt) + nk}$$

$$(17) \quad \frac{\Delta R}{\Delta e} = \frac{kb}{h(1 - b + bt) + nk}$$

$$(18) \quad \frac{\Delta R}{\Delta M \text{ (ili } - \Delta f)} = - \frac{(1 - b + bt)}{h(1 - b + bt) + nk}$$

Implikacije za politiku

Gornje formule multiplikatora sadrže jedan broj implikacija za politiku. Među najznačajnijim su sledeće:

1. Kako jednačina (13) pokazuje u kompletnom kejnzijanskom sistemu efekat na prihod multiplikatora promene državne potrošnje je *manji* od prostog izraza $1 / (1 - b)$ što se obično predaje na početničkim kursovima iz ekonomije. On je manji dodavanjem $bt + nk / h$ imenitelju. Evo šta to znači: t predstavlja poreske stope (one smanjuju potrošnju domaćinstava); k je transakciona tražnja za novcem (kako prihod raste, iznos željenog transakcionog novca se povećava, uz rast kamatnih stopa); n je osetljivost investicione potrošnje na kamatu (kako kamatne stope rastu one smanjuju investicionu potrošnju); h je osetljivost tražnje za novcem na kamatu (ako preferencija likvidnosti jako reaguje na kamatne stope, potrebno je samo malo povećanje stopa da bi se uticalo na građanstvo da

smanji svoja novčana sredstva, što je dovoljno da se obezbedi dodatni novac potreban za transakcione potrebe).

2. Uporedite jednačine (13) i (14): sve dok je b manje od jedan, povećanje državne potrošnje će povećati prihod za više nego što bi isto povećanje poreza smanjilo prihod. Multiplikator za promenu državne potrošnje je veći od multiplikatora za promenu poreza.

2a. Iz gornjeg proizilazi da istovremeno i jednako povećanje državne potrošnje i poreza - tj. promena balansirano budžeta državne potrošnje (finansirana u celini putem većih poreza) - neće ostaviti prihod nepromenjen već će ga povećati. Balansirani budžeti nisu neutralni u pogledu prihoda.

3. Jednačina (15) pokazuje da će monetarna politika *slabije* uticati na prihod što je veće h (reakcija preferencije likvidnosti na kamatne stope) i što je manje n (reakcija investicione potrošnje na kamatne stope).¹⁵

3a. Kao specijalan slučaj gornjeg, ako je h *beskonačno* (kejnzijanska zamka likvidnosti) ili je n *nula* (investicije su potpuno neosetljive na kamatne stope), tada je multiplikator za $\Delta M = 0$ i monetarna politika je beskorisna.

3b. Pod ovakvim okolnostima ($h = \infty$ ili $n = 0$) izlazi da je fiskalna politika jedina alternativa.

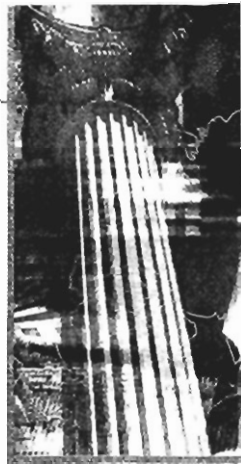
4. Suprotno ovome, jednačina (15) takođe ukazuje da će monetarna politika *snažnije* uticati na prihod što je manje h a veće n .

4a. Kao poseban slučaj gornjeg, ako je h *nula* (preferencija likvidnosti potpuno neosetljiva na kamatne stope), tada - iz jednačine (13) - multiplikator za $\Delta G = 0$ a fiskalna politika je beskorisna

4b. Pod takvim okolnostima ($h = 0$), monetarna politika je i potrebna i *dovoljna* za kontrolu prihoda. Ako je $h = 0$, jednačina (15) pokazuje da je multiplikator za $\Delta M = 1 / k$; sve dok k je konstantno u funkciji preferencije likvidnosti, promena novčane mase će uvek promeniti prihod za konstantu $1 / k$. To znači, $\Delta M \times 1 / k = \Delta Y$, što je - iznenađenje! - isto kao i kvantitativna teorija novca ($M \times \text{velocitet} = Y$, uz velocitet koji je konstantan i jednak $1 / k$).

¹⁵ Efekat promena h , n ili bilo kog drugog koeficijenta na veličinu multiplikatora može da se proveri numeričkim primerima (stavljajući stvarnih brojeva za svaki koeficijent, računajući multiplikator, a zatim menjajući jedan od koeficijenata i ponovo računajući multiplikator) ili koristeći calculus (uzeti derivat, na primer od $\Delta Y / \Delta M$ u odnosu na n , h ili k). Imajte u vidu takođe da gore navedeno pod 3a, 3b, 4a i 4b nije obrađeno u ovom poglavlju. To će biti obrazloženo u sledećem poglavlju.

Novac i ekonomska stabilnost u *ISLM* svetu*



ISLM model u prethodnom poglavlju integrisao je klasični i Kejnzijanski pristup utvrđivanju BDP i kamatnih stopa. Sada možemo da koristimo ovaj *ISLM* okvir da bismo razjasnili neke kontroverze koje se javljaju u raspravama između Kejnzijanaca i intelektualnih baštinka klasične mudrosti, poznate nekad kao monetaristi ili neoklasični makroekonomisti. Prvi odeljak ovog poglavlja sadrži staru raspravu o relativnoj efektivnosti monetarne i fiskalne politike. Sledeći odeljak je posvećen *ISLM* okviru da bi se objasnilo zašto monetaristi i neoklasičari tvrde da je ekonomska aktivnost sama po sebi stabilna, dok Kejnzijanci ističu potrebu za aktivnim pokušajem u pravcu ekonomske stabilizacije. U poslednjem odeljku eksplicitno ćemo razmatrati fleksibilnost cena u *ISLM* svetu.

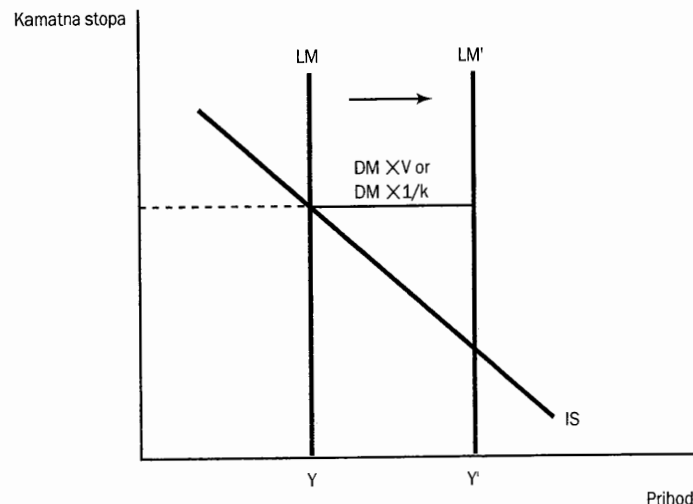
Monetarna politika, fiskalna politika i istiskivanje

Najstarija kontroverza iskazana u *ISLM* okviru odnosi se na relativnu efektivnost monetarne i fiskalne politike. U stvari, pri kraju prethodnog poglavlja, (videti sliku 24.17) izložen je monetaristički „specijalni slučaj“ Kejnzijanskog modela: tražnja za novcem koja ne reaguje na kamatne stope - zavisi samo od prihoda - i proizvodi vertikalnu funkciju *LM*.

U tom svetu stvari su vrlo jednostavno. Velocitet je konstantan. Uz fiksnu novčanu masu, BDP se ne može promeniti a ne menja se ni velocitet. Uticaj pro-

* U ovom poglavlju se koriste analitičke tehnike razvijene u poglavlju 24. Ako ste preskočili Poglavlje 24, preskočite i ovo poglavlje. Ceo ovaj materijal je izložen u Poglavlju 26 u nešto drugačijem okviru.

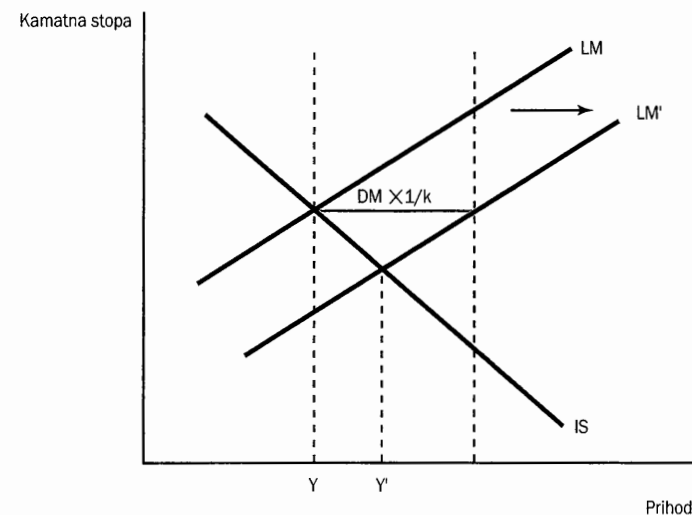
mene novčane mase na nivo prihoda jednak je ΔM pomnoženo sa velocoitetom (V). Ovo se može videti na slici 25.1. Počecemo od LM i IS i ravnoteznog prihoda Y . Povećanje novčane mase pomera krivu LM na desno za $\Delta M \times V$ (vidi fusnotu 3 u Poglavlju 23). Nov ravnotežni nivo prihoda je Y' , i jasno je da je promena prihoda od Y do Y' jednaka $\Delta M \times V$ u ovom slučaju. Prihod i dalje raste sve dok povećanu novčanu masu ne apsorbuje povećana transakciona tražnja.



SLIKA 25.1 Kada je kriva LM vertikalna, povećanje novčane mase povećava prihod za ΔM puta velocoitet.

S druge strane, kao što je prikazano na slici 25.2, kada kriva LM nije vertikalna nego je pozitivno nagnuta (kao i u slučaju kada je tražnja za novcem donekle osetljiva na kamatnu stopu), tada će povećanje prihoda, nastalo zbog promene novčane mase, biti manje nego na slici 25.1. Na slici 25.2 dodali smo par pozitivno nagnutih kriva LM (LM i LM') na monetaristički slučaj dat na slici 25.1. Dok je horizontalni razmak između dve krive LM isti kao ranije, jasno je da je povećanje prihoda manje nego ranije.¹ Zašto? Zato što povećanje novčane mase smanjuje kamatnu stopu, a kada je niža kamatna stopa ljudi će držati jedan deo povećane novčane mase kao „neiskorišćena“ salda a neće ga koristiti za transakcije. Na taj način velocoitet ili stopa obrta *ukupne* novčane mase pada (jedan deo se drži kao „neiskorišćen“). Ali pretičemo sami sebe; sačekajmo da dođemo do Kejnzijske analize novca da bismo zaokružili ovaj deo naše priče.

¹ Horizontalni razmak između dve krive LM je isti kao ranije, ali sada se jednostavno naziva $\Delta M \times 1/k$, zato što je $1/k = V$ samo onda kada je kamatna osetljivost preferencije likvidnosti jednaka nuli.



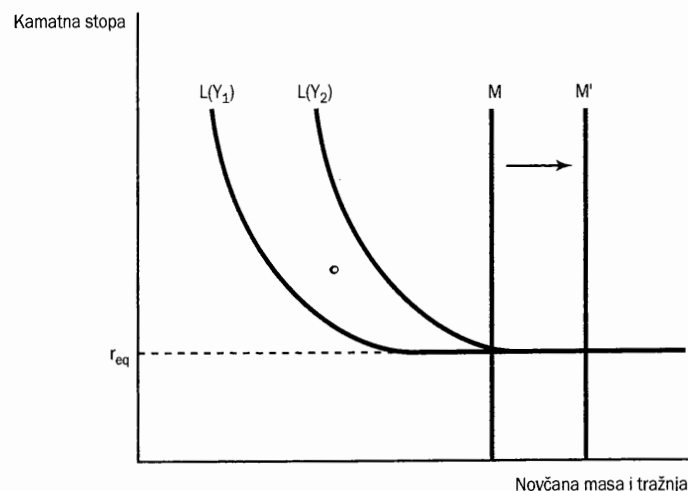
SLIKA 25.2 Kada kriva LM nije vertikalna, povećanje novčane mase ima manji uticaj na povećanje prihoda.

Ponovo ćemo naglasiti da monetaristi učestvuju u ovoj igri uz negodovanje - oni ne vole pravila Kejnzijskog ISLM aparata. On im nameće situaciju gde promena novčane mase prvo snižava kamatnu stopu što povećava investicije a time i BDP. Za monetariste, kanali preko kojih novac utiče na trošenje nisu ograničeni na kamatne stope, kao što će biti naglašeno u sledećem poglavlju. Tako dok vertikalna kriva LM prenosi nešto od monetarističke arome - tj. stabilnost velocoiteta - ona još uvek ima Kejnzijski ukus. Šta više, kao što smo naglasili u Poglavlju 22, pretpostavka stabilnosti velocoiteta se zamenjuje predvidivostima u modernim verzijama monetarizma.

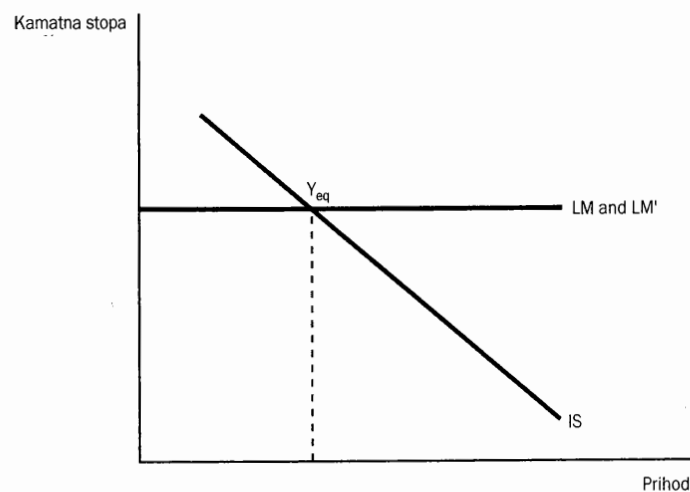
Kejnzijske rezerve u pogledu moći monetarne politike mogu da se sumiraju u jednom broju „specijalnih slučajeva“ u ISLM modelu. Prvo, povećanje novčane mase neće uticati ni na šta ako je kriva LM horizontalna na relevantnom nivou BDP-a tj. ako je zamka likvidnosti realnost.

Na slici 25.3 funkcije novčane mase i tražnje formiraju osnovu za izradu funkcija LM na slici 25.4. Ako povećamo novčanu masu od M na M' na zamku likvidnosti na slici 25.3, tada ne dolazi do pomeranja LM funkcije na slici 25.4. Kriva LM sa M (naime, LM) je ista kao sa M' (naime, LM'). Kao što se može videti na slici 25.4, kada kriva IS preseče LM (ili LM'), dajući ravnotežni prinos Y_{eq} , povećanje novčane mase od M na M' ne smanjuje kamatnu stopu. Ukupna povećana novčana masa vodi se kao neiskorišćeni saldo. Ravnotežni prihod se

ne menja. Više novca i isti nivo BDP-a podrazumeva smanjenje velociteta - karakteristika Kejnzijanske kritike monetarne politike.



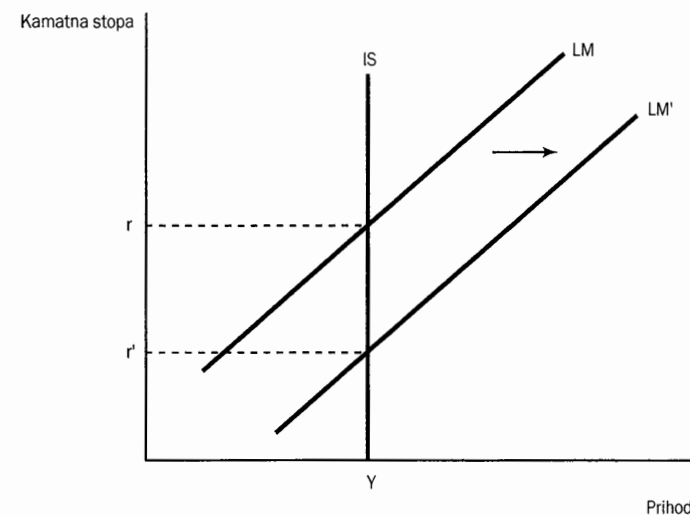
SLIKA 25.3 Sa zamkom likvidnosti, povećanje novčane mase od M na M' ne pomiče krivu LM (videti sliku 25.4)



SLIKA 25.4 Sa zamkom likvidnosti, povećanjem novčane mase, zato što ne pomiče krivu LM , ne menja se prihod.

Druga kategorija problema monetarne politike odnosi se na krivu IS . Čak i kada se funkcija prioritetne likvidnosti ponaša na odgovarajući način, tako da povećanje novčane mase uspeva da snizi kamatnu stopu, još uvek ne mora da postoji uticaj na BDP, ako investicije uopšte ne reaguju na kamatne stope. Iz poglavlja 24 saznali smo da je kriva IS vrlo strma ako je investicija malo osetljiva na kamatu; sa nultom osetljivošću na kamatu kriva IS je vertikalna. Pod tim uslovima, promene novčane mase ne utiču na prihod mada one mogu da promene kamatnu stopu. Na slici 25.5 prikazana je ta situacija. Počnimo sa IS i LM i ravnotežnim prihodom Y . Zatim, povećanje novčane mase prouzrokuje pomeranje na desno krive LM na LM' , što samo smanjuje kamatnu stopu a nema uticaj na BDP. Još jednom, novčana masa je porasla a BDP nije, a posledica toga je pad velociteta.

Da rezimiramo diskusiju o monetarnoj politici: monetarni stimulus deluje u Kejnzijanskom svetu kada su i kriva IS i kriva LM „normalne“. Pato-loški slučajevi horizontalnih kriva LM i vertikalnih kriva IS dovode do nemoći monetarne politike. Generalno, čak i kada nas ne zabrinjavaju horizontalne krive LM i vertikalne krive IS uticaj novca na BDP nije jednostavno ΔM puta fiksna brzina. Na primer, povećanje M može vrlo dobro da dovede do pada kamatnih stopa, većih investicija i višeg BDP-a. Ali BDP verovatno neće da raste u direktnoj srazmeri sa promenom M , zato što dok kamatne stope padaju, spekulativna tražnja za novcem se povećava zajedno sa transakcionom tražnjom. Drugim rečima, velicet će verovatno opasti.

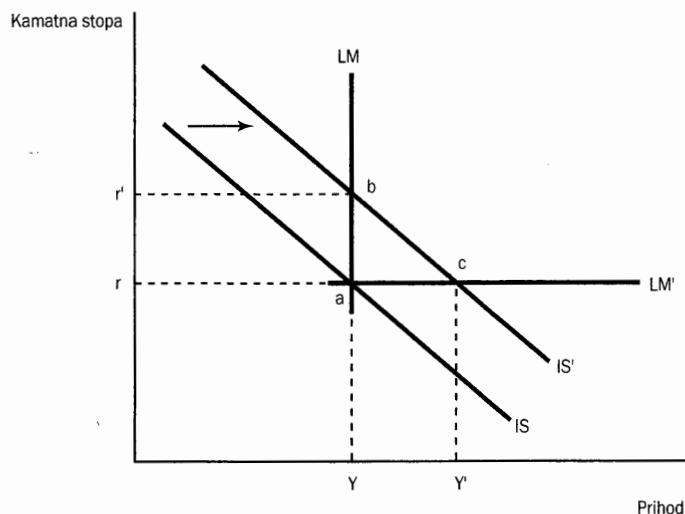


SLIKA 25.5 Kada je kriva IS vertikalna, monetarna politika nije efektivna.

Kada je u pitanju fiskalna politika, monetaristički i Kejnzijanski polarni primeri u analizi ISLM daju simetrične rezultate. Konkretno, fiskalna politika ima nulti uticaj sa vertikalnom krivom LM , dok je kompletno efektivna (bez istiskivanja zbog efekata kamatnih stopa na privatne investicije) sa horizontalnom krivom LM .

Na slici 25.6 ilustrovane su ove dve poente. Počnimo na tački a sa prihodom Y i kamatnom stopom r . Povećanje državne potrošnje (ili smanjenje poreza) pomera krivu IS od IS na IS' . Da je kriva LM bila LM , nova ravnoteža bi bila na tački b , a celokupni uticaj bi bio apsorbovan višom kamatnom stopom bez ikakvog povećanja BDP. U ovom slučaju dolazi do kompletnog istiskivanja. Ali da je kriva LM bila kriva LM' , nova ravnoteža bi bila u tački c a uticaj bi bio u celini na BDP, bez ikakvog rasta kamatnih stopa; ustvari, pošto je pomeranje krive IS na desno jednako ΔG puta $1 / (1 - b)$, što je jednako promeni BDP, jednostavni multiplikator iz poglavlja 23 vratio se u punom sjaju.

Opšti slučaj pozitivno nagnute krive LM daje rezultate koji se nalaze između ekstrema, kao što smo videli u prošlom poglavlju. Povećanje državne potrošnje povećava BDP ali za manje od „punog multiplikatora“ jednostavnog Kejnzijanskog sistema. To je zato što kamatna stopa raste smanjujući neke privatne investicije (tu se javlja delimično ali ne totalno istiskivanje).



SLIKA 25.6 Kada je kriva LM vertikalna fiskalna politika, je potpuno neefektivna; kada je horizontalna, ona je potpuno efektivna.

Rast kamatnih stopa ne smanjuje investicije za onoliko za koliko se državna potrošnja povećava, zato što viša kamatna stopa smanjuje tražnju za novcem,

dozvoljavajući da se ranije neiskorišćena špekulativna salda iskoriste za obavljanje povećanih transakcija vezanih za više nivoe BDP-a. Zbog toga bi izgledalo da će ukoliko ekonomiju ne karakteriše ekstremni slučaj tražnje za novcem sa nultom osetljivošću na kamatu (što stvara vertikalnu krivu LM), čak i monetaristi da se slože da fiskalna politika može imati neki uticaj na BDP.

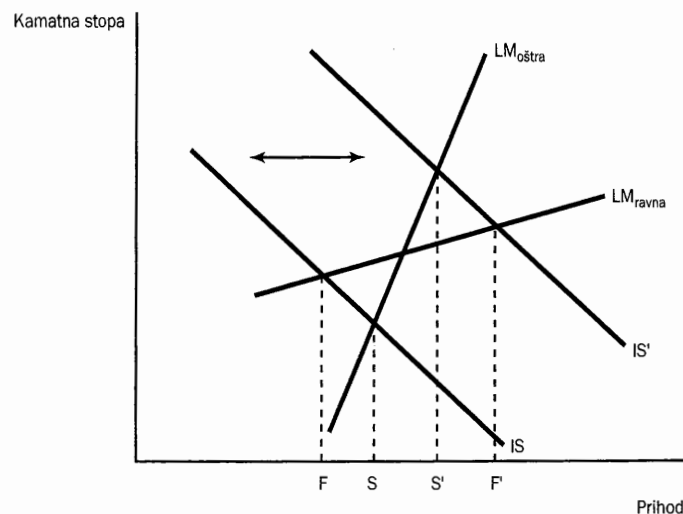
Da li je privatni sektor po sebi stabilan?

Većina ekonomista sada veruju da je kriva LM pozitivno nagnuta, mada se možda neće složiti o tome da li je vrlo strma ili neznatno ravna. Ove razlike u mišljenjima o oštini nagiba krive LM su dovoljne da pokažu stabilnost ili nestabilnost ekonomske aktivnosti s obzirom na egzogena pomeranja privatnih investicija.

Na slici 25.7 prikazane su dve alternativne krive LM ; LM_{ostru} i LM_{ravna} . Tu su i dve krive IS koje predstavljaju pomeranja autonomnih investicija. Kao što se može videti na slici, sa LM_{ostru} nastala fluktuacija BDP-a zbog pomeranja krive IS jeste sa S na S' . Kada je kriva LM kriva LM_{ravna} , međutim, fluktuacija BDP-a je mnogo veća, između F i F' . Ključ za manju fluktuaciju BDP-a sa krivom LM_{ostru} je da nivo kamatnih stopa fluktuiira više nego sa krivom LM_{ravnom} . Tako, kada se kriva IS pomeri od IS do IS' , kamatna stopa jako padne, utičući da veliki iznos endogene investicije kompenzuje veliki deo smanjenja autonomnog investiranja. Sa ravnijom krivom LM , pad kamatne stope je manji i indukovana investicija je manja. Tako oštija kriva LM stabilizuje nivo ekonomske aktivnosti vezanog za određenu zalihu novca jer kamatna stopa fluktuiira više.



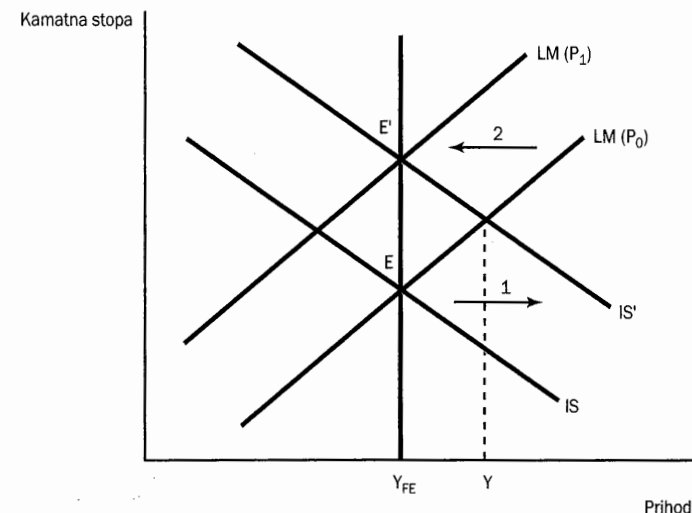
„U teoriji da, gospođo Wilkins. Ali, takođe, u teoriji, ne.“



SLIKA 25.7 Ravnija LM kriva znači širu fluktuaciju BDP u vezi sa egzogenim pomeranjima investicija

Kada ekonomija funkcioniše blizu svog punog kapaciteta zaposlenosti, fluktuacije nivoa cena pomaže da dođe do samokorigujuće stabilizacije. Na slici 25.8 prikazan je presek kriva IS i $LM(P_0)$ kod Y_{FE} . Uveli smo Y_{FE} na kraju poglavlja 24 da bi se prikazao BDP pri punoj zaposlenosti. Kriva LM je označena sa određenim indeksom cena, P_0 , jer će promene nivoa cena uticati na poziciju krive LM . Šta više, pri punoj zaposlenosti, pretpostavljamo da cene rastu kao odgovor na povećanje ukupne tražnje. Pomeranje autonomne potrošnje gura krivu IS do krive IS' i podiže tražnju do Y . Kao rezultat ovoga - cene rastu. Sa fiksnom zalihom novca, ovim se smanjuje realna novčana masa a kriva LM je vraćena nazad prema liniji pune zaposlenosti. Ovaj proces se zaustavlja čim ukupna tražnja bude ponovo na punoj zaposlenosti; na našoj slici do toga dolazi na preseku između IS' i $LM(P_1)$.

Kod nove ravnoteže E' imamo i viši nivo cena i višu kamatnu stopu. Viši nivo cena (prouzrokovan egzogenim povećanjem potrošnje) smanjuje realnu novčanu masu, podiže kamatne stope i vraća nazad ukupnu tražnju do nivoa pune zaposlenosti. Na taj način fiksna novčana masa, zajedno sa fleksibilnim cenama i kamatnim stopama štiti ekonomsku aktivnost pri punoj zaposlenosti od egzogenih promena investicija. Proces bi bio suprotan (niže cene i niže kamatne stope) ako bi došlo do smanjenja egzogenih investicija (pomeranjem IS na levu stranu). Obratite pažnju da slika 25.8 ima elemente inflatorne priče kao što ćemo uskoro videti.

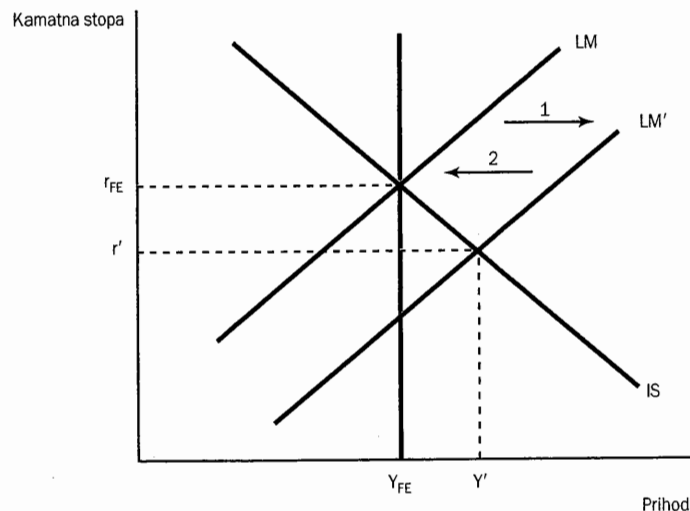


SLIKA 25.8 Puna zaposlenost, fluktuacije nivoa cena pomažu da se stabilizuju ekonomske aktivnosti.

Fleksibilne cene, prirodna kamatna stopa i realno istiskivanje

Fleksibilnost cena ima još veće iznenađujuće efekte na uticaj monetarne i fiskalne politike. Pre svega, kada ekonomija funkcioniše pri punoj ili skoro punoj zaposlenosti a cene su fleksibilne, Kejnzijanski mehanizam kamatne stope potpuno popušta pred čisto klasičnim argumentima. Naročito pri punoj zaposlenosti, kamatna stopa ne zavisi od kretanja novčanih zaliha. Ovo se može videti na slici 25.9 počev od krive IS i LM koje se ukrštaju kod Y_{FE} i r_{FE} . Ova druga je realna kamatna stopa zato što, kao i obično, pretpostavljamo da ne postoje nikakva inflatorna očekivanja. Kao uvek, povećanje novčane mase pomera LM do LM' , očigledno povlačeći naniže kamatnu stopu od r_{FE} do r' i podižući potražnju do Y' . Ali višak ukupne tražnje iznad Y_{FE} dovodi do porasta cena. Ovo smanjuje realnu novčanu masu pomerajući LM' nazad prema LM . Pošto je sve rečeno i učinjeno, cene su skočile sve dok se kriva LM ne vrati na mesto odakle je počela jer bi inače cene i dalje rasle. A kada se LM' vrati na LM realna kamatna stopa se vraća na svoj prvobitni nivo. Tako, pri punoj zaposlenosti, povećanje novčane mase ne može da smanji kamatnu stopu ispod r_{FE} . Slično rezonovanje pokazuje

da smanjenja zalihe novca neće povisiti kamatne stope iznad r_{FE} ako cene padnu kada je ukupna potražnja ispod pune zaposlenosti.



SLIKA 25.9 Povećanje novčane mase pri punoj zaposlenosti ne snižava kamatnu stopu.

Kamatna stopa r_{FE} ima specijalan naziv. Ona se zove **prirodna kamatna stopa** i definiše se kao stopa koja izjednačava štednju i investicije pri punoj zaposlenosti. Ona je određena tačkom preseka između krive IS i linije Y_{FE} . Pomeranja novčanih zaliha ne mogu da promene r_{FE} . Samo pomeranja krive IS to mogu da učine, kao što smo videli ranije na slici 25.8. Tako pri punoj zaposlenosti samo štednja i investicije (uključujući državnu potrošnju) određuju kamatnu stopu novac nema nikakve veze sa tim. Pri punoj zaposlenosti, klasična teorija o kamata naglo iskače sa Kejnzijanske slike!

Implikacije efekta ekspanzije monetarne politike na kamatne stope pri punoj zaposlenosti su dvostruke: (1) realna kamatna stopa se ne menja povećanjem novčane mase; (2) nominalne stope (koje nisu prikazane na slikama) povišice se ako inflatorna očekivanja nastanu povećanjem novčane zalihe. Ovo drugo je sasvim moguće, posebno kroz duži vremenski period. Zajmoprimci i kreditori priznaju da prevelika ekspanzija novčanih zaliha znači rast cena. To će ih bez sumnje dovesti do toga da se saglase o inflatornoj premiji koja je vezana za realnu kamatnu stopu. Kada je realna stopa fiksna na r_{FE} , neto rezultat je povećanje nominalnih stopa za očekivanu stopu inflacije.²

² U sledećem poglavlju se detaljnije govori o kretanjima realne i nominalne kamatne stope. Takođe vratite se na poglavlje 4 koje sadrži jednostavnu diskusiju.

Analiza fiskalne politike kod fleksibilnih cena dodaje drugačiju dimenziju mehanizmu istiskivanja. Konkretno vidimo da pri punoj zaposlenosti povećanje državne potrošnje je istisnuto u *realnim* pokazateljima, čak i ako kriva LM ima pozitivan nagib. Pogledajte ponovo sliku 25.8 koja prikazuje ravnotežu kod Y_{FE} sa IS i LM (P_0). Pomeranja udesno na IS' sada predstavljaju povećanje državne potrošnje pri punoj zaposlenosti. Na početku, postoji povećanje ukupne potražnje do Y' , sa investicionom potražnjom koja pada (duž IS krive) da bi se kompenzirao samo deo povećanja državne potrošnje. Pozitivno nagnuta kriva LM dozvoljava takvu ekspanziju ukupne tražnje. Ali to nije kraj priče. Sa ukupnom tražnjom, Y' kada prekoračuje proizvodnju pri punoj zaposlenosti, Y_{FE} , cene skaču (od P_0 do P_1), povlačeći LM (P_0) nazad prema LM (P_1) i podižući kamatnu stopu još više. Taj proces će se nastaviti dok se nova ravnoteža E' ne postigne. Na toj tački kamatna stopa se povećava dovoljno da bi se smanjio neki iznos investicione potrošnje koji je jednak početnom povećanju državne potrošnje. Kako to znamo? Da to nije slučaj, ukupna potražnja bi bila još uvek iznad Y_{FE} , cene bi još uvek rasle kao i kamatne stope.

U ovom primeru vredno je istaći dve stvari. Prvo, kamatna stopa pri punoj zaposlenosti je očigledno pogođena promenama u realnom sektoru ekonomije, koji je predstavljen krivom IS (mada nije ugrožena pomeranjima u monetarnom sektoru). Drugo, obratite pažnju da je nominalni BDP viši kod E' u poređenju sa E . Kako to znamo? Zato što je realni prihod još uvek kod Y_{FE} , a cene su više. (P_1 naspram P_0). Na taj način dok postoji realno istiskivanje pri punoj zaposlenosti čak i pri pozitivno iskošenoj krivoj LM , ne postoji nominalno istiskivanje kao sa vertikalnom krivom LM .

Priča o tome šta se događa pri punoj zaposlenosti je očigledno klasična čak i kada je ogrnuta plaštom Kejnzijanskog okvira. Ali to nije stvarno tako poražavajuće za Kejnzijanske protagoniste kao što to na početku izgleda. Na kraju, na punoj zaposlenosti Kejnzs je bio isto tako klasičan ekonomista kao Milton Friedman i John Stuart Mill zajedno.

REZIME

1. „Posebni” ili ekstremni monetaristički i Kejnzijanski nagibi dijagrama $ISLM$ pomažu da se istaknu polarni stavovi o monetarnoj i fiskalnoj politici. Posebno, vertikalna kriva IS i horizontalna kriva LM čine monetarnu politiku nemoćnom a fiskalnu politiku vrhunskom. Vertikalna kriva LM , s druge strane, utiče na to da fiskalna politika gubi svoj potencijal (kompletno istiskivanje) i podiže monetarnu politiku do njene vrhunske moći (fiksni velicitet).
2. Dokazivanje da oštra kriva LM štiti BDP od egzogenih investicionih šokova ističe stabilizujuću ulogu fluktuirajućih kamatnih stopa na ekonomske aktivnosti. Fleksibilne cene doprinose tom stabilizacionom mehanizmu.

3. Fleksibilnost cena pri punoj zaposlenosti obnavlja rezultate klasične teorije kamatnih stopa. Nivo realne kamatne stope određuje se samo štednjom i investicijama. Promena novčane mase ne može da promeni „ovu prirodnu kamatnu stopu”; ona može da utiče samo na nominalne kamatne stope promenom inflatornih očekivanja. Fleksibilnost cena pri punoj zaposlenosti takođe prouzrokuje uticaj fiskalne politike na to da *realan* BDP bude kompletno istisnut čak i uz pozitivan nagib krive *LM*.

KLJUČNI TERMIN

Prirodna kamatna stopa,
str. 552

PITANJA

- 25.1 Objasnite zašto monetaristi tvrde da nagib krive *LM* određuje samo deo realnog efekta istiskivanja u vezi sa fiskalnom politikom.
- 25.2 Objasnite verbalno ili geometrijski kako nagib krive *LM* pomaže da se utvrdi da li pomeranja autonomnog investiranja prouzrokuju male ili velike fluktuacije BDP-a.
- 25.3 Definišite prirodnu kamatnu stopu i pokažite kako fleksibilnost cena sprečava da promene novčane mase utiču na prirodnu stopu.
- 25.4 *Pitanje za diskusiju*: Šta snažnije utiče na stabilizaciju ekonomije pri punoj ili skoro punoj zaposlenosti, fleksibilne plate i cene ili fleksibilne kamatne stope?

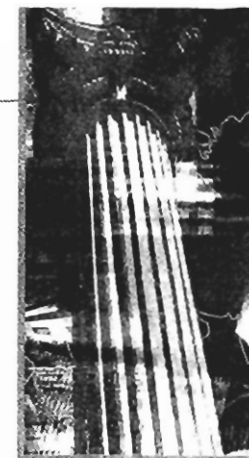
MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

PRILOG

Kamatne stope prema novčanoj masi u uslovima neizvesnosti



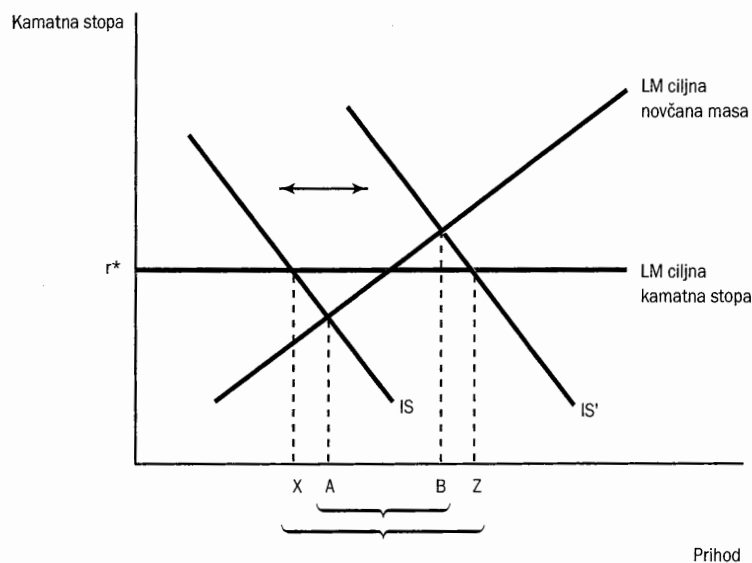
U poglavlju 21 diskutovali smo o prednostima i nedostacima korišćenja novčane mase naspram kamatnih stopa kao cilju monetarne politike. Monetaristi generalno preferiraju novčanu masu a Kejnzijanci kamatnu stopu kao cilj. Sada možemo da formalizujemo osnovnu analizu da bismo prikazali plusve i minuse jedne i druge opcije.

Pitanje se svodi na sledeće: Da li je uvek za Fed bolje da određuje ciljnu novčanu masu a ne kamatne stope, ili obrnuto? Odgovor na ovo je - zavisi. Razmotrite situaciju kada glavni izvor nestabilnosti BDP-a dolazi iz nepredviđenih tendencija kretanja krive *IS*. Na slici 25A.1 imamo krivu *IS* koja se kreće napred i nazad između *IS* i *IS'*. Sa ciljnom novčanom masom koju je Fed utvrdio i funkcijom stabilne tražnje za novcem, imamo uzlaznu ravnotežnu krivu novčanog tržišta na slici 25A.1. Nivo BDP varira između *A* i *B*.

Uporedite ovu varijabilnost BDP-a sa onim što se dešava kada Fed postavi kamatnu stopu kao cilj svoje politike. U takvim uslovima, imamo horizontalnu ravnotežnu krivu novčanog tržišta na slici 25A.1.¹ BDP varira između *X* i *Z*. Jasnije je da je ciljna novčana masa superiorna - ona obezbeđuje manju varijabilnost BDP-a kada je glavni izvor nestabilnosti na krivulji *IS* (pobeda za monetariste).

Kada se igra odvija na Kejnzijanskom terenu, stvari su sasvim obrnute. Tu je tražnja za novcem vrlo nestabilna. Ako je Fed utvrdio novčanu masu a tražnja za novcem se pomera, tada se kriva *LM* kreće između *LM* i *LM'* na slici 25A.2. Sa fiksnom krivom *IS*, BDP varira između *A* i *B*. Ali ako Fed koristi ciljnu kamatnu stopu, relevantna „kriva *LM*“ će biti opet horizontalna i BDP neće biti uopšte nestabilan. On ostaje na *X*.

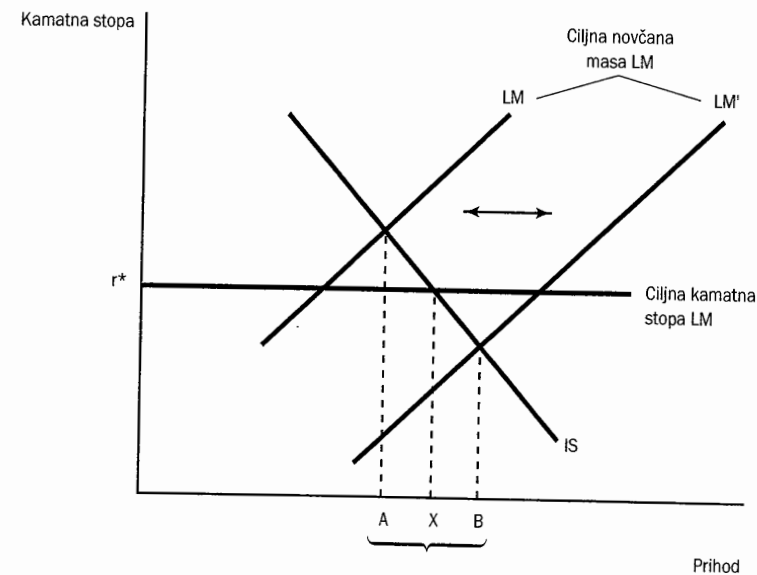
¹ Kriva *LM* je ravna pod takvim okolnostima zato što Fed svako povećanje tražnje za novcem prati povećanjem ponude. Otuda su viši nivoi *Y* (koji povećavaju tražnju za novcem povezani sa istim nivoom kamate, *r**). Obratite pažnju da je definicija krive *LM* malo drugačija; ona predstavlja kombinaciju *Y'* i *r* uz *datu* politiku Federalnih rezervi a ne uz *datu* novčanu masu. Zbog toga, krivu *LM* nazivamo po njenom generičkom nazivu: ravnotežna kriva novčanog tržišta.



SLIKA 25A.1 Sa ciljnom kamatnom stopom, nestabilna kriva IS dovodi do šire promene BDP-a nego kad bi Fed imao ciljnu novčanu masu.

Monetaristi instistiraju da je najstabilniji odnos u ekonomiji (ako ne i u svetu) tražnja za novcem. Kejnzijanska funkcija potrošnje je mnogo manje stabilna. Kriva IS , je prema tome, glavni izvor nestabilnosti BDP. Slika 25A.1 nam govori istinu - ciljna novčana masa je najbolja. Kejnzijanci tvrde da ako je išta nestabilno to su sami monetaristi. Pošto nisu psihijatri, oni će pristati na nestabilnu funkciju tražnje za novcem. Zbog toga je kriva LM glavni izvor varijabilnosti BDP-a. Slika 25A.2 govori istinu - ciljna kamatna stopa je najbolja.

Kao u mnogim raspravama između monetarista i Kejnzijanaca, krajnje rešenje leži u empirijskom dokazu. U poglavlju 28 detaljno, koliko je to moguće, cifre govore same za sebe.



SLIKA 25A.2 Sa ciljnom novčanom masom, nestabilna kriva LM dovodi do šire promene BDP nego da je Fed imao ciljnu kamatnu stopu

Uticaj ukupne ponude i tražnje na novčanu i ekonomsku stabilnost



Na konferenciji profesionalnih ekonomista, Robert Solow, istaknuti Kejnzijanac sa MIT, dao je sledeći komentar na rad koji je prezentirao Milton Friedman: „Još jedna razlika između Milтона i mene je to što Milтона sve podseća na novčanu masu, a mene sve podseća na seks, ali pokušavam da ga ne unosim u svoje radove”.

Intelektualne tradicije koje zastupaju ova dva ekonomista - dobitnici Nobelove nagrade - sigurno se protežu daleko iznad novčane mase. Robert Solow je odan sledbenik kejnzijanske doktrine, dok Milton Friedman već dugo trubi o vrednostima klasične „laissez-faire” makroekonomije. Međutim, u jednom momentu je pitanje važnosti novčane mase za objašnjenje ukupne ekonomske performanse definisalo razliku između ove dvojice kao i između svih drugih makroekonomista. Tako je naziv *monetaristi* počeo da predstavlja pristalice šire klasične tradicije neintervenisanja kao i uže gledište da novčana masa ne može da se protera na sporedni kolosek, kao što su Kejnzovi sledbenici nekad sugerisali. Mada takozvani novi klasični makroekonomisti imaju rafinirano monetarističko razmišljanje, fokusirajući se na racionalna očekivanja (kao što ćemo videti u sledećem poglavlju) i na ulogu cena u uklanjanju neravnoteže između ponude i tražnje, mi ipak koristimo izraz *monetaristi* da bismo predstavili celokupan spektar modernog klasičnog mišljenja o monetarnoj i ekonomskoj stabilnosti.

Može se reći da se najvažniji elementi dijaloga između monetarista i Kejnzijanaca mogu najbolje izložiti u okviru ukupne ponude i tražnje, o čemu je bilo reči pri kraju poglavlja 22 i 23. U preostalom delu ovog poglavlja ostavićemo za kasnije detalje

klasičnih i kejnzijanskih modela i koristićemo slike ukupne ponude i tražnje da bismo objasnili suprotne stavove o stabilnosti ekonomije, relativnoj efektivnosti monetarne i fiskalne politike, uzrocima inflacije i posledicama na kamatne stope. Mada se o ovim pitanjima diskutovalo u prethodnim poglavljima, zajednička tema ukupne ponude i tražnje pruža široku perspektivu. U sledećem poglavlju vratićemo se na ova pitanja sa jedne druge tačke gledišta: sa gledišta racionalnih očekivanja. Do tada ćemo imati jasnu predstavu o stavovima monetarista i Kejnzijanaca o skoro svim pitanjima.

Da li je privatni sektor po sebi stabilan?

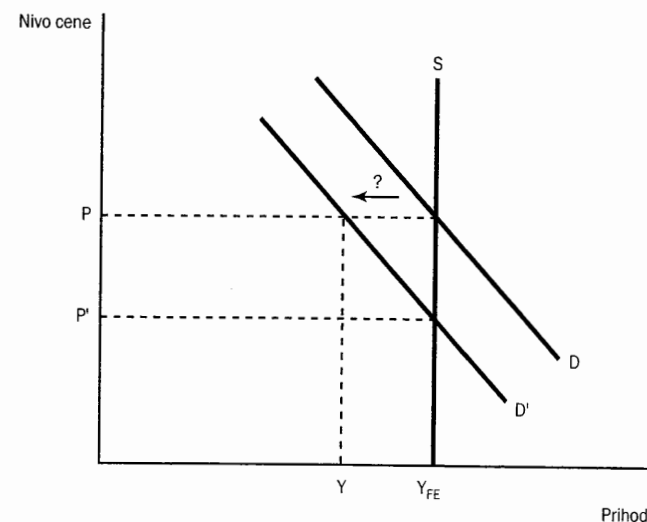
Monetaristi veruju da na ukupnu potražnju uglavnom neće uticati autonomna pomeranja investicionih rashoda. Kejnzijanci tvrde da ukoliko ne postoji određen pokušaj da se postigne stabilizacija, nivo ekonomske aktivnosti i nezaposlenost će znatno varirati u sukobu sa preduzetničkim animalnim duhom.

Monetaristi, odražavajući svoje klasično nasleđe, tvrde da bi se na svako egzogeno smanjenje investicione potrošnje automatski uzvratilo povećanom ili investicionom potrošnjom osetljivom na kamatu. Ovaj mehanizam bi se mogao na neki misteriozan način pripisati fiksnoj novčanoj masi, koja dovodi do relativno fiksnog nivoa ukupne tražnje prema kvantitativnoj teoriji; ili, u skladu sa klasičnom teorijom o kamatama može se pripisati smanjenju kamatnih stopa koje će slediti silaznu putanju funkcije investiranja. Pad kamatnih stopa bi za uzvrat stimulisao investicionu potrošnju, smanjio štednju (a time povećao potrošnju) i nadoknadio početan pad investicija.

Kejnzijanci su manje impresionirani automatskom kompenzacijom rotacija investicione potrošnje. Misteriozna povezanost između novca i ukupne tražnje, po kvantitativnoj teoriji, jednostavno nije deo ove slike. Šta više, kamatna stopa ne mora obavezno da reaguje na pad investicija. Čak i da je kamatna stopa pala ne postoji garancija da će ona mnogo uticati na dodatnu potrošnju.

Prema monetaristima fluktuacija nivoa cena je drugi izvor stabilnosti. Ako, na primer, potrošnja i investicije nisu dovoljno rasle da bi kompenzovala početni pad investicione potrošnje, nastala nezaposlenost će povući cene na dole. Fiksna novčana zaliha sa nižim cenama znači realno veću ponudu novca. Ovo bi moglo da stimuliše potrošnju direktno u skladu sa kvantitativnom teorijom. Alternativno, veća realna novčana masa bi snizila kamatne stope - na dobar kejnzijanski način - a investiciona potrošnja bi se još više povećala. Kejnzijanski odgovor na tako očekivane efekte cena je dvostruki. Prvo, cene retko padaju i drugo, efekti potrošnje su suviše spori da bi se povratila puna zaposlenost.

Ovi argumenti bi mogli da se nešto elegantnije izraze kroz ukupnu ponudu i tražnju. Podsetite se, iz naših ranijih diskusija, da ukupna tražnja pod oznakom D na slici 26.1 prikazuje kako količina traženog realnog prihoda (ili autputa) varira sa promenama nivoa cena. Konkretno, smanjenje cena povećava količinu roba i usluga koje se traže zato što se salda realnog novca povećavaju kada nivo cena opada.¹ Ukupna ponuda, pod oznakom S , prikazuje kako proizvedena količina varira sa cenama. Na slici 26.1, kriva ponude je vertikalna, odražavajući klasičnu pretpostavku da je ponuđena količina fiksna pri punoj zaposlenosti.



SLIKA 26.1 Odgovor monetarista na pad egzogenih investicija: prihod ostaje na nivou pune zaposlenosti.

Prvo ćemo se fokusirati na ukupnu tražnju. Pristup kvantitativne teorije monetarista pretpostavlja direktan i snažan uticaj povećanih salda realnog novca na tražnju za autputom. Kada ljudi imaju više realnih salda oni žele da troše više. Za Kejnzijance, na drugoj strani, postoje mnoge stvari koje mogu da se dogode između salda realnog novca i tražnje. Konkretno, kamatne stope ne moraju mnogo da padnu kada dođe do rasta novčanih salda, jer ljudi mogu jednostavno da zadrže dodatna novčana salda. Pored toga, poželjna potrošnja ne mora mnogo da reaguje na smanjenje kamatnih stopa. Sve ovo znači da je nagib

¹ Podsetite se da smanjenje nivoa cena direktno ne povećava realan prihod građana, zato što padajući nivo cena znači da padaju cene roba i faktora (plate). Prema tome, cene koje padaju ne povećavaju direktno ukupnu tražnju na osnovu jednostavnog Kejnzijanskog argumenta o funkciji potrošnje.

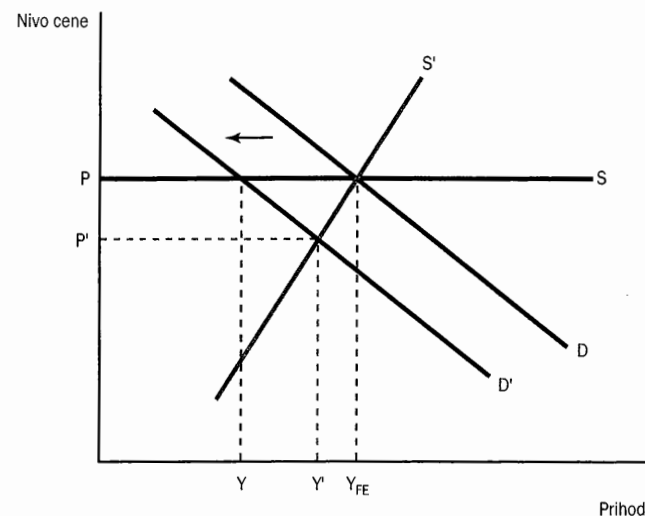
krive ukupne tražnje, kojim se meri koliko je nastalo povećanje traženog iznosa kada cene padaju, ravniiji za monetariste nego za Kejnzijance.

Od veće važnosti je stabilnost (ili predvidivost) celokupne ukupne tražnje - da li ona miruje ili skače u velikoj meri. Prema monetaristima, glavni faktor koji određuje ukupnu tražnju je zaliha novca. Čim ona bude fiksna, iznos realnog traženog outputa zavisi od nivoa cena - niže cene znače veću tražnju roba i usluga. Tako monetaristi tvrde da kad je zaliha novca fiksna, postojeće relativno mali uticaj na ukupnu tražnju iz egzogenih pomeranja potrošnje. Na primer, ako investiciona potrošnja pada, monetaristi očekuju pad kamatnih stopa, što smanjuje štednju i povećava potrošnju. Za Kejnzijance, međutim, promene u investicijama ne dovode obavezno do kompenzacionih kretanja troškova potrošnje. Tako ukupna tražnja će se pomeriti ulevo ako egzogene investicije padnu jer se na svakom nivou cena traži manja količina robe.

Posmatrajmo sada ekonomiju u fazama. Naš je cilj da ustanovimo da li je BDP stabilan pri punoj zaposlenosti. Očigledno, to zavisi od kretanja ukupne tražnje, ali to zavisi i od oblika ukupne ponude. Tako slika 26.1 ima monetarističku vertikalnu krivu ukupne ponude dok slika 26.2 pokazuje jednostavnu Kejnzijansku horizontalnu krivu ponude (S) kao i nešto realističniju krivu ponude koja blago raste na gore (S').

Podimo od krive ukupne tražnje D na svakoj slici, tako da BDP bude na nivou pune zaposlenosti. Sada pogledajmo šta se događa ako firme iznenada odluče da investiraju manje nego što su to do sada činile. Kako monetaristi shvataju sliku 26.1, tražnja D može jednostavno da miruje, u kom slučaju ukupna ekonomska aktivnost ostaje kod Y_{FE} . Neki drugi oblik potrošnje će se povećati da bi zauzeo mesto smanjenih investicija. Ali ako se kriva ukupne tražnje pomeri na D' na slici 26.1, a nivo ukupne tražnje padne na Y kod starog nivoa cene P , nastala nezaposlena radna snaga i neiskorišćeni kapaciteti dovode do pada plata i cena ka P' . Pošto cene padaju, realna količina novca se proširuje i ukupna tražnja se povećava duž krive nove tražnje D' . Cene padaju dok se tražnja ponovo ne izjednači sa ukupnom ponudom kod Y_{FE} .

Po kejnzijanskom tumačenju slike 26.2, pomeranje nalevo od D do D' skoro sigurno nastaje kao rezultat pada egzogenih investicija. Ako se to dogodi, priča može baš tamo da se završi gde je jedva i počela. Ako su cene čvrste čak i kada postoji nezaposlenost i višak kapaciteta, kriva ponude je S a ukupna tražnja i BDP ostaju na depresiranom nivou Y . Monetaristički stimulans da se povećava potrošnja - cene koje padaju - nikada se ne ostvaruje.



SLIKA 26.2 Kejnzijanski odgovor na pad egzogenog investiranja: prihod pada ispod nivoa pune zaposlenosti.

Mnogo realniji kejnzijanski slučaj se javlja kada donekle cene padnu, jer je proizvodnja ispod punog kapaciteta i kada plate padaju ali *usporenijim tempom*. Ovo proizvodi krivu ukupne ponude koja izgleda kao kriva S' na slici 26.2.² Sa krivom ponude S' , ukupan realan output je iznad Y (gde bi on bio da cene nisu pale), ali još uvek je ispod prihoda pri punoj zaposlenosti Y_{FE} . Problem je što plate i cene ne padaju dovoljno da bi stimulisale novu potrebnu ukupnu tražnju duž D' kako bi se kompenzovalo smanjenje egzogenih investicija.

Obratite pažnju na obe slike: da je kriva potražnje ravniija, pad cena ne bi morao da bude tako veliki da bi podstakao veću ukupnu tražnju duž nove krive tražnje D' . Ovo odražava mišljenje monetarista: Pad cena uz fiksnu novčanu zalihu će generisati punu zaposlenost zato što je ukupna tražnja vrlo osetljiva na povećanja realnih novčanih salda.

Važno je zapamtiti da je kejnzijanska uzlazna kriva ukupne ponude S' samo kratkoročni odnos. Čak i Kejnzijanci priznaju da će, sa proizvodnjom ispod pune zaposlenosti, postojati stalan pritisak na smanjenje plata. Što plate više

² Postoji shvatanje zašto je kriva ponude pozitivno nagnuta. Kada plate (W) i cene (P) padaju po istoj stopi, *realni* troškovi firmi za plate (W/P) ostaju nepromenjeni i one će zaposliti isti broj radnika kao i ranije. Ako plate padnu manje od cena, tada će firme otpustiti neke radnike i smanjiti svoj output roba i usluga. Upravo to je implikacija pozitivnog nagiba krive ponude S' : Kada cene padnu, ponuda realnog outputa pada ispod nivoa kojim bi se postigla puna zaposlenost celokupne radne snage (i kapitala). Na ovo pitanje ćemo se vratiti u našoj diskusiji o inflaciji kasnije u ovom poglavlju.

padaju, proizvođači će biti stimulisani da se vrte na proizvodnju pri punoj zaposlenosti. Prema tome, na kraju, vertikalna kriva ukupne ponude na slici 26.1 postaje realna čak i za Kejnzijance. Ali, glavna poruka je da je za ceo proces potrebno vreme, a tokom tog vremena kriva ukupne ponude nije vertikalna. Tako, tvrde kejnzijanci, treba da pokušamo da poguramo ukupnu tražnju putem monetarne i fiskalne politike.

Da rezimiramo: Monetaristi smatraju da je kriva ukupne tražnje stabilna, uz određenu novčanu masu i da je kriva ukupne ponude vertikalna. Ovi uslovi impliciraju da egzogena pomeranja investicija ne menjaju BDP. Kejnzijanci tvrde da je kriva ukupne tražnje vrlo osetljiva na egzogene promene investicija i da kriva ukupne ponude nije vertikalna. Ova situacija pokazuje da se preduzetnički animalni duh bori sa nivoom realnog prihoda.

Monetarna politika, fiskalna politika i istiskivanje

Pretpostavimo da su Kejnzijanci u pravu i da se ukupna tražnja pomera na D' , kada su poslovni ljudi obeshrabreni i smanjuju svoje investicione troškove. Stavimo takođe ekonomiju u sliku 26.2 sa uzlaznim nagibom krive S' . Na taj način, smanjenje ukupne tražnje umanjuje prihod na Y' . Ako ne želimo da čekamo dalje usklađivanje cena da bi sve došlo na svoje mesto, onda se nešto mora uraditi da bi se pogurala na gore ukupna tražnja. Monetarna i fiskalna politika su dva diskreciona alata koje koriste državni kreatori politike baš u ovakvim situacijama.

Prema monetaristima, ako centralna banka poveća novčanu masu, kriva ukupne tražnje se pomera na desno odražavajući povećanu tražnju roba i usluga.³ Transmisioni mehanizam od povećane količine novca do potrošnje je direktan. Nije potrebno da ekstra novčana salda prvo idu na tržište obveznica (kao kod Kejnzijanaca) gde cene rastu a kamatne stope padaju. Ovde pre može doći do direktne supstitucije između novca i realne robe.

Za Kejnzijance povećanje novčane mase može vrlo lako da pomeri krivu ukupne tražnje udesno, ali takav uticaj je manje izvestan nego za monetariste. Problem je u tome što transmisioni mehanizam između novca i potrošnje nije sasvim direktan. Prema Kejnzijancima padajuće kamatne stope mogu da dovedu do povećanja potrošnje na više načina. Takozvani efekat cene kapitala je tradicionalni uticaj nižih troškova uzimanja kredita na tražnju za investicionom robom. Efekat bogatstva se fokusira na uticaj kamatnih stopa na cene hartija od vrednosti: niže kamatne stope znače više cene obveznica, a ljudi reaguju na takve kapitalne dobitke većom potrošnjom. Efekat deviznog kursa znači da sa

3 Nemojte da vas ovo zbunjuje. Povećanja realnih salda do kojih je došlo zbog pada cena, odražavaju se na nagib krive ukupne tražnje, jer su cene na vertikalnoj osi. Povećanja realnih salda nastalih usled povećanja zaliha novca pomeraju krivu ukupne tražnje zato što će se na svakom nivou cena (na vertikalnoj osi) tražiti više roba i usluga (prikazano na horizontalnoj osi).

fleksibilnim deviznim kursovima, niže kamatne stope vuku na dole vrednost dolara na deviznim tržištima, povećavajući naš neto izvoz. Na kraju, efekat raspoloživosti kredita utvrđuje da kreditori mogu jednostavno da povećaju iznos sredstava ponuđenih zajmoprimcima i time im omoguće da prošire svoje planove trošenja. Kada svi ovi kanali novca do trošenja postanu operativni tada je uticaj širenja novčane mase na ukupnu tražnju vrlo jak. Ali u ovom specifičnom slučaju postoje mnoge mogućnosti za greške.

Kejnzijanski odgovor na nešto neizvesnije efekte monetarne politike jeste fokusiranje na fiskalnu politiku da bi se stimulisala ukupna tražnja. Počeli smo sa smanjenjem autonomnih investicionih troškova koji su pomerili krivu ukupne tražnje nalevo. Jednostavno rešenje je da se to smanjenje kompenzuje egzogenim povećanjem državne potrošnje ili povećanjem troškova potrošnje putem diskrecionog smanjenja poreskih stopa.

Monetaristička pitanja da li *svako* pomeranje troškova, bilo da su ga prouzrokovale firme ili vlada, utiče na ukupnu tražnju. Videli smo ranije da bi, prema monetaristima, kamatne stope pale sprečavajući efekte smanjenih investicija na ukupnu tražnju. Simetričnim argumentom se tvrdi da će kamatne stope rasti kada raste državna potrošnja. Tako, država troši više, ali drugi - poslovne firme i potrošači - prisiljeni su da troše manje jer kamatne stope rastu.

Ovaj proces često ima specijalan naziv: *crowding out* - istiskivanje. Zbog toga što se ranije obraćala posebna pažnja na ovaj pojam kao centralno pitanje, koje je delilo monetariste i Kejnzijance, on zaslužuje da se dalje elaborira.

Počecemo sa napomenom da u početku rast državne potrošnje direktno povećava ukupnu tražnju, pre nego što se bilo šta drugo desi. Ali, potreba građana za novcem za svakodnevne transakcije verovatno će rasti zajedno sa ukupnom tražnjom. Ako se novčana masa ne poveća istovremeno, građani će osetiti nedostatak novca, verovatno će prodati neku aktivu da bi pokušali da dođu do dodatnog novca i time će prouzrokovati rast kamatnih stopa. Ovaj efekat istiskivanja može da spreči privatnu investicionu potrošnju, bar delimično kompenzujući ekspanzioni uticaj državnog trošenja. Ukratko, izgleda da su primena i sam neto uticaj fiskalne politike neraskidivo povezani sa monetarnim implikacijama. Šta više, posebno je važno da se razmotri kako država finansira povećanu potrošnju (ili smanjenje poreza).

Kejnzijanska pozicija po ovim pitanjima je da će bilo koja fiskalna mera, bez obzira kako se finansira, imati značajan uticaj na ukupnu tražnju. Kejnzijanci ne poriču da će kamatne stope verovatno da rastu ukoliko ne dođe do novog priliva novca da bi se zadovoljile potrebe za novcem za svakodnevne transakcije. Tako oni priznaju da je državni deficit koji se finansira kreiranjem novca ekspanzivniji od onog koji se finansira putem prodaje obveznica građanima i da su oba ekspanzivnija od povećane državne potrošnje koja se finansira oporezivanjem. Više kamatne stope imaju dvostruki efekat. One mogu da smanje privatnu investicionu potrošnju ali mogu takođe da dovedu do toga da ljudi ekonomišu sa svojim novčanim saldima i time obezbeđuju deo potreba za novim transakcionim novcem iz ranije neiskorišćenih novčanih holdinga.

HOD PO ŽICI

Da li su bankarski krediti važni?

Već se dugo vodi debata između nekih monetarista i Kejnzijanaca o tome da li su bankarski krediti važni. Većina Kejnzijanaca smatra da su bankarski krediti važni, zato što zajmoprimci u bankama često imaju nekoliko alternativnih izvora sredstava. Prema tome, ekspanzija ili kontrakcija novčane mase povezana sa kretanjem bankarskih kredita imaće snažniji uticaj na trošenje u poređenju sa kretanjem novčane mase zasnovano na bankarskim kupovinama ili prodajama hartija od vrednosti. Većina monetarista, međutim, tvrdi da je novac samo novac, bez obzira odakle dolazi. Prodavac hartije od vrednosti koji dobija novac verovatno će trošiti isto kao neko ko je upravo uzeo kredit od banke.

Empirijski dokaz ostavlja malo sumnje da su krediti banaka glavni izvor sredstava za mala i srednja preduzeća. Naša diskusija u poglavlju 14 o asimetričnim informacijama objašnjava zašto to ne iznenađuje. Prema tome, skup novac koji ograničava banke da odobravaju kredite verovatno će istisnuti ove potrošače sa tržišta; oni ne mogu da se pojave na tržištu novca ili obveznica da bi mobilisali sredstva, kao što bi IBM-ovi širom sveta mogli. Velike firme mogu da odobre i odobravaju kredite manjim firmama, koji se zovu *komercijalni krediti* i time obezbeđuju indirektan pristup tržištima novca i obveznica. Pored toga, velike firme konkurišu malim firmama tako da,

ako ove druge manje posluju, velike firme će to nadoknaditi. Prema tome, ostaje pitanje, da li su krediti banaka važni?

Odgovor: verovatno, bar na kratak rok. Velike firme ne mogu u potpunosti da zamene male firme bez dužeg vremenskog perioda za usklađivanje. Šta više, male firme, od komercijalnih kredita više vole bankarske kredite jer su oni jeftiniji. Na taj način ekspanzija ili kontrakcija novčane mase u vezi sa kretanjem bankarskih kredita ima jači uticaj na potrošnju od monetarne ekspanzije ili kontrakcije zasnovane bankarskim kupovinama ili prodajama hartija od vrednosti.

Ostali faktori, pored monetarne politike, mogu da utiču na taj „kreditni kanal“. Na primer, neki podaci ukazuju na to da su regulatori banaka možda preterano reagovali tokom recesije od 1990. do 1992. godine, bojeći se da će se u bankarskoj industriji ponoviti debakl industrije štednje i kredita iz 1980-tih godina (za pojedinosti vidi poglavlje 11). Preterana kontrola banaka koju obavljaju regulatori mogla je da dovede do nestašice bankarskih kredita, podstičući ih da smanjuju kredite malim i srednjim kompanijama. Mada su za vreme recesije, koja je počela 2001. godine, pooštreni standardi kod bankarskog kreditiranja nije bilo podataka o tome da je došlo do značajne nestašice kredita.

Prema gledištu monetarista, fiskalni deficit koji se finansira prodajom obveznica građanima neće uticati na ukupnu tražnju. Tačno je da će država trošiti više ali ostali će trošiti manje. Neto rezultat: Nema promene u ukupnoj potrošnji. Povećanje državne potrošnje će u početku povećati ukupnu tražnju. Međutim, ovo će povećati tražnju za novcem za transakcije i kamatne stope a prodaja obveznica za finansiranje izdataka države će još više povećavati kamatne stope. Publika će kupovati državne obveznice i finansirati državu umesto da kupuje korporativne obveznice i finansira poslovne firme. Država će istisnuti poslovne firme sa finansijskih tržišta. Rast kamatnih stopa će smanjiti privatnu investiciju potrošnju u onoj meri u kojoj se povećala državna potrošnja i tu je kraj priče.

Državna fiskalna politika koju ne prate promene novčane mase samo menja proporciju između državne i privatne potrošnje.

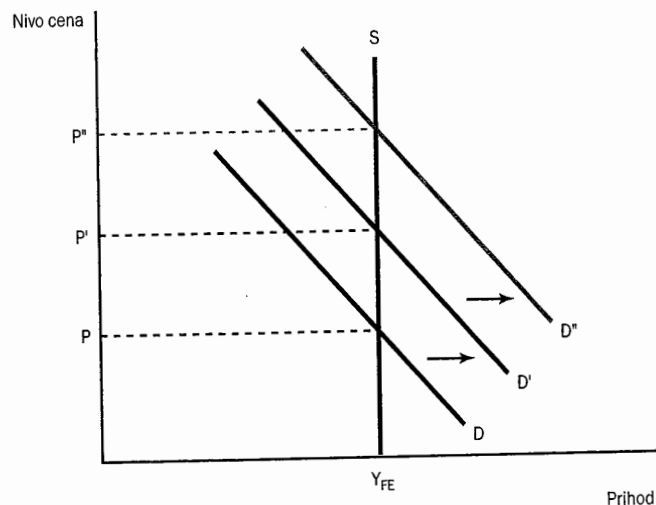
Korisno je rezimirati monetarna i fiskalna pitanja hronološkim redom. Prva faza debate je bila koncentrisana na kejnzijanski skepticizam o tome da li promene novčane mase utiču na ukupnu tražnju. Sledeći korak je bio protivnapad monetarista na fiskalnu politiku zbog efekta istiskivanja. I baš kada su odnosne pozicije po tim pitanjima stavljene pod kontrolu, treće pitanje o kome još nismo razgovarali javilo se kao ključna tačka interesovanja: da li *kontraciklična* politika ima uopšte uticaja na potrošnju. Problem se obično koncentriše na to da li se kontraciklična kretanja novčane mase anticipiraju i da li te anticipacije vode do očekivane inflacije i na taj način neutrališu promene novčane mase. Da bismo, na najbolji način, obradili ove najnovije stavove, prvo ćemo početi sa pitanjima inflacije i kontraciklične politike. U sledećem poglavlju proširćemo diskusiju tako da obuhvati racionalna očekivanja.

Inflacija, novac i Phillipsova kriva

Prvo pitanje po kome se razilaze monetaristi i Kejnzijanci, jeste da li je inflacija isključivo monetarni fenomen. Ovo pitanje se odnosi na to šta utiče na ukupnu tražnju. To se vidi iz slike 26.3 koja prikazuje da ako počnemo pri punoj zaposlenosti (gde uvek želimo da se nalazimo), sa ukupnom tražnjom D i nivoom cene P , bilo šta što pomera tražnju na D' i D'' podiže cene na P' i P'' . Dinamika P koja raste na P' i onda na P'' tačno je ono što podrazumevamo pod inflacijom: rast cena. Otuda monetaristi tvrde da zbog toga što će ukupna tražnja verovatno biti stabilna kod D , ukoliko se novčana masa ne promeni, glavni krivac za pomeranja na D' i D'' jesu Federalne rezerve.

Kejnzijanci ne bacaju odmah krivicu na Fed kada inflacija izmakne kontroli. Svaka grupa neočekivanih prekomernih potrošača - države, firme ili građani - mogu da povećaju ukupnu tražnju i izazovu povećanje cena. Očigledno, kejnzijanski stav dozvoljava da se krivica za inflaciju pripiše ekspanzivnim državnim deficitima kada je ekonomija kod pune zaposlenosti. Monetaristi, međutim, ne mogu da tvrde da deficit sam po sebi izaziva inflaciju. Samo ako deficit prisiljava Federealne rezerve da povećaju novčanu masu doći će do inflacije.

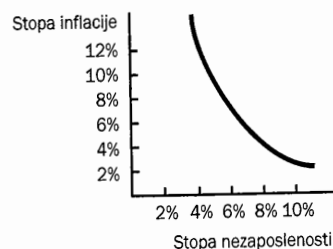
Pomeranja na krivi ukupne ponude mogu da budu takođe razlog pojave inflacije. Ustvari, takozvana troškovna inflacija tera cene na više upravo zbog toga što gura krivu ponude na slici 26.3 na levu stranu. Viši troškovi (kao što se desilo 2000. godine sa strujom) ograničavaju proizvodnju dovodeći do perioda rastućih cena. Ali monetaristi naglašavaju da takav, jednom za svagda, „šok ponude“ ne može da bude objašnjenje za stalnu inflaciju; to je više jednokratni događaj.



SLIKA 26.3 Sve što pomera ukupnu tražnju na desnu stranu prouzrokuje inflaciju.

Drugo pitanje po kome se razilaze monetaristi i Kejnzijanci tiče se mogućnosti pojave isključivosti između inflacije i nezaposlenosti. Kejnzijanci podržavaju ideju isključivosti poznatu kao **Phillipsova kriva**, po profesoru A. W. Phillipsu, koji je popularizovao ovaj odnos. Phillipsova kriva sugerise da bi se niže stope nezaposlenosti mogle postići ukoliko bismo bili spremni da tolerišemo bržu stopu rasta cena.⁴ Monetaristi poriču da postoji permanentni odnos isključivosti između inflacije i nezaposlenosti, tvrdeći umesto toga da čim se

⁴ Prvobitni članak koji opisuje ovaj odnos je „Relation Between Unemployment and the Rate of Change in Money Wages in the United Kingdom, 1861 - 1957” *Economica* (1958). Grafikon Phillipsove krive izgleda ovako:

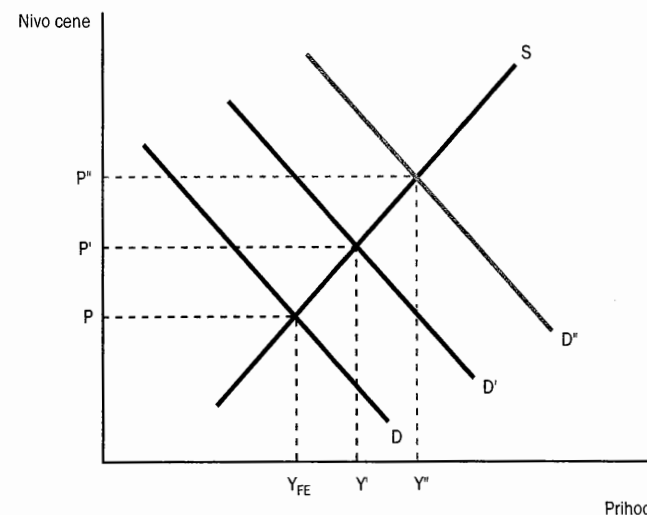


Negativno nagnuta kriva prikazuje da su niže stope nezaposlenosti povezane sa višim stopama inflacije.

inflacija ugradi u očekivanja građana, stopa nezaposlenosti će se vratiti na svoj „prirodni” nivo.

Još jednom možemo da objasnimo osnovni konflikt u pogledu našeg okvira ponuda/tražnja, ali ovog puta pitanje se odnosi na oblik funkcije ponude. Slika 26.3 je monetaristička slika: vertikalna kriva ponude koja ne pokazuje promenu BDP kada cene rastu, otuda nema isključivosti Phillipsove krive između inflacije i nezaposlenosti. Slika 26.4 je Kejnzijanska slika: pozitivno nagnuta kriva ponude koja pokazuje da kada cene rastu zbog pomeranja ukupne tražnje, realni output raste *iznad* Y_{FE} . Ovaj viši nivo prihoda se dobija smanjenjem stope nezaposlenosti ispod onoga što se obično podrazumeva pod punom zaposlenošću. U širem smislu, veća inflacija znači manju nezaposlenost, kao što je prikazano na Phillipsovoj krivoj.

Nažalost ova situacija zahteva neka objašnjenja o ponašanju radnika, sporom povećanju plata i inflatornim očekivanjima. Budite uvereni da ćemo vam izložiti samo minimum (mi zaista i sami ne znamo mnogo više). Ponovićemo još jednom, ključ debate se ponovo usredsređuje na to da li je kriva ukupne ponude vertikalna ili pozitivno nagnuta. Pozitivan nagib implicira da realni output varira pozitivno u skladu sa nivoom cena. Naša ranija diskusija, u fusnoti 2, pokazala je da output varira pozitivno sa cenama kada se plate menjaju sporije od cena. A to je opravdano prema Kejnzijancima, zato što su mnogi nivoi plata utvrđeni ugovorom a ugovori se ne koriguju redovno. To znači da kada nivo cena pada, pad plata zaostaje za padom cena robe, a realna vrednost kompenzacije radne snage se povećava. Kada nivo cena pada manje se proizvodi i manje



SLIKA 26.4 Inflacija prouzrokuje viši prihod (i nižu nezaposlenost) sa krivom ponude pozitivno nagnutom.

se radnika zapošljava. Druga strana medalje je da kada nivo cena raste, plate se povećavaju sporije od cena, realna kompenzacija rada pada, više radnika se zapošljava a BDP raste. Zbog toga Kejnzijanska slika pokazuje odnos isključivosti između inflacije i nezaposlenosti.

Monetaristi su isticali, a ekonomisti svih ubeđenja sada priznaju, da niža realna plata ne može permanentno da podstiče radnike da provedu manje vremena igrajući tenis a više vremena u fabrici ili za radnim stolom. Prema tome, posle izvesnog vremena, radnici će zahtevati da se plate koriguju na više. Neki radnici će se možda ustručavati da to odmah urade zbog dugoročno uspostavljenog ugovornog odnosa sa svojim poslodavcem, koji prevazilazi ono što bi moglo da bude samo privremena erozija vrednosti njihovih plata. Kada realnost inflacije bude očigledna a radnici počnu da *očekuju* permanentno višu stopu inflacije, njihovi zahtevi za povećanje plata postaju sve glasniiji. Plate će se povisiti pod konkurentskim pritiskom poslodavaca. Ali kada plate dostignu višu stopu rasta cena, firme će malo biti zainteresovane za veću proizvodnju od one sa kojom su startovali. Na taj način proizvodnja na kraju se vraća na Y_{FF} a nezaposlenost se vraća na mesto koje se uobičajeno smatra da je stopa pune zaposlenosti.

Ono što smo upravo opisali je spora ali čvrsta tranzicija od uzlazne krive ponude na slici 26.4 do krive ukupne ponude na slici 26.3. Prema tome, kada se sve usaglasí, uključujući inflatorna očekivanja i ugovore između radnika i firme, kriva ukupne ponude mora da bude vertikalna. Drugim rečima, Filipsova kriva na kraju mora da prikaže da ne postoji odnos isključivosti između inflacije i nezaposlenosti.

Jedno od glavnih pitanja je, naravno, koliko dugo može da traje privremena situacija. Mnogo je intrigantnija mogućnost da ona ne bi ni počela ako bi svako znao da je odnos isključivosti privremen! U sledećem poglavlju vraćamo se na ovu diskusiju u okviru racionalnih očekivanja. Za sada obratimo pažnju na posledice inflacije i inflatornih očekivanja na nivo kamatnih stopa.

Inflacija i kamatne stope

Inflatorna očekivanja su bitna za tumačenje reagovanja kamatnih stopa na promene novčane mase. U ovoj oblasti, međutim, ne može nam pomoći okvir ukupne ponude i tražnje. Engleski jezik će morati da nam bude dovoljan (izvinite, ni nama se ne dopada ništa više nego vama).

Milton Friedman je tvrdio da *ekspanziona* monetarna politika *povećava* kamatne stope a *kontrakciona* monetarna politika *smanjuje* kamatne stope - sasvim suprotno standardnoj Kejnzijanskoj. Kako to Milton radi? Poenta je u ovome: Povećanje novčane mase *može na početku* da smanji kamatne stope, ako je povećana likvidnost potrošena na finansijsku aktivu. Ali to je samo početak. Čim ukupna tražnja reaguje na povećanu novčanu masu (što je neminovno u svetu monetarista), transakciona tražnja za novcem će se povećati, a to će povući

kamatne stope na gore. Ali to nije ništa novo. Ortodoksno jezgro kejnzijanaca se sigurno ne bi tome protivilo. Monetaristi tvrde, međutim, da će „efekat prihoda“ povećane novčane mase prevladati početni „efekat likvidnosti“, tako da će se kamatne stope vratiti iznad svog prvobitnog nivoa.

Ako budu pritisnuti na ovoj poslednjoj konstataciji Kejnzijanci bi mogli čak opet da se slože s njom. Posle nekog vremena, kamatne stope bi *mogle* da pređu prvobitnu ravnotežu, ali to sve zavisi od brzine i jačine reakcije BDP-a na monetarnu ekspanziju. Kejnzijanci bi usmerili svoju pažnju na međuperiod - pre nego što se BDP proširi. Ovaj međuperiod je dovoljno dug da se opravda tvrdnja: Ekspanziona monetarna politika *znači* niže kamatne stope a kontrakciona politika *znači* više kamatne stope.

Priča monetarista nije još završena, naime, tu su i inflatorna očekivanja. Konkretno, ako očekivanja inflacije nastaju zbog ekspanziona monetarne politike, to će prouzrokovati *dalje* povećanje nivoa *nominalnih* kamatnih stopa. Razlog je sledeći: Pretpostavimo da kada je očekivana stopa inflacije nula, ravnotežna kamatna stopa je 5 procenata. Kao što smo rekli u poglavlju 22, ako kreditori očekuju rast cena za 2 procenta tokom sledećih 12 meseci i žele da dobiju 5 procenata realno, oni će tražiti 7 procenata od zajmoprimaca. Sve dok zajmoprimci očekuju istu stopu inflacije, oni će nastaviti sa višom nominalnom kamatnom stopom. Na kraju, ako su bili spremni da plate 5 procenata bez inflacije, oni isto tako treba da budu spremni da uzmu na zajam novac po 7 procenata uz inflaciju od 2 procenta - oni će otplatiti kredit „jeftinijim dolarima“.⁵

Šta bi moglo da navede zajmoprimce i kreditore da očekuju inflaciju a zatim i višu nominalnu kamatnu stopu? Pogodili ste - ekspanziona monetarna politika. Kada se takva inflatorna očekivanja spoje sa efektom prihoda, monetaristi tvrde da je sigurno da će ova dva faktora dominirati uticajem početne likvidnosti a ekspanziona monetarna politika će dovesti do viših nominalnih kamatnih stopa. Analogna tvrdnja se može dati u vezi sa kontrakcionom monetarnom politikom koja utiče na smanjenje kamatnih stopa.

Imajte u vidu da je razlika između realnih i nominalnih stopa od bitne važnosti u ovim argumentima. Povećanje novca dovodi do inflacije preko kvantitativne teorije. Realnu kamatnu stopu određuju štediša i investitori. Oni „probijaju veo“ oko novca i ne dozvoljavaju da se inflacija meša u njihovu dogovorenu *realnu* kamatnu stopu. Prema tome, kada se „inflaciona premija“ koju opisuje Irving Fisher (poglavlje 22) doda na realnu stopu, vidimo da povećanja novčane mase povećavaju nominalnu kamatnu stopu. Prema tome, Milton Friedman, uz pomoć Irvinga Fishera, zaključuje da ekspanziona monetarna politika *povećava* kamatne stope.

⁵ Zajmoprimci bi želeli da plate samo 5 procenata. Kao što smo videli u poglavlju 22, konkurencija za sredstvima primorava ih da plate ono što kreditori zahtevaju, sem ukoliko nisu spremni da odustanu od nekih investicionih projekata. Ali inflacija će povećati očekivane *dolarske* povraćaje od investicija, tako da ako je projekat bio vredan poduhvata ranije on bi bio isto tako vredan uz inflaciju i višu nominalnu kamatnu stopu.

Ova, upravo izneta priča, o nominalnim kamatnim stopama koje rastu zbog inflatornih očekivanja a generiše ih ekspanziona monetarna politika, može da dobije još jednu dimenziju. Konkretno, ako se od kreatora politike *očekuje* da povećaju novčanu masu, u pokušaju da snize kamatne stope, u stvari čak neće doći ni do privremenog efekta likvidnosti na realne kamatne stope, jer tako anticipirana kretanja novčane zalihe već će biti uključena u odluke o portfolijima. Na primer, efekat likvidnosti na anticipirano povećanje novčanih zaliha je već podigao tražnju za obveznicama da bi se iskoristila očekivana kapitalna dobit; tako da neće doći do daljeg povećanja cena obveznica kada se novčane zalihe stvarno povećaju. Preostao je samo efekat kvantitativne teorije, po kome povećanje novčane zalihe povećava cene. Tako anticipirana stopa inflacije, nastala zbog ekspanziona monetarne politike, vuče na gore nominalne kamatne stope. Jednostavno, ne postoje međukoraci.⁶

Mada priča o očekivanjima zvuči ubedljivo setite se da Kejnzijanci tvrde da jednostavna kvantitativna teorija funkcioniše samo u slučaju pune ili približno pune zaposlenosti. Pri nižim nivoima ekonomske aktivnosti dolazi do značajnog raskoraka između novca i cena. Čak i blizu onog što obeležavamo kao punu zaposlenost postoji krutost plata i cena zbog ugovornih aranžmana koji se upliću u svaki proporcionalni odnos između novca i cena.

Većina analitičara zbog toga tvrdi da treba da prođe vreme dok se inflatorna premija u potpunosti ne odrazi na nominalne kamatne stope. U kratkom periodu, kreditori moraju da primene niže realne kamatne stope. Umesto da nominalna stopa raste za 2 procenta, u našem gornjem primeru, ona može da raste i manje i zbog toga bi realna stopa unekoliko pala kada bi očekivana inflacija skočila za 2 procenta. Na kraju, kada kreditori koriguju svoja novčana salda a zajmoprimci izmene svoje investicione planove, realna stopa se vraća na svoj dugoročni ravnotežni nivo a nominalna stopa raste iznad realne stope za punu očekivanu stopu inflacije.

Koliko taj dugoročni nivo traje? Kada bismo samo znali odgovor na to pitanje, život bi bio jednostavniji. Približavamo se rezultatu Irvinga Fishera čak i gledano kratkoročno - recimo period od 6 meseci - dok se kašnjenje reakcije zajmoprimaca i kreditora skraćuje. Dalje, kada očekivanja inflacije brzo reaguju na ekonomske sile, Fisherov rezultat može da se javi još brže. Kada su kašnjenja duga a očekivanja inflacije reaguju sporo, potrebno je duže vreme da nominalne stope porastu za puni iznos očekivane inflacije. Opšte je pravilo da je dobro opkladiti se da će povećanje nominalnih kamatnih stopa blisko pratiti skok inflatornih očekivanja, ali nominalne kamatne stope verovatno neće reagovati odmah u punom iznosu kako je Fisher tvrdio.

Da li smo zaista u ovoj knjizi o novcu toliko odmakli a da još uvek nismo sigurni kako kamatna stopa reaguje na monetarnu popustljivost ili strogost? Da i ne - bez sumnje.

6 U ovoj diskusiji je primenjen argument racionalnih očekivanja u vezi sa kamatnim stopama. O ovome će biti više reči u sledećem poglavlju.

Diskusiju možemo da rezimiramo na sledeći način: Povećanje novčane mase će odmah smanjiti nominalnu stopu i realnu kamatnu stopu zbog efekta likvidnosti. Pošto inflatorna očekivanja reaguju na monetarnu ekspanziju, nominalne stope idu na gore ali sporije od inflatornog kretanja. Tako bi nominalna stopa mogla da bude prilično iznad prvobitnog nivoa nominalnih (i realnih) stopa dok bi realna stopa mogla da bude ispod tog nivoa. Pošto zajmoprimci i kreditori završe sve svoje korekcije, realna kamatna stopa će se vratiti gde smo počeli a nominalna stopa će se povećati za očekivanu stopu inflacije.⁷ Sada možete da odgovorite što god želite na pitanje o tome šta se dešava sa kamatnim stopama kada se širi novčana masa, sve dok razlikujete realno i nominalno (ne brinite, nema mnogo ljudi koji to mogu). Ako želite da napravite zbrku, probajte da objasnite kako smanjenje novčane mase daje suprotne rezultate.

Da li robot treba da zameni Federalne rezerve?

Počeli smo ovo poglavlje diskusijom o tome da li je privatni sektor sam po sebi stabilan. Ako samokorigujući mehanizmi, koji su gore opisani, funkcionišu ispravno, ima malo potrebe da aktivna monetarna i fiksna politika sprečavaju ekonomske fluktuacije. Ustvari, na ovim stabilizirajućim mehanizmima zasniva se argument monetarista protiv pokušaja države da fino podešava ekonomiju. To jednostavno nije potrebno.

Kejnzijanci tvrde da pošto je snaga ovih samokorigujućih sila neizvesna, treba da koristimo **kontracikličnu monetarnu i fiskalnu politiku** da bi se pomoglo da se obezbedi proizvodnja pri punoj zaposlenosti. Oni implicitno pretpostavljaju da pokušaji oslanjanja na ekonomske trendove - ekspanziona politika za vreme recesije i kontrakciona politika za vreme inflacije - mogu samo da pomognu. Problem je u tome što pokušaji da se sprovede kontraciklična politika mogu na kraju da prouzrokuju veću nestabilnost nego što bi inače bio slučaj.

Milton Friedman je prvi ukazao na potencijalni destabilizujući uticaj državne kontraciklične politike. Da bismo objasnili ovaj argument, moramo da shvatimo da je potrebno vreme da bi se osetili efekti promena monetarne ili fiskalne politike. Konkretno uticaji monetarne i fiskalne politike na BDP se javljaju sa zakašnjenjem. Empirijski podaci o kašnjenju daju se kasnije u poglavlju 28. Za sada je dovoljno da shvatimo da je potrebno vreme da bi promene kamatnih stopa menjale odluke firmi o potrošnji kao i da je potrebno vreme čak i domaćinstvima da prilagode svoje potrošačke izdatke sa povećanim raspoloživim prihodom. Kada povežemo ovu malu dopunu o potrebnom vremenskom periodu sa našom pričom o ukupnoj tražnji, moćićemo da prikažemo potencijalnu štetu od

7 Činjenica da ekspanziona monetarna politika ne može permanentno da smanji kamatne stope objašnjava zašto je nemoguće da centralna banka udovolji Kongresu smanjenjem troškova kredita. Ovo, takođe, objašnjava zašto vlasnici obveznica neće biti uvek bogatiji kada se povećava novčana masa.

pokušaja stabilizacije. Alternativnu filozofiju - pravila a ne diskreciono pravo - predlažu monetaristi da bi ublažili ovaj problem.

Pretpostavimo da Federalne rezerve predviđaju recesiju kroz šest meseci od danas. Ako je prognoza tačna, i ako bi tekuća ekspanzija novčane mase imala uticaj kroz šest meseci od onda, tada je sve u redu. Ali šta se dešava ako kristalna kugla Federalnih rezervi nije jasna i ako je potrebno da prođe više od godine pre nego što se glavni uticaj današnje monetarne politike odrazi na ekonomiju? U tom slučaju efekti današnje ekspanzije monetarne politike će se verovatno osetiti *nakon što* ekonomija prođe jaz i kada je već na putu ka oporavku.

Kao što je prikazano na slici 26.5 uticaj današnjeg jeftinog novca može da pogorša sutrašnju inflaciju. Skup novac će imati slične zakasnele efekte; on će se možda uvesti s najboljom namerom da bi se obuzdao bum, ali njegov realni uticaj, pošto dolazi sa zakašnjenjem, mogao bi da poveća recesiju. Monetarna politika je više destabilizator nego stabilizator!

Po ovom osnovu - zbog nepouzdanosti ekonomskih predviđanja i navodne dužine, varijabilnosti i nepredvidivosti vremenskih kašnjenja - monetaristi su odustali od ortodoksne monetarne politike. Friedman tvrdi da je ekonomija bila i da je i sada inherentno stabilna i da će automatski težiti da ostane na prilično pravolinijskom kursu, kao što je prikazano na slici 26.5, samo da je skoro stalno ne potiskuje sa staze hirovita ili nerazumna monetarna politika. Zaključak: Stavite centralnu banku u karantin. Najbolja stabilizaciona politika je potpuno odsustvo stabilizacione politike. Zar nije to već sve bilo ranije rečeno:

Takođe služe oni koji samo stoje i čekaju.

John Milton.

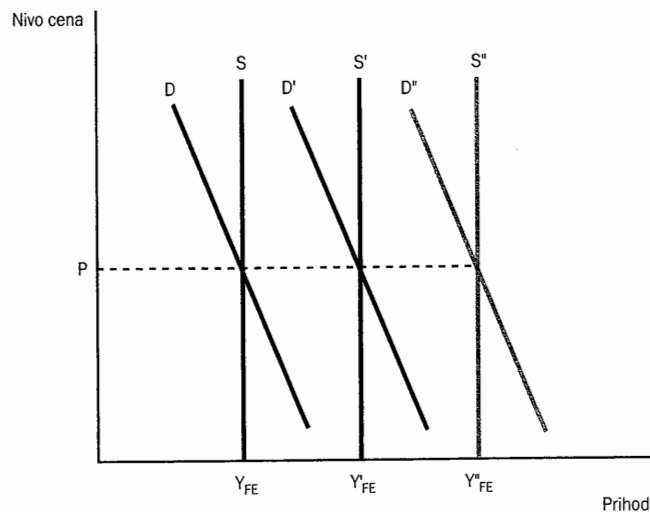
Umesto toga monetaristi predlažu da Kongres instruiše Federalne rezerve da primenjuje fiksno dugoročno pravilo: povećavati novčanu masu po stabilnoj i nepromenljivoj stopi, svakog meseca, svake godine, bez obzira na trenutne ekonomske uslove. Postaviti novčanu masu na automatski pilot i ostaviti je na miru.



SLIKA 26.5 Loš uticaj kontraciklične monetarne politike po Friedmanu.

Određena stopa rasta - 3, 4 ili 6 procenata - manje je važna od principa. Kada se utvrdi cifra, nikakve prepravke nisu dozvoljene. U stvari, stvarna stopa rasta novčane mase služi za održavanje stabilnosti cena i visoke zaposlenosti dozvoljavajući da ukupna tražnja raste po istoj stopi kao i realni proizvodni kapaciteti ekonomije. To je ilustrovano na slici 26.6 u okviru ukupne ponude i tražnje sa kojom smo se već upoznali. Ali u ovom kontekstu, dozvoljavamo da se kriva ukupne ponude pomeri na desno da bi odrazila rast produktivnosti, kapitala i radne snage. Stabilne cene i puna zaposlenost će se postići kada rast novčane mase vuče krivu ukupne tražnje na desno, zajedno sa ukupnom ponudom (kao na slici 26.6).

Glavna prednost pravila je da će eliminisati probleme predviđanja i kašnjenja i time otkloniti ono što monetaristi vide kao najveći uzrok nestabilnosti ekonomije - kapriciozan i nepredvidiv uticaj diskrecione kontraciklične monetarne politike. Sve dok novčana masa raste po konstantnoj stopi svake godine, na primer 3, 4 ili 6 procenata, svaki pad u recesiju biće privremen. Likvidnost, koju omogućava stalni rast novčane mase, dovešće do ekspanzije ukupne tražnje. Slično, ako novčana masa ne raste više od prosečne stope, svako inflatorno povećanje potrošnje sagoreće samo sebe zbog nedostatka goriva. Diskreciona odstupanja koja bi uvela centralna banka umešala bi se u prirodni tok ekonomije i samo bi pogoršala situaciju.



SLIKA 26.6 Ukupna tražnja i ponuda pomeraju se zajedno tokom vremena prema fiksnom monetarnom pravilu.

Američki Kongres je bio dovoljno impresioniran da bi delimično iskoračio prema pravilu, umesto da dozvoli Federalnim rezervama da se oslanjaju u potpunosti na svoje mišljenje i diskreciju. U martu 1975. Donji dom Kongresa i Senat doneli su odluku 133 kojom se daju instrukcije Federalnim rezervama da „održavaju dugoročni razvoj monetarnih i kreditnih agregata primereno dugoročnom potencijalu ekonomije za povećanje proizvodnje“. U novembru 1977. ova odredba je uneta u sam Zakon o Federalnim rezervama.

Bilo da verujemo u fiksno pravilo ili ne, takvi zahtevi su svakako bili korisni. Oni su prisilili Fed da stalno analizira svoju politiku u pogledu kvantiteta i da je ne sputava nefleksibilnom formulom. Cilj je nesmetan monetarni rast i eliminacija izuzetno visokih (i izuzetno niskih) monetarnih stopa rasta koje su često imale štetan uticaj u prošlosti.

Neki pobornici stabilizacione politke tvrde da sve dok postoje neposredni uticaji politike na BDP, ranije greške postavljanja rokova mogu da se koriguju. Tako ekspanziona monetarna politika koja deluje suviše sporo da bi predupredila recesiju može da se spreči da ne pogorša sledeći ciklus inflacije još restriktivnijom monetarnom politikom. Ova mogućnost poriče pravilo koje vezuje ruke stabilizacionih organa. Naravno, problem je ovde u tome da bi sve veće doze stimulansa ili ograničenja možda bile potrebne da se ublaže nepovoljne zakasnele posledice prethodne politike. To znači da i mala pogrešna kalkulacija može da učini sistem ranjivim na eksploziju u oba pravca.

Poučno je što su se u konačnoj analizi ekstremisti iz oba tabora, monetaristi i Kejnzijanci, zajednički udružili protiv Federalnih rezervi. Ekstremni monetaristi žele da ih sputaju zato što ih njihova preokupacija vremenskim kašnjenjem navodi da veruju da je Fed zlonameran i štetan, dok ekstremni Kejnzijanci žele da ga podrede fiskalnoj politici. U sredini su umerenjaci, koji su se suprotstavljali ali su našli zajedničku stvar više nego što su verovali da je moguće: umereni monetaristi, koji veruju da problem predviđanje - kašnjenje nije tako veliki da bi se negirali svi stabilizirajući efekti kontrakcične monetarne politike i umereni Kejnzijanci koji veruju da monetarna politika ima snažan uticaj na potrošnju i da treba da se primenjuje zajedno sa fiskalnom politikom uz znatnu obazrivost.

Izgleda jasno, posle svega što je rečeno i učinjeno, da je centralno bankarstvo i dalje u najmanju ruku koliko veština toliko i nauka. Jednostavno još uvek ne znamo dovoljno da bismo ozakonili jedno večno pravilo ili čak pravilo za sledećih šest meseci, koje će Fed morati da primenjuje pod bilo kojim okolnostima. U međuvremenu, u dobru i u zlu, izgleda da nemamo alternativu nego da se oslonimo na svoje najbolje znanje i rasuđivanje u formulisanju monetarne politike. Možemo samo da pokušavamo da proverimo da li su donosioci odluka sposobne i kvalifikovane osobe otvorenog uma i sposobne da uče na osnovu iskustva.

REZIME

1. Argument monetarista da je privatni sektor po prirodi stabilan proizilazi iz automatske tendencije da kamatne stope i cene koje padaju povećavaju ukupnu tražnju kad god egzogena potrošnja padne. Kejnzijanci tvrde da su na kratak rok plate manje fleksibilne od cena i da će zato egzogena pomeranja ukupne tražnje dovoditi do promena BDP-a.
2. Monetaristi tvrde da je transmisioni mehanizam između novca i potrošnje direktan. Dodatna novčana salda se direktno troše na realnu robu i usluge. Međutim, prema Kejnzijancima, veza između novca i potrošnje se ostvaruje kroz kamatnu stopu i u tom slučaju postoji prostor za znatne raskorake.
3. Kejnzijanci tvrde da fiskalna politika ima direktan i snažan uticaj na potrošnju. Monetaristi tvrde da veliki deo ekspanzionog uticaja fiskalne politike nestaje zato što rastuće kamatne stope istiskuju privatne investicije.
4. Prema monetaristima, inflacija je, u osnovi, monetarni fenomen zato što ukupna tražnja zavisi prvenstveno od novčane mase. Kejnzijanci tvrde da fiskalna politika ili druga egzogena potrošnja mogu takođe da prouzrokuju inflaciju.
5. Postojanje isključivosti Phillipsove krive između inflacije i nezaposlenosti zavisi od kašnjenja plata i očekivanja koja stoje iza promena nivoa cena. Čak bi se i Kejn-

zijanci složili da na dugi rok nema isključivosti ali na kratak rok postoji prilično neslaganje.

6. Realne kamatne stope u početku padaju posle povećanja novčane mase, ali čim se inflatorna očekivanja obistine, nominalne stope rastu. Posle izvesnog vremena, realne stope će se vratiti na svoj prvobitni nivo, ali sve dok postoje inflatorna očekivanja, nominalni nivo stopa će biti viši.
7. Razlog monetarista za fiksno pravilo koje ograničava stabilizacionu politiku proizilazi iz mogućnosti da efekti promena politike koji kasne mogu da prouzrokuju veću nestabilnost BDP. Glavni problem je precizno anticipiranje tajminga uticaja politike na ukupnu tražnju. Monetaristi predlažu fiksno pravilo za sprečavanje destabilizirajućih efekata. Na osnovu sadašnjeg znanja o uticaju politike na tražnju Kejnzijanci veruju da nefleksibilnost nametnuta pravilom ne može da se opravda.
8. Mnogi od ovih monetarističkih - kejnzijanskih argumenata potiču od različitih pogleda na krive ukupne ponude i tražnje. Monetaristi veruju da je ukupna tražnja stabilna čim novčana masa postane fiksna. Kejnzijanci ne vide razlog za pretpostavku ovakve stabilnosti. Monetaristi govore da je kriva ukupne ponude obično vertikalna; Kejnzijanci tvrde da je horizontalna samo neko vreme a najvećim delom vremena ima uzlazni nagib.

KLJUČNI TERMINI

Phillipsova kriva,
str. 568

Kontraciklična monetarna
i fiskalna politika,
str. 573

PITANJA

- 26.1 Kako nagib krive ukupne ponude pomaže da se odredi da li će BDP biti stabilan pri punoj zaposlenosti?
- 26.2 Šta je Filipsova kriva i kako je povezana sa krivom ukupne ponude?
- 26.3 Da li povećanje novčane mase povećava ili smanjuje kamatne stope? (Pažljivo identifikujte realnu prema nominalnoj kamatnoj stopi).
- 26.4 Šta se podrazumeva pod istiskivanjem? Koliko raznih vrsta istiskivanja možete da identifikujete?
- 26.5 Zašto na dugi rok novčana masa treba da se povećava?

- 26.6 *Pitanje za diskusiju:* Da li verujete da bi bilo bolje sa monetarnom politikom koja prati fiksno pravilo o rastu novčane mase? Objasnite zašto nemamo i (verovatno) nećemo imati to pravilo.



MEDIA

RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Racionalna očekivanja: teorija i implikacije za politiku



Racionalna očekivanja, sladoled i pita od jabuka imaju bar jednu stvar zajedničku: teško im je odoleti. Ali sličnost se ovde završava, zato što su implikacije racionalnih očekivanja mnogo kontroverznije od pomenutog primera - čak i kada ozbiljno brojite kalorije.

Tokom naše diskusije o monetarističkom i kejnzijanskom gledištu očekivanja nisu nikad bila daleko. U prethodnom poglavlju videli smo da su inflatorna očekivanja determinante nominalne kamatne stope. Pokazali smo, takođe, kako se inflatorna očekivanja unose u ugovore o platama i time utiču na oblik krive ukupne ponude a samim tim i na Phillipsovu krivu isključivosti između inflacije i nezaposlenosti. Na kraju, u poglavlju 23 naveli smo da očekivanja od mera monetarne politike mogu da utiču na dinamiku reagovanja kamatne stope na promene novčane mase.

Kroz sve ove ranije diskusije nikada nismo mnogo isticali kako su formulisana ova očekivanja. U najvećem delu diskusija implicitna je bila pretpostavka da se buduća očekivanja baziraju na prošlosti: ako se rast cena ubrzava, na primer, onda se očekuje da se inflacija pogorša. Kao što proizilazi, ova naizgled bezazlena formulacija o očekivanoj inflaciji nije mnogo racionalna, zato što ona ignoriše ostale informacije koje bi mogle da budu značajne za pravovajlanu procenu buduće inflacije.

Prva dužnost firme je, prema tome, da se precizno definiše šta znače racionalna očekivanja. Onda se okrećemo implikacijama na monetarnu i fiskalnu politiku, sposobnost da se kontroliše inflacija kao i na posledice na kamatne stope.

Kada su očekivanja racionalna?

Ako ljudi koriste sve raspoložive informacije da bi formulisali očekivanja (o cenama, kamatnim stopama, novčanoj masi ili o bilo čemu drugom) tada će se smatrati da su očekivanja racionalna. Ako ljudi ignorišu informacije očekivanja neće biti racionalna. Ljudi su obično racionalni u formulisanju svojih očekivanja jer ignorisanje nečega uglavnom skupo košta. Na primer, ako ignorišete nove izveštaje o mrazu na Floridi prilikom formulisanja vaših očekivanja o cenama soka od pomorandže, sledeći mesec će vas verovatno koštati dosta novca. Racionalno predviđanje bi značilo da lagerujete sok od pomorandže pre nego što cene skoče. Ako ignorišete informacije i oslanjate se na nedavne trendove cena da vode vaše planove trošenja imaćete inferiornije rezultate. Zato ljudi imaju dobre podsticaje da prave racionalne prognoze i mogu da se pouzdaju da rade u skladu sa njima. Ako naši modeli treba da prikazuju ekonomske aktivnosti precizno, poslovno ponašanje će se svakako zasnivati na racionalnim očekivanjima.

Ispitajmo malo detaljnije kako se formulišu inflatorna očekivanja. Ekstrapoliranje nedavnih trendova cena često se naziva *adaptivno* očekivanje. To znači, ako je inflacija rasla, adaptivna očekivanja sugerišu da ljudi očekuju dalji rast inflacije. Ali ako istovremeno sa povećanjem inflacije, Federalne rezerve ograniče novčanu masu, a ljudi budu upoznati sa tom politikom, onda na osnovu svog znanja kako ekonomija funkcioniše, ljudi će verovatno očekivati pad inflacije a ne njen dalji rast. Ovakva očekivanja bi se smatrala racionalnim jer uključuju informaciju - šta se dešava sa novčanom masom - koja je relevantna za valjanu prognozu inflacije. Dalje, ljudi će koristiti tu informaciju jer trošenje, investiranje i poslovne odluke zavise od prognoze inflacije. Ako se očekuje pad inflacije, neke poslovne mogućnosti postaju manje ili više atraktivne, neke investicije postaju manje ili više atraktivne i tako dalje.

Napominjemo da racionalna inflatorna očekivanja obuhvataju bar dva faktora koja je ignorisao manje rigorozan adaptivni pristup prognoziranju: ponašanje monetarnih vlasti i struktura ekonomije. Pošto saznanje o tome šta će kreatori politike raditi i šta ekonomski modeli sugerišu da će biti posledice takvih mera, ključno je da racionalna očekivanja inkorporišu te informacije. Razlog nije što mi kažemo da je tako već da ljudi shvata da je optimalno (i profitabilno) da se ponašaju u skladu sa sa racionalnim očekivanjima.

Anticipirana u odnosu na neanticipiranu monetarnu politiku

Možda najviše iznenađuje implikacija racionalnih očekivanja da će, kada se kombinuju sa klasičnom svetskom pretpostavkom potpuno fleksibilnih plata i cena, rezultat biti da *anticipirana* monetarna politika neće imati uticaj na eko-

nomske aktivnosti. Razlog je komplikovan, tako da ćemo mu pokloniti pažnju. To izgleda ovako. Setite se izlaganja u prethodnom poglavlju da pozitivno nagnuta kriva ukupne ponude implicira da brži rast novčane mase vodi ka višem autputu i manjoj nezaposlenosti, sve dok je rast plata sporiji od rasta cena. Dokaz za ovo je očigledan: ako plate idu na gore sporije od cena, firmama će se isplatiti da zaposle više radnika. Problem je što radnici prihvataju da njihove plate rastu sporije od cena samo dok njihova inflatorna očekivanja zaostaju iza stvarne inflacije. Ljudi neće raditi više ako očekuju pad svojih *realnih* plata (plate usklađene prema inflaciji da bi se obezbedilo merilo za robu i usluge koje mogu kupiti novčane plate). Ali prema racionalnim očekivanjima, radnici će uočiti vezu između inflacije i rasta novčane mase. Zato, ako startujemo sa *anticipiranim* povećanjem novčane mase, onda potonja inflacija će se anticipirati. U tom slučaju, inflatorna očekivanja idu u korak sa stvarnom inflacijom i pošto su plate i cene sasvim fleksibilne, radnici traže da plate rastu istovremeno sa cenama. U ovakvim okolnostima neće biti nikvog povećanja autputa niti smanjenja nezaposlenosti kao rezultat anticipiranog povećanja novčane mase.



NEZVANIČNO

Primena racionalnih očekivanja na tržištima hartija od vrednosti

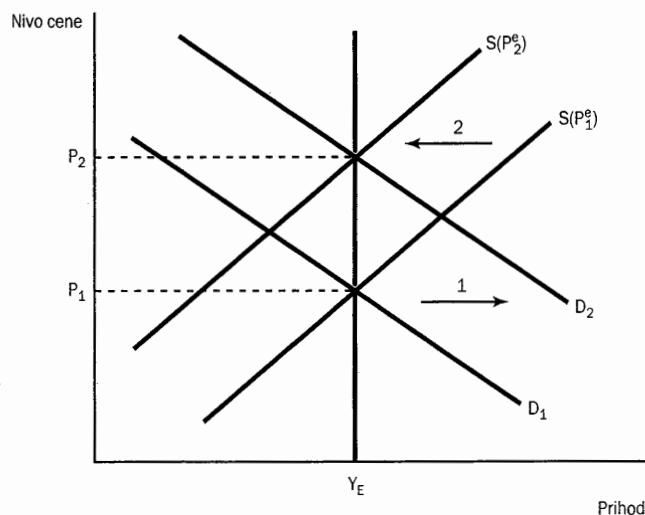
Sasvim je logično da treba da se primenjuje princip racionalnih očekivanja na cene hartija od vrednosti. Svaki delić informacije će se koristiti za formulisanje očekivanih cena obveznica ili cena akcija, jer postoje direktne i često trenutne mogućnosti za profit ukoliko se postupa u skladu sa takvim informacijama. Ova ideja ima zanimljivu implikaciju za tekuće cene hartija od vrednosti: one će odraziti sve u tom momentu raspoložive informacije. Na primer, pretpostavimo da je u Vašingtonu otkriven poverljiv dokument Federalnih rezervi u kome se najavljuje iznenadna redukcija rasta novčane mase, u korpi za otpatke, i onda se to objavi u Wall Street Journalu. Pošto bi manje ekspanzivna mone-

tarna politika vodila do manje inflacije i nižih nominalnih kamatnih stopa, otuda višim cenama obveznica u budućnosti, tražnja za obveznicama bi se povećala odmah sada a cene obveznica bi rastle sve dok ne prestane mogućnost da se ostvari profit. Prema tome, informacija o novoj politici Federalnih rezervi bila bi inkorporisana u cene obveznica odmah posle njenog objavljivanja. Drugim rečima, cene hartija od vrednosti u potpunosti odražavaju sve raspoložive informacije. Tako primena racionalnih očekivanja na tržištima hartija od vrednosti dovešće do stvaranja onog što smo zvali *efikasna tržišta kapitala* u poglavlju 6.

Napominjemo da ako se rast novčane mase ne anticipira, ukupna povećana tražnja vodi višim cenama koje nisu anticipirane. Plate zaostaju za cenama i firme zapošljavaju više radnika. Rezultat: veći autput i niža nezaposlenost kada rast novčane mase nije anticipiran.

Cela priča se može ilustrovati u okviru modela ukupne ponude i potražnje sve dok vodimo računa da se označi svaka kriva ukupne ponude prema odgo-

varajućem nivou očekivane cene. Na slici 27.1 počinjemo sa krivom ukupne tražnje D_1 i krivom ukupne ponude $S(P_1^e)$, gde P_1^e pokazuje da je očekivani nivo cene P_1 . Nivo ravnotežne cene dobijen tačkom preseka između D_1 i $S(P_1^e)$ je P_1 a ravnotežni prihod je Y_E (prinos). Povećanje novčane mase pomera D_1 do D_2 a autput iznad Y_E (prinos) ukoliko kriva ukupne ponude ostane $S(P_1^e)$. Ali ako je anticipirana promena novčane mase, kriva ukupne ponude nije više $S(P_1^e)$, zato što se očekuje da će povećana novčana masa povećati nivo cene iznad P_1 . Nova kriva ukupne ponude, u okviru racionalnih očekivanja je $S(P_2^e)$, gde je nova ravnotežna cena jednaka ceni P_2 . Prema tome, krajnji rezultat anticipirane promene novčane mase jeste neizmenjeni nivo ekonomske aktivnosti i viši nivo cene.¹

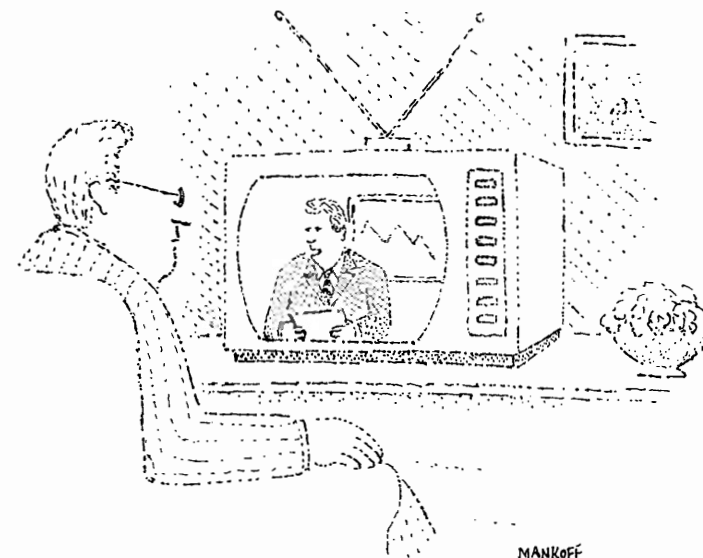


SLIKA 27.1 Anticipirana monetarna politika pomera ukupnu ponudu zajedno sa ukupnom tražnjom, zadržavajući BND nepromenjen.

¹ Dokaz da nova kriva ukupne ponude mora da bude tačno $S(P_2^e)$ je vrlo komplikovan. Bazira se na pretpostavci da nivo očekivane cene P_2^e mora da je konzistentan sa stvarnim novim nivoom ravnotežne cene P_2 i da ni jedna ni druga cena nemaju tendenciju promene. Ovo se dešava gde nivo outputa Y_E nema tendenciju promene; tj. Y_E je nivo pune zaposlenosti outputa.

Implikacije za stabilizacionu politiku

Razlika između anticipirane i neanticipirane monetarne politike dobija još više na značaju kada shvatimo da stabilizaciona politika obično spada u kategoriju anticipirane politike. Ako nezaposlenost počinje da raste a zna se da Federalne rezerve sprovedu kontraktičnu monetarnu politiku, onda svako očekuje da Federalne rezerve povećaju monetarnu masu. Sve dok su plate i cene fleksibilne, ekspanzija novčane mase će voditi ka višim cenama. Pošto su ljudi upoznati sa ovim odnosima, očekivana inflacija se javlja istovremeno sa ekspanzijom novčane mase, plate idu na gore zajedno sa cenama i uticaj ekspanzivne monetarne politike se svodi na realnu ekonomsku aktivnost.



„Vesti o nižim kamatnim stopama u Wall Streetu danas uticale su na skok cena na tržištu, a zatim očekivanje da će ove stope biti inflatorne uticale su na pad tržišta, dok saznanje da bi niže stope mogle da stimulišu usporenu ekonomiju nije ojačalo tržište, pre nego što ono konačno nije palo iz straha da bi pregrejana ekonomija ponovo nametnula više stope.“

*The New York Collection 1981 Robert Mankoff from cartoonbank.com. All rights reserved.

Surove činjenice racionalnih očekivanja su da samo nasumične mere centralne banke - „pogrešna“ povećanja ili smanjenja novčane mase - utiču na nivo ekonomske aktivnosti. Sistematska politika je beskorisna. S ove tačke gledišta, irelevantne su diskusije iz prethodnog poglavlja o pravilima u odnosu na diskreciono pravo kao i razmišljanje da li Federalne rezerve treba ili ne da budu

robot. Bez obzira na to koju sistematsku odluku Fed primenjuje, ona neće uticati na realnu ekonomsku aktivnost - ni na bolje ni na gore.

Ishod sveta racionalnih očekivanja je nesumnjivo klasičan - monetaristički ne kejnzijanski. Mada racionalna očekivanja ne podržavaju obavezno tvrdnju Milтона Friedmana da je pokušaj ekonomske stabilizacije destabilizujući (pošto se bilo koja sistematska politika neutralizuje), tesna veza između novčane mase i inflacije kao i svojstvena stabilnost ekonomije pri punoj zaposlenosti, nesumnjivo predstavljaju monetarističke - klasične propozicije. Teorija o racionalnim očekivanjima ponekad se posmatra kao glavna komponenta novih klasičnih makroekonomija.

Nije sve, međutim, izgubljeno za pristalice Kejnzijanskog razmišljanja. Racionalna očekivanja kombinovana sa čvrsto ugovorenim platama i cenama modifikuju krute zaključke koji su upravo opisani. Konkretno, mada inflatorna očekivanja proizilaze direktno iz ekspanzivne monetarne politike, i mada će se anticipirati kontra-ciklična politika, aukcionar ne određuje plate i cene. Suprotno cenama akcija i obveznica plate se često utvrđuju na osnovu ugovora. U takvim slučajevima, plate mogu dosta da zaostaju u odnosu na cene čak i kada su očekivanja inflacije racionalno formirana. Nešto konkretnije, čak i kada očekuju rast inflacije, radnici ne postavljaju odmah svoje zahteve za povećanje plata. Slično, čak i kada očekuju smanjenje infacije, firme ne smanjuju one plate koje se odmah isplaćuju. Ova usporena usaglašavanja deo su implicitnih i eksplicitnih ugovornih aranžmana na tržištima rada.

Bez trenutnog usklađivanja plata koja će odražavati očekivanu inflaciju, pozitivno iskošena kriva ukupne ponude ne pomera se u levo na slici 27.1. Prema tome, kada se kriva D_1 pomera u desno, ravnotežni nivo autputa se, povećava. Iz naše nove perspektive, ovaki rezultati se javljaju ne zato što očekivana inflacija zaostaje iza stvarne inflacije - racionalna očekivanja to ne dozvoljavaju - već zato što se plate ne usklađuju u potpunosti. Korporacije zapošljavaju više radnika i autput se povećava sve dok traju ugovorni aranžmani.

Bojno polje između monetarista i kejnzijanaca, po pitanju efikasnosti stabilizacije politike, još jednom se promenilo. Umesto inflatornih očekivanja, područje rasprave su sada ugovori o radnim odnosima i rigidne plate. Iz nekog razloga, to ima poznat ton. Postoji dobar razlog za to, jer krutost plata je upravo pitanje na kome su se Kejnzi i njegovi klasični mentori prvobitno razili.

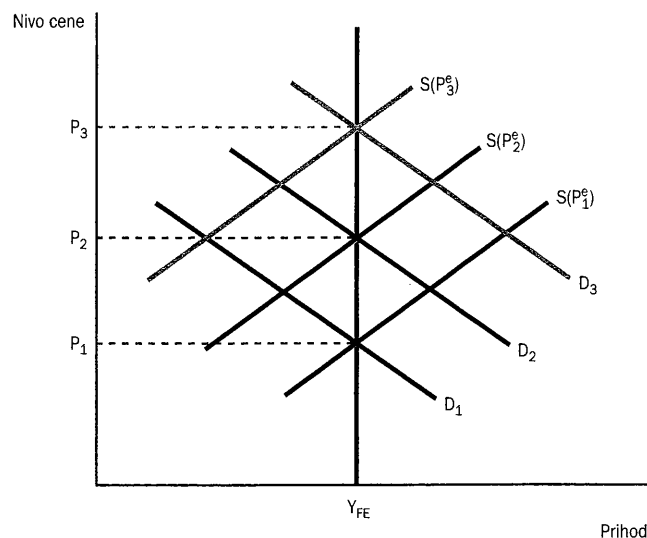
Inflacija, Philipsova kriva i kredibilitet

U poslednjem poglavlju opisali smo kontroverznost Philipsove krive: Kejnzove pristalice su tvrdile da postoji isključivost između inflacije i nezaposlenosti, dok su monetaristi tvrdili da ne postoji dugoročna isključivost. Ključ je bio u modelu krive celokupne ponude kao i u pitanju da li inflatorna očekivanja zaostaju za stvarnom inflacijom. Prema kejnzijancima, kriva celokupne ponude se kreće

pozitivno zato što se očekivanja inflacije usklađuju sporije od stvarne inflacije sa promenama u osnovnoj ekonomskoj aktivnosti. U ovakvim okolnostima, kreatori politike mogu da povećaju nivo ekonomske aktivnosti i smanje nezaposlenost sve dok su spremni da tolerišu povećanje stope inflacije. Monetaristi tvrde da je u kratkom periodu to moguće, ali da će, kada se očekivanja koriguju, kriva celokupne ponude biti vertikalna i permanentna isključivost neće biti moguća.

Priča o racionalnim očekivanjima usmerava dugoročne analize monetarista u kratkoročne analize transformacijom uzlaznih krivih celokupne ponude u vertikalnu krivu. Ponovo polazimo od promene novčane mase koja se u potpunosti anticipira. Povećana novčana masa pomera u desno krivu celokupne tražnje. Ali kao što smo videli na slici 27.1, ako su plate i cene fleksibilne, uvek kada Federalne rezerve krenu u kontra cikličnu ekspanziju novčane mase, pomeranje nadesno ukupne tražnje se poklapa sa pomeranjem ukupne ponude nalevo. Na slici 27.2, ilustrujemo ova istovremena pomeranja krivih ukupne ponude i ukupne tražnje koje ostavljaju prihod i autput na "prirodnom" nivou pune zaposlenosti Y_{FE} . Istovremena pomeranja ukupne ponude i tražnje nastaju zato što ekspanzivna monetarna politika koja pomera D_1 do D_2 do D_3 daje racionalna inflatorna očekivanja koja pomeraju $S(P_{\frac{1}{2}})$ do $S(P_{\frac{2}{2}})$ do $S(P_{\frac{3}{2}})$. Ravnotežne tačke na slici 27.2 pokazuju neizmenjeni nivo autputa kod Y_{FE} kombinovano sa stalno rastućim nivoom cena. Rezultat je da i kada imamo individualne pozitivno nagnute krive ukupne ponude, ishod kontra ciklične monetarne politike je de facto vertikalna kriva ukupne ponude koja je nastala istovremenim pomeranjima krivih S i D . Na taj način kreatori politike ne suočavaju se sa Philipsovom krivom isključivosti između inflacije i nezaposlenosti jer pozitivno nagnuta kriva ukupne ponude ne ostaje na mestu.

Kejnzijanci bi naravno, odgovorili da sve dok se plate i cene utvrđuju ugovorom, pomeranje krivih ukupne ponude neće eliminisati Philipsovu krivu isključivosti između inflacije i nezaposlenosti. Čak i uz racionalna očekivanja, ugovorna krutost ostaje i pruža kreatorima politike avenuju za uticaj na realnu ekonomsku aktivnost.



SLIKA 27.2 Anticipirana monetarna politika može da utiče samo na nivo cene.

Za one među vama čija je slaba tačka kreiranje politike, nemojte misliti da je neophodna Philipsova kriva da bi se obezbedio osmišljen život. Mada nepostojanje isključivosti između inflacije i nezaposlenosti u okviru racionalnih očekivanja (sa fleksibilnim platama i cenama) zadaje razarajući udarac kreatorima politike koji pokušavaju da smanje nezaposlenost, ovo je za borbe protiv inflacije prijatno iznenađenje. Konkretno, smanjenje inflacije se postiže bezbolno. Neka se centralna banka poduhvati restriktivne monetarne politike i omogući da *svi saznaju za to*. Sve dok je politika Federalnih rezervi kredibilna, pomeranje nalevo na tabeli ukupne potražnje, do koga je došlo redukcijom monetarne mase, prati pomeranje nadesno krive ukupne ponude. Na primer, ako startujemo na slici 27.1 kod $S(P_3^e)$ i D_3 i sa nivoom cene P_3 , redukcija novčane mase se pomera sa D_3 na D_2 . Pošto svi sada očekuju niži nivo cene P_2 , kriva ukupne ponude se pomera na $S(P_2^e)$. Ekonomija se kreće od nivoa cene P_3 do nivoa cene P_2 bezbolno - bez ikakvog smanjenja ekonomskih aktivnosti i bez ikakvog povećanja nezaposlenosti.

Ključ za ovaj srećan ishod nalazi se u *kredibilnosti*. Ako javnost sumnja da Fed neće biti dosledan, možda zato što se plaši da će se nezaposlenost povećati, onda očekivani nivo cene neće pasti na P_2^e , a kriva ukupne ponude će ostati na mestu gde se nalazi. Rezultat će skupo koštati: redukcija autputa i povećana nezaposlenost. Samo ukoliko Fed objavi svoju politiku i javnost bude uverena da će je Fed i sprovesti po svaku cenu, cena će biti zanemarujuća.

Kako se postiže ova kredibilnost? Retorika obično nije dovoljna, posebno u demokratskim društvima gde se veliki politički pritisak može izvršiti na kreatora politike. Konkretno promene politike su neophodne da bi se izmenila ukorenjena inflatorna očekivanja. Ovo se posebno dešava za vreme hiperinflacije, kada preterane stope inflacije zahvate ekonomiju. U ovakvim okolnostima, promena monetarne jedinice, uvođenje stvarno samostalne centralne banke i stroga fiskalna ograničenja radi ostvarenja ravnoteže budžeta imala su željeni efekat. Hiperinflacije u Nemačkoj, Austriji, Poljskoj i Mađarskoj posle I Svetskog rata su zaustavljene bez ikakve redukcije realnog autputa kao rezultat preuređenja monetarno fiskalnih režima u svakoj od ovih zemalja. Međutim, traganje za kredibilnom politikom se ostvaruje sa mnogo više pažnje. A to često osudi eksperiment pre nego što i započne.

Na ovom mestu naša diskusija o isključivosti između inflacije i nezaposlenosti više liči na temu iz savremene psihologije nego na nešto slično ekonomskoj politici. Delimično, to je poruka racionalnih očekivanja. Kreiranje ekonomske politike je daleko komplikovanije nego što je to anticipirala kejnzijanska revolucija. I mada plate i cene možda nisu dovoljno fleksibilne da bi potpuno eliminisale kontra cikličnu politiku, efikasnost kejnzijanskih konvencionalnih modela mora da se modifikuje racionalnim inflatornim očekivanjima.

Kamatne stope i anticipirana monetarna politika

Poruka racionalnih očekivanja o kamatanim stopama nije mnogo jasnija od opšte poruke o kontracikličnoj politici. Podsetimo se naše diskusije iz prethodnog poglavlja o uticaju novčane mase na nivo kamatnih stopa. Utvrdili smo kejnzijanski efekat likvidnosti, koji povezuje povećanje novčane mase sa padom realnih i nominalnih kamatnih stopa. Monetaristi naglašavaju da je ovaj uticaj likvidnosti samo privremen i da ga ubrzo potapaju inflatorna očekivanja koja pomeraju kamatne stope iznad realnih stopa. Kejnzijanci imaju kratkoročnu perspektivu likvidnosti kada tvrde da ekspanziona monetarna politika smanjuje kamatne stope, dok monetaristi imaju dugoročnu perspektivu kada ističu da kamatne stope rastu zbog inflatornih očekivanja.

Svet racionalnih očekivanja je mnogo jednostavniji. Anticipirano povećanje novčane mase odmah vodi do viših nominalnih kamatnih stopa, dok neanticipirana povećanja novčane mase daju niže nominalne kamatne stope. Rezonovanje je ispravno. Anticipirana povećanja novčane mase stvaraju inflatorna očekivanja istovremeno sa ekspanzijom novčane mase. U ovakvim okolnostima, zajmodavci odbijaju da se odvoje od svojih sredstava sem ukoliko kamatne stope ne odražavaju očekivanu inflaciju a zajmoprimci prihvate da plate više stope zbog očekivane inflacije. Efekat likvidnost nikada ne smanjuje kamatne stope, zato što inflatorna očekivanja reaguju trenutno. Međutim, kada monetarna masa naglo skoči bez najave, onda efekat likvidnost proizvodi pad stopa. U stvari, ako

dode do ekspanzije novčane mase bez objašnjenja, inflatorna očekivanja možda ne mogu otpočeti sve dok ukupna tražnja ne poveća ekonomsku aktivnost. To može da potraje dovoljno dugo da efekat likvidnosti ostane neko vreme.

Lekcija posvećena priči o racionalnim očekivanjima teže se može izbexi na finansijskim tržištima nego na tržištu rada. Kada se radi o akcijama i obveznicama, cene se ne utvrđuju sačinjavanjem ugovora. Prema tome, razlike racionalnih očekivanja između uticaja anticipirane i neanticipirane monetarne politike na kamatne stope predstavljaju važne lekcije. Ipak, priča ne može ovde da se završi. Empirijski dokazi su jedini put da se reše sporovi o monetarnoj politici između monetarista i Kejnzijanaca sa ili bez racionalnih očekivanja. Za odgovore se moramo okrenuti narednom poglavlju.

REZIME

1. Očekivanja su racionalna kada ljudi uzimaju u obzir sve dostupne informacije kod prognoziranja ekonomskih varijabla. Na primer, kod prognoziranja inflacije, racionalna očekivanja odražavaju informacije o tome šta se dešava sa novčanom masom i šta ekonomski modeli predviđaju da će biti posledice u pogledu cena.
2. Kada su očekivanja racionalna i kada su plate i cene sasvim fleksibilne, anticipirana monetarna politika ne utiče na ekonomsku aktivnost. Rezultat stabilizacione politike, koja se obično anticipira, je definitivno monetaristička - klasična: Kontraciklična politika ne utiče na nivo ekonomske aktivnosti.
3. Kejnzijansko gledište je da i kada su očekivanja racionalna, plate i cene nisu sasvim fleksibilne zbog ugovornih aranžmana na tržištima rada. U ovakvim okolnostima, čak će i anticipirana kontra ciklična monetarna politika imati uticaj na ekonomsku aktivnost.
4. Perspektiva racionalnih očekivanja privremeno eliminiše isključivost između inflacije i nezaposlenosti. To znači da kreatori politike ne mogu da smanje nezaposlenost ispod nekog prirodnog nivoa povećanjem stope inflacije. Ne postoji kratkoročna Philipsova kriva u okviru racionalnih očekivanja.
5. Restriktivna monetarna politika može da smanji inflaciju bez povećanja nezaposlenosti u svetu racionalnih očekivanja. Sve dok antiinflaciona politika ima kreditibilitet smanjenje inflacije će biti bezbolno.
6. Cene i prinosi na finansijskim tržištima su dovoljno fleksibilni da učine da svet racionalnih očekivanja bude realnost. U takvim okolnostima, anticipirana monetarna politika ne može da utiče na realne kamatne stope, čak ni kratkoročno. Anticipirana monetarna politika utiče na kamatne stope samo kroz inflatorna očekivanja.

KLJUČNI TERMINI

Racionalna očekivanja,
str. 581

PITANJA

- 27.1 Definišite racionalna očekivanja i objasnite zašto je razumno pretpostaviti da će ljudi racionalno formulisati očekivanja.
- 27.2 Objasnite zašto anticipirana monetarna politika neće imati efekat na nivo ekonomske aktivnosti ako ljudi racionalno formulišu očekivanja o cenama.
- 27.3 Koju biheviorističku pretpostavku Kejnzijanci predlažu kao obnovljeni argument o efektivnosti kontraciklične politke uprkos racionalnim očekivanjima? Objasnite.
- 27.4 Kako kredibilnost u borbi protiv inflacije smanjuje verovatnoću da će nezaposlenost pratiti anti inflatornu monetarnu politiku?
- 27.5 *Pitanje za diskusiju:* Ako se svi slažu da racionalna očekivanja imaju smisla zašto SAD još uvek primenjuje kontracikličnu monetarnu (i fiskalnu) politiku?



MEDIA RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

Empirijski dokaz o efektivnosti monetarne politike



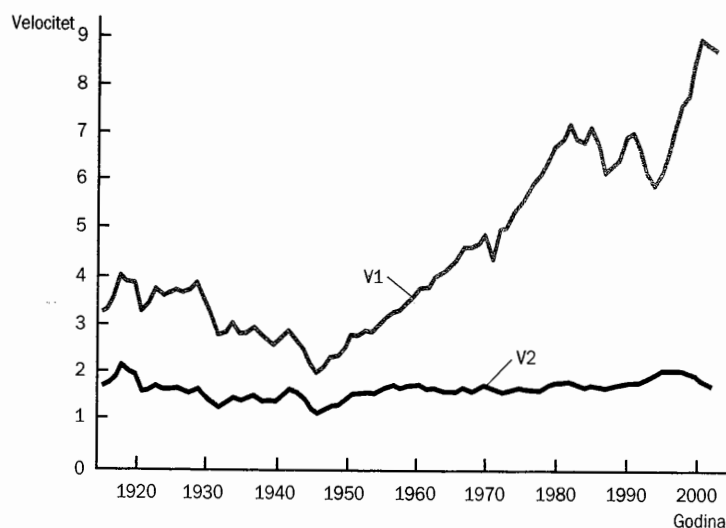
Za teoriju, kao i za kaznu, kaže se da je dobra za dušu. Ali čak i najveći filozofi među nama shvataju da ljudi - čak i studenti - zahtevaju nagrade koje su nešto konkretnije. Pošto smo pretresli i najsitniji deo rasprave - između monetarista i kejnzijanaca o efektivnosti monetarne i fiskalne politike, došlo je vreme za otkrivanje Istine (sa velikim I). Pošto mnogi ljudi veruju da je istina u brojevima, ovde ih ima mnogo.

Koje se činjenice odnose na ponašanje veliceteta? Koliko je snažan uticaj monetarne politike na ekonomsku aktivnost? Kako to utiče na kamatne stope? Na koje pojedinačne kategorije potrošnje najviše utiče novac? Konačno, ako monetarna politika treba da promeni BDP, ona to ne može da uradi na osnovu neke tajanstvene čarolije; ona to mora da učini menjanjem potrošnje domaćinstava, investicione potrošnje poslovnih firmi ili potrošnje vlade - federalne, državne ili lokalne. Nasuprot teorijskoj raspravi u prethodnim poglavljima, sada se okrećemo empirijskim dokazima.¹

¹ Naša rasprava se oslanja na mnoge studije, uključujući: Patricia C. Mosser, „Changes in Monetary Policy Effectiveness: Evidence from Large Macroeconometric Models” Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, Spring 1992; Benjamin M. Friedman, „Changing Effects of Monetary Policy on Real Economic Activity” in *Monetary Policy Issues in the 1990s*, Federal Reserve Bank of Kansas City; Eric M. Leeper, „Facing Up to Our Ignorance About Measuring Monetary Policy Effects” Federal Reserve Bank of Atlanta *Economic Review*, May/June 1992. The properties of the Federal Reserve Boards FRB/US economic model are described in David Reifschneider, Robert Tetlow and John Williams, „Aggregate Disturbances, Monetary Policy, and the Macroeconomy: The FRB/US Perspective” *Federal Reserve Bulletin*, January 1999.

Živeti sa velovicitetom

Videli smo da se deo debate monetarista - kejnzijanaca odnosi na ponašanja veloviciteta - monetaristi dokazuju da je on relativno stabilan i da su bilo kakve promene veoma predvidljive a kejnzijanci tvrde da su oba elementa u ovom dokazivanju preterana. Činjenica je da velovicitet nije ni apsolutno stabilan ni potpuno predvidljiv. Federalne reserve, nažalost, ne rade u svetu stvorenom radi sopstvene pogodnosti. Sa novčanom masom od US \$500 milijardi, greška u računu od samo 0,1 u velovicitetu znači promenu u BDP u iznosu od \$50 milijardi. A sa novčanom masom od \$1.000 milijardi, skok BDP je dva puta veći. Ali ne mora da znači da je sve izgubljeno. Mada velovicitet nije fiksni, ne izgleda ni da su njegove promene nužno slučajne ili van kontrole. Ukoliko bi Federalne reserve mogle da otkriju osnovne determinante fluktuiranja veloviciteta, one bi još uvek mogle da koegzistiraju sa takvom pokretnom metom.



SLIKA 28.1 Istorijska kretanja veloviciteta M1 i M2

Imajući to na umu, ispitivanje prošlosti može da pruži ključ budućeg razvoja. Slika 28.1 daje istorijski tok dve mere veloviciteta, od kojih je svaka povezana sa različitim konceptom novčane mase. Cifre veloviciteta V1 zasnivaju se na M1 a V2 na M2. Iz slike proizilaze dve široke generalizacije. Prvo, iako ni jedna od mera veloviciteta nije potpuno stabilna, meandriranje V2 je prilično malo. Naravno, upravo smo skrenuli pažnju na to da čak i mala greška u obračunu veloviciteta znači veliku promenu u BDP, naročito kod obuhvatnije definicije novca. To pomaže u objašnjenju zašto je Fed prestao da objavljuje targete za M2 u 2000.

godini, uprkos na izgled uzanog raspona kretanja kod V2. Druga upadljiva poruka slike 28.1 jeste da V1 izgleda veoma nepredvidljivo. Oni koji su skloni užoj definiciji novca, moraće ponešto da objasne.

Prvo činjenice. Velovicitet M1 dostigao je vrhunac od oko 4 početkom 1920-tih godina. Onda je u kontinuitetu opadao tokom Velike depresije i II svetskog rata do najniže vrednosti od oko 2 u 1946. godini. Međutim, od tada je V1 drastično rastao. Dostigao je 2,5 u 50-tim i 3,5 u 1960-tim godinama prošlog veka, ostavio za sobom prethodno postignuti vrhunac od 4 u 1965. godini, prevazišao 5 početkom 1970-tih godina, odskakivao između 6 i 7 1980-tih i dostigao skoro 9 u 2000. godini. Zašto je velovicitet M1 započeo svoj sopstveni put, očigledno dajući monetarizmu loše ime i zagorčavajući život Federalnim rezervama? Kada bismo imali razumno objašnjenje, mogli bismo da tvrdimo da je ponašanje V1 predvidljivo i to bi bilo dovoljno za većinu razumnih ljudi.

Glavni razlog za povećanje veloviciteta M1 posle II svetskog rata leži u relativno uskoj istorijskoj definiciji M1 - depoziti po viđenju plus gotovina - i rastućoj privlačnosti drugih kategorija finansijske aktive - obveznica i akcionarskog kapitala, uzajamnih fondova novčanog tržišta i depozitnih računa na novčanom tržištu - kao prudenčnih i poželjnih instrumenata za investiranja viška novca. Ova aktiva je vrlo likvidna, skoro kao novac, a pri tome nudi znatno više kamatne stope od depozita po viđenju. Atraktivan prinos na finansijsku aktivu, koja nije novac, navode sve više ljudi da se pitaju zašto da ostavljaju sa strane neupošljen novac, osim onog iznosa koji im je potreban za dnevne transakcije. Isto tako je preispitivanju podvrgnut i tradicionalan koncept o tome koliko je gotovine zaista potrebno za obavljanje posla. Ako novac za svakodnevne transakcije može da se smanji, onda bi jedan deo mogao da se da na pozajmicu po većoj kamatnoj stopi. Novac tada prelazi na zajmoprimce koji ga mogu koristiti za tekuće kupovine. Posledica toga je da veći obim tekuće potrošnje pritiče iz iste količine novca.

Naročito su korporativni finansijski direktori shvatili da sa isplati intenzivno praćenje svojih novčanih holdinga. Da li bi mogli da posluju sa nešto manjim iznosom u kasi od onog što su ranije smatrali „normalnim“ i da investiraju deo u visoko prinisne oročene depozite kod komercijalnih banaka ili u obveznice Trezora SAD? Sve više je odgovor da, a imaginativne nove tehnike upravljanja novcem razvijene su radi olakšanja tog procesa (kao i neke ne toliko imaginativne stare tehnike, kao na primer, postati „usporeni plataci“ kada stignu računi).

Taj trend nije ostao nezapažen kod potrošača. Oni su naučili da ekonomišu sa novcem uzimajući kreditne linije u maloprodajnim radnjama i finansijskim institucijama umesto držanja rezervi u gotovini; pored toga, povećano korišćenje kreditnih kartica je drastično smanjilo potrebe domaćinstava za novcem za dnevna plaćanja. Ono što se ranije držalo u formi depozita po viđenju ili valuti, za hitne slučajeve ili tekuća plaćanja, sada prelazi na štedne depozite koji donose kamatu ili visoko prinisne uzajamne fondove novčanog tržišta i depozitne račune novčanog tržišta.

Ukratko, postoji šema u kretanju veliciteta M1 od kraja II svetskog rata - stalni dugoročan uspon uz male kratkotrajne padove tokom recesija. Čak iako ne možemo tačno da odredimo sve pojedinačne determinante, ipak možemo da sagledamo široke odnose uzroka i posledica.

Više kamatne stope su dovele do povećanja veliciteta podstičući poslovne firme i domaćinstva da ekonomišu sa novcem. Oni drže manje, daju na zajam višak, a drugi (zajmoprimci) mogu onda da ga troše. Kada se jednom nauči, tehnika upravljanja novcem se ne zaboravlja lako, tako da čak i tokom recesija, kada kamatne stope padnu, velicitet ne pada mnogo.

Problem je u tome što je bez nekog očiglednog razloga, sredinom 1980-tih godina velicitet M1 privremeno preokrenuo svoj uzlazni trend koji je imao posle II svetskog rata. Takvo ponašanje je bilo dovoljno zbunjujuće da natera Federalne rezerve da napuste tergetiranje M1, kako smo videli u poglavlju 21. Dok je velicitet M2 u slici 28.1 bio prilično stabilan i tokom zadnjih godina, čak i manje promene u tom broju mogu biti uznemiravajuće za Fed.

Međutim, što se tiče praktične politike, Federalne rezerve mogu da žive sa takvim pokretnim metama. Sa sticanjem dodatnog uvida u ono što utiče da se velicitet menja, centralna banka bi možda mogla da utvrdi raspon verovatnoće u pogledu toga gde bi velicitet mogao da bude sutra i dan kasnije i da u skladu sa tim postupi. Drugim rečima, jutarnja linija veliciteta (prilično slična onoj koju vaš bukmejer daje za trke u Hialeah) - pod uslovom da se hladne glave računaju razne mogućnosti i stalno ponovno procenjuje u svetlu novih dokaza - može ipak omogućiti Federalnim rezervama da budu uspešne.

Tražnja za novcem

Upravo smo sugerisali da istorijske promene u velicitetu M1 proizilaze iz mnogih faktora, uključujući promene kamatnih stopa, tehnologije i inovacija na finansijskom tržištu. Da bismo se još preciznije fokusirali na relativan značaj svakog od ovih, to zahteva da raspletemo njihove odvojene uticaje. Samo formalna primena statističkih tehnika na istorijske podatke o novčanoj masi, kamatnim stopama, prihodu i drugim promenljivim, omogućiće nam da identifikujemo pojedinačne odnose. Ekonomisti su zaista uložili značajan napor u procene statističkih ekvivalenata jednačinama tražnje za novcem, o čemu je bilo reči u prethodnim poglavljima. Razloge za takav napor nije teško razumeti - na kraju krajeva, monetaristi i kejnzijansko nasleđe imaju veliki udeo u ishodu tih studija.

Skoro svaka statistička studija je pokazala da kamatne stope i nivo BDP utiču na tražnju za novcem. Naročito više kamatne stope značajno smanjuju tražnju za novčanim saldima. Ovakav rezultat, sam po sebi, u suprotnosti je sa ekstremnim oblicima monetarizma, koji pretpostavlja tražnju novca sa nultom kamatnom osetljivošću. Sa druge strane, nijedno od empirijskih istraživanja

nikad nije izolovalo kejnzijansku zamku likvidnosti. Tako i stav monetarista dobija podršku.

Kamatna osetljivost tražnje za novcem je bilo istorijski važno pitanje koje je podelilo monetariste i kejnzijance. Ali onda kada su ekstremne pozicije - nulta i beskonačna kamatna elastičnost - odbačene, sofisticiraniji problem se fokusira na *stabilnost* jednačine tražnje za novcem. Na kraju krajeva, s obzirom na statističke rezultate, pojedinačni brojevi su manje važni od njihove pouzdanosti u prognoziranju buduće tražnje za novcem. Sve dok istorijske procene predstavljaju pouzdana predviđanja tražnje za novcem, Federalne rezerve mogu da odrede pravi iznos koji će da doda ili oduzme od ekonomije da bi ostvarile određeni cilj ekonomske aktivnosti. Ukoliko se određene procene mnogo promene ili ako tražnja za novcem skače bez nekog vidljivog razloga, tada će promene novčane mase biti beskorisni predskazivači ekonomske aktivnosti. Očigledno je da bi monetaristi bili nesrećni sa takvim rezultatima, kao i ekumenski kejnzijanci, koji vide u monetarnoj i fiskalnoj politici važne instrumente stabilizacije.

Većina dokaza sugerise da je tražnja za novcem bila prilično stabilna do sredine 1970-tih godina; moć predviđanja statističkih jednačina tražnje za novcem bila je prilično dobra. Tada, sredinom 1974. godine, procenjene jednačine tražnje za novcem su isparile. Ljudi su držali manja novčana salda nego što su sugerisali istorijski odnosi. Ni 1980-te godine nisu išle na ruku. U stvari, problem je bio suprotan od onog koji je postojao 1970-tih godina; previše novca, a ne premalo. To se odrazilo u padu veliciteta M1 tokom 1980-tih godina u slici 28.1. Stalna nemogućnost da se objasne promene u tražnji M1 jedan je od razloga zašto su Federalne rezerve prestale da targetuju M1 kod sprovođenja monetarne politike.

Kompjuterska simulacija i vremenska kašnjenja

Empirijski dokazi o velicitetu tražnje za novcem upravo prikazani pružaju samo malu utehu onima koji promovišu odnos između novca i ekonomske aktivnosti. Dalje, jednostavni pristupi zasnovani na velicitetu i tražnji za novcem, čak i sa pažljivo izračunatom verovatnoćom, ostavljaju mnogo toga da se požeži kao smernice za utvrđivanje politike Federalnih rezervi. Konkretno, ovi pristupi ignorišu vremenski razmak između promena u monetarnoj politici i uticaja na ekonomsku aktivnost. Takođe, ignorišu sofisticiraniju statističku metodologiju koja može da se koristi zajedno sa savremenom kompjuterskom tehnologijom da simulira uticaj monetarne politike na ekonomsku aktivnost putem formalnog ekonometrijskog modela. Vremenska kašnjenja i ekonometrijski model dodaju meso kosturu naših teoretskih modela. Prvo pogledajmo vremenska kašnjenja a onda ćemo razmotriti moć ekonometrijskog modeliranja.

Prema sopstvenom priznanju, zvaničnici Federalnih rezervi nisu sveznajući. Ukoliko ekonomija krene ka recesiji, prođe neko vreme pre nego što struč-

njaci shvate šta se događa da bi preduzeli korake da to poprave. Isto tako, ukoliko inflacija počne da ubrzava, potrebno je vreme pre nego dokazi potvrde tu činjenicu.

HOD PO ŽICI

Gde se krije sav taj novac?

U 1960. godini, 20% novčane mase (M1) Sjedinjenih Država bilo je u obliku gotovine (uključujući metalni novac). Imali smo US \$29 milijardi u opticaju i US \$112 milijardi na tekućim računima. U to vreme Sjedinjene Države su imale 180 miliona ljudi, tako da su US \$29 milijardi u metalnom novcu i novčanicama u proseku iznosile US \$160 na svakog muškarca, ženu i dete u zemlji.

Nasuprot tome, tokom 2003. godine oko 50% novčane mase M1 sastojao se od novca (US \$640 milijardi gotovine u opticaju i US \$601 milijarda na tekućim računima). Tada je u Sjedinjenim Državama bilo 290 miliona stanovnika, tako da je US \$640 milijardi u metalnom novcu i novčanicama iznosilo zapanjujući prosek od US \$2.207, na svakog muškarca, ženu i dete u zemlji.

Možda ljudi danas drže toliko mnogo gotovine jer su cene više nego što su bile 1960. godine. U svakom slučaju, efekat viših cena treba barem delimično da bude neutralisan povećanim korišćenjem kreditnih kartica, što omogućava ljudima da drže manje gotovine nego pre. Valuta

SAD mnogo se koristi u inostranstvu, u zemljama sklonim inflaciji, kao na primer Ekvador, Rusija i Brazil.

Međutim, bez sumnje jedan od razloga za povećanje gotovine je aktivnost u prikrivenoj „sivoj“ ekonomiji - onom delu ekonomskog sistema koji nikad ne koristi čekove kao sredstvo plaćanja. Samo gotovinu, molim! Gotovina ne ostavlja pisane tragove. Siva ekonomija uključuje nezakonite poslove, kao što su kocka, prostitucija i prodaja droge; poslove oko popravke kuće, npr. baštovanstvo i stolarija, gde se zahteva plaćanje gotovinom da bi se izbegao porez. Pa čak i radnici u velikom broju u raznim granama, poštteni studenti na koledžu (a možda i neki od njihovih profesora) rade „van knjiga“ radi izbegavanja poreza.

Niko zasigurno ne zna koliki je obim takve „sive ekonomije“ ali mi računamo da on može biti od 10 do 15% od zvanično objavljenog bruto domaćeg proizvoda.

Brzo prepoznati šta se događa u ekonomiji nije tako lako kao što zvuči. Na primer, podaci koji su na raspolaganju često nisu dovoljni i uglavnom su pomešani: narudžbine za nova kola rastu a prodaja na malo u radnjama pada; cene poljoprivrednih proizvoda padaju a zaposlenost u urbanim sredinama raste. Pored toga, ekonomija retko teče ravnim kursom, već se povećava ili pada. Svako kretanje na gore povremeno prekidaju lutajući padovi; svaki pad u recesiju povremeno prekidaju lažni znaci napretka, koji onda nestanu. Da li je promena samo kratak i privremeni prekid već postojećeg trenda ili je to početak novog trenda u suprotnom smeru? Niko nikad ne može biti potpuno siguran. Ovaj problem sagledavanja tačne „slike“ o onome što se dešava u privredi, ili šta će najverovatnije da se desi u budućnosti, naziva se u monetarnoj politici **zaostajanje prepoznavanja**.

Čim se okonča kašnjenje prepoznavanja, započinje **kašnjenje uticaja**, koji pokriva vreme od kada centralna banka započne da koristi jedan od svojih alata, kao što su npr. operacije na otvorenom tržištu, dok se rezultat ne pokaže na kraju - u ukupnoj potrošnji u ekonomiji. Možda će biti potrebne nedelje pre nego što se kamatne stope značajno promene pošto je monetarna akcija počela. Za promene raspoloživosti kredita i novčane mase takođe treba vreme. Dalje odlaganje je realno moguće pre nego što se utiče na odluke o potrošnji. Međutim, jednom kada monetarna politika počne da utiče na potrošnju, ona će najverovatnije nastaviti da ima uticaja na BDP na duži vremenski period. Sve ovo je pometeno pod tepih u teorijskim modelima o kojima je bilo reči u prethodnim poglavljima. Ali sada je došlo vreme da dodamo nešto mesa golim kostima opisa stvarnog sveta.

U vezi sa zaostajanjem prepoznavanja, grubi podaci na osnovu utiska sugerišu da Federalne rezerve generalno započinju sa stegom tek nekoliko meseci pošto je poslovni ciklus stigao do kraja, dok njihov potez prema popuštanju, posle vrhunca ciklusa, kasni nešto više. Ovaj prikaz nije konačan i veoma je verovatno da će u nekim okolnostima monetarne vlasti osetiti šta se dešava i preduzeti mere brže nego u nekim drugim okolnostima. Ipak, zaključak da centralna banka obično više brine o tome da spreči inflaciju nego da izbegne recesiju verovatno ima u sebi zrnce istine.

Najzgodnije je diskutovati o kašnjenju *uticaja* zajedno sa jačanjem monetarne politike, u smislu rezultata koje su proizveli formalni ekonometrijski modeli ekonomije. Ekonometrijski model je matematičko-statistička prezentacija koja prikazuje kako se ekonomija ponaša. Takav model daje empirijski sadržaj teoretskim pretpostavkama o tome kako pojedinci i poslovne firme, kreditori i zajmoprimci, štediši i trošioci reaguju na ekonomske podsticaje. Kada se ti odnosi formulišu u matematičke izraze, koriste se podaci o prethodnim iskustvima u realnom svetu da se procene tačne šeme ponašanja za svaki sektor. Tako se model zasniva na opažanjima iz realnog sveta stavljenih u formalnu šemu voljom statističkih tehnika. Unet u kompjuter, model simulira ekonomiju u akciji i daje predviđanja zasnovana na formalnim interakcijama koje model obuhvata.

Naše znanje o tome kako najbolje da konstruišemo takav model daleko je od kompletnog. Isti podaci mogu da daju različite rezultate, u zavisnosti od teoretskih pretpostavki koje su korišćene za pravljenje modela. Kako je jednom jedan cinik rekao „Ako dovoljno dugo mučimo podatke, priznaće sve“.

Kejnzijanski model, na primer, inkorporiše pretpostavke o ponašanju koje su drugačije od onih koje su za model uzeli monetaristi i tako daje drugačije predviđanje. Modeli monetarista često povezuju ukupan BDP direktno sa novčanom masom, na osnovu predvidljive pretpostavke o brzini. Kejnzijanski modeli uključuju značajne napore da objasne determinante potrošnje građana, investicione potrošnje i preferencije likvidnosti. Kejnzijanski model, naročito u pogledu monetarne politike, pokušava izričito da prikaže vezu između novčane

mase, kamatnih stopa i odluka o realnoj potrošnji. Ako je nešto izostavljeno, mogu samo sami sebe da kude.

Pošto pretpostavljamo da su i monetaristi i kejnzijanci zainteresovani za istinu, opravdano je pretpostaviti da su njihovi modeli napravljeni sa tim ciljem. Hajde da pogledamo dokaze da vidimo da li će se pojaviti neki konsenzus.

Uticaj monetarne politike na BDP

Bord Federalnih rezervi, u saradnji sa ekonomistima sa nekoliko univerziteta, razvio je ekonometrijski model ponašanja ekonomskih agregata u Sjedinjenim Državama. Mnogi drugi ekonomisti uradili su sličan rad na univerzitetima i finansijskim institucijama. Ali naša rasprava će se prvenstveno zasnivati na modelu Federalnih rezervi, koji je posebno pripremljen za procenjivanje uticaja stabilizacione politike na ekonomsku aktivnost.

Važno je na početku naglasiti da su ti ekonometrijski modeli evolutivni fenomeni, da se stalno revidiraju i menjaju kako bi odrazili nove i drugačije perspektive ekonomske stvarnosti. Dalje, brojčane procene koje generiše kompjuter o tome kako ekonomija reaguje na promenu monetarne politike (kao i fiskalne politike) varira sa specifičnim uslovima ekonomske aktivnosti. Tako saopšteni brojevi kasnije daju uopštenu ideju o tome kako modeli simuliraju ekonomske i finansijske reakcije na politiku, međutim, treba ih posmatrati kao impresije. U stvari, uvek treba da stavimo omiljeno upozorenje tehničara: GIGO² na naš output iz kompjutera.

Model Federalnih rezervi prilično pažljivo prikazuje uticaj monetarne politike na različite kategorije potrošnje. Zaista, kanali prenosa su jasno određeni u matematičkom sjaju. Kasnije ćemo navesti neke bliže podatke; ali trenutno je najbolje da se koncentrišemo na pregled nalaza u modelu monetarne politike.

Novije verzije modela Feda pokazuju da povećanje novčane mase od 1% povećava realni BDP za ½ procenta posle godinu dana. Tokom sledeće dve godine, BDP nastavlja da raste dok ne poraste isto za 1 procenat, kao i novčana masa posle ukupno tri godine.

Ranijim verzijama modela Feda trebalo je duže vremena da bi monetarna politika počela da deluje kroz ekonomiju. U to doba su monetaristi bili razočarani takvim rezultatima i sumnjali su da su arhitekta modela Federalnih rezervi nesvesno izostavili nešto iz svog komplikovanog sistema jednačina. Kao posledicu toga, monetarni ekonomisti u Federal Reserve Bank of St. Luis izradili su jednostavan model koji je direktno povezivao BDP sa novčanom masom, bez ikakvih koraka između. Posle svega što je rečeno i učinjeno, taj model je isto tako pokazao da 1% promene novčane mase dovodi, posle godinu dana, do povećanja BDP za oko 1%.

2 GIGO, naravno, znači dubre unutra, dubre napolje (Garbage In, Garbage Out). U našem smislu, ako su ekonomske pretpostavke u osnovi modela loše takva će biti i simulacija.

Iznenadjujući ishod je očigledan konsenzus da monetarna politika ima značajan uticaj na ekonomsku aktivnost čak kroz jednu godinu. Problem je u tome što se posle tog prvobitnog perioda uticaj monetarne ekspanzije verovatno nastavlja i to može stvoriti probleme donosiocima politike, kao što smo videli u našoj diskusiji o vremenskom kašnjenju u poglavlju 26.

Fiskalna politika i istiskivanje

Teorijske diskusije u prethodnim poglavljima su pokazale jasnu razliku između gledišta monetarista i kejnzijanaca o efektivnosti fiskalne politike. Monetaristi smatraju da poreska politika i rashodi samo zamenjuju ličnu potrošnju, ostvarujući mali neto uticaj fiskalne politike na BDP. Kejnzijanci tvrde da su efekti „istiskivanja“ državne politike nepotpuni, podrazumevajući da fiskalna politika generiše veliki deo tradicionalno multiplicirajućeg efekta na BDP. Do sada bi već trebalo da bude jasno da ovaj spor može da se reši samo uz pribegavanje empirijskim dokazima.

Eksperiment sa modelom Federalnih rezervi pokazuje da, uz održavanje konstantne novčane mase, povećanje državne potrošnje BDP za 1 procenat, povećava nivo realnog BDP za oko 1 procenat u trajanju od najmanje dve godine. Potrebno je duže od tri godine da bi se efektom „istiskivanja“ uticaj na realan BDP smanjio na nulu. Alternativni eksperiment pokazuje da ako novčana masa varira tako da je nivo kamatne stope stalno isti, tada su multiplicirajući efekti na BDP ogromni: Čak i posle četiri godine BDP je za 4 procenta veći nego bez povećanja državne potrošnje. Ovi rezultati sugerišu da, prema modelu Federalnih Rezervi, fiskalna politika ima multiplikator od oko jedan, bez ikakve pomoći monetarne politike, ali da predusretljiva monetarna vlast može da učini fiskalnu politiku čak efektivnijom.

Originalna verzija monetarističkog modela razvijena u Federal Reserve Bank of St. Luis, bila je mnogo pesimističnija u pogledu fiskalne politike: Saopštila je potpuno istiskivanje kao fiskalni efekat tokom prve godine pošto se potrošnja države povećala. Jedan od problema ovog revolucionarnog rezultata je bio da model iz St. Luisa nije pominjao posebne kategorije privatne potrošnje koje su istisnuli rashodi države. Ovakav agnosticizam modela St. Luis učinio je njegove rezultate veoma sumnjivim, prema većini kejnzijanaca.

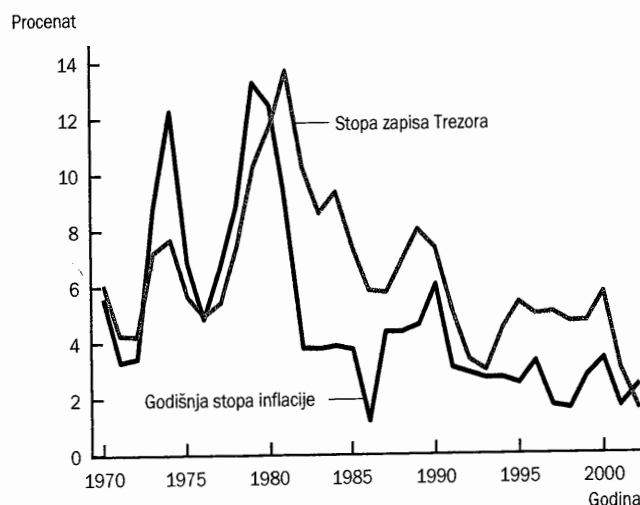
Izgleda da empirijski dokazi o fiskalnoj politici potvrđuju efekat istiskivanja, ali samo ako opadajući efekti na privatnu potrošnju imaju dovoljno vremena da se iskažu. To nas dovodi do uloge kamatnih stopa u okviru naših modela. Prvo da pogledamo kako promene novčane mase utiču na nivo stopa, a onda se možemo baviti pojedinačnim kategorijama potrošnje koje su najosetljivije na kretanja kamatne stope.

Uticaj novca na kamatne stope

Prema monetaristima i prema kejnzijancima, inicijalni uticaj na likvidnost ekspanzione monetarne politike smanjuje nivo kamatnih stopa. Isto tako, monetaristi i kejnzijanci priznaju da inflatorna očekivanja, nastala iz preterano ekspanzionističke monetarne politike, dovode do povećanja kamatnih stopa. Ključna razlika u mišljenju, kako smo već objasnili u poglavlju 26, fokusira se na to koliko dugo je potrebno da inflaciona očekivanja suzbiju inicijalne efekte likvidnosti.

Slika 28.2 pokazuje da su nivoi kratkoročnih kamatnih stopa bili prilično blisko povezani sa stvarnim promenama stope inflacije. Tako pregled podataka jasno pokazuje uticaj inflacije na kamatnu stopu. Ali slika takođe pokazuje i značajne intervale nezavisnih kretanja nivoa kamatnih stopa. Da bi se identifikovala odvojena uloga monetarne politike u toj oblasti još jednom je potrebno konsultovati statističke podatke.

Većina ekonometrijskih modela, uključujući i Fedov, pokazuju da kamatne stope padaju i ostaju ispod svojih prvobitnih nivoa šest meseci do godinu dana posle ekspanzione monetarne politike, a da su iznad svojih prvobitnih nivoa za isti period posle primene kontraktivne monetarne politike. Međutim, posle godinu dana, inicijalni efekat na likvidnost se preokreće i kamatne stope se kreću u suprotnom smeru. Nasuprot tome, postoje neki monetaristički modeli koji pokazuju da se stopa Trezorskih zapisa brzo vraća na svoj prvobitni nivo i ide iznad toga u roku od tri meseca posle ekspanzione monetarne politike.



SLIKA 28.2 Kamatne stope se kreću sa stopom inflacije

Treba naglasiti da reakcija inflacionih očekivanja zavisi suštinski od početnog stanja ekonomije. Na nivoima ekonomskih aktivnosti koje su vrlo blizu pune zaposlenosti, ili kada je zabrinutost štediša i investitora zbog inflacije vrlo jaka, skok nagore inflacionih očekivanja zbog ekspanzione monetarne politike može biti čak i brži nego što smo upravo naveli. Tako, iako formalni modeli pokazuju relativno sporo prilagođavanje, njihova predviđanja se zasnivaju na prosečnom istorijskom iskustvu. Svaki pojedinačan istorijski događaj može da pokaže veću osetljivost nego prosek, ukoliko su određeni uslovi sazreli.

Kod ove tačke izgleda korisno otići jedan korak dalje u ispitivanju ponašanja kamatnih stopa. Stope koje rastu treba da preseku određenu potrošnju, a stope koje padaju treba da budu stimulatивne. Pogledajmo koje su kategorije potrošnje najosetljivije na kretanja kamatnih stopa. Na taj način možemo da izolujemo kanale preko kojih se monetarna politika sprovodi, kao i da identifikujemo kategorije privatne potrošnje koje će najverovatnije biti istisnute fiskalnim merama.

Poslovne investicije

Očekivalo bi se da se kamatne stope i sve vrste investicione potrošnje kreću u suprotnom smeru: povećanje kamatnih stopa, na primer, treba da snizi poslovnu potrošnju na zgrade i opremu. Ako se troškovi kredita povećaju, tako kaže naša teorija, poslovne firme će po svoj prilici biti manje spremne da uzmu novi dug da bi sagradile nove fabrike ili kupile nove mašine. Međutim, prosta istorijska evidencija pokazuje da se kamatne stope i poslovne investicije skoro uvek kreću u istom smeru. Kao i u većini slučajeva kada su činjenice u suprotnosti sa ekonomskom teorijom, jedno od to dvoje mora da se skloni - a to su obično činjenice.

U istorijskoj evidenciji, mnoge stvari se događaju istovremeno, tako da posebni tokovi uzroka i posledice nisu razdvojeni. Investiciona potrošnja na postrojenje ili opremu podleže uticaju jednog broja faktora pored kamatnih stopa - očekivane prodaje, promena u anticipiranoj profitabilnosti, pritisaka konkurenata, stepena korišćenja kapaciteta u tom trenutku i očekivanja u vezi sa inflacijom, da navedemo samo neke. Rast kamatnih stopa može da spreči investiciju, a ipak investicije mogu da porastu ako se broj ovih ostalih elemenata dovoljno pomeri da neutrališe njen efekat.

Ekonometrijski metodi, kao na primer oni koji su korišćeni u konstruisanju modela Federalnih rezervi, dozvoljavaju nam da izdvojimo efekte pojedinih promenljivih. Za naš određeni problem, možemo da ispitamo uticaj kamatnih stopa na investiciju, uz održavanje svih drugih uticaja konstantnim. Fedov model pokazuje, na primer, da povećanje od 1 procentnog poena (recimo sa 8 na 9 procenata) stope obveznica kompanije smanjuje poslovnu potrošnju za novu

zgradu i opremu za skoro 5 procenata posle tri godine, ali skoro svi ti efekti se javljaju u zadnjoj godini.

U tom slučaju, očigledno je da kasne efekti kamatne stope. Većina investicionih odluka se ne donosi danas i izvršava sutra. Odluke u pogledu uvođenja novih mašina i izgradnje novih fabrika obično se donose mnogo unapred. Tako povećanje kamatnih stopa ne pogađa odmah investiciju u fabriku i opremu. Ono na šta utiče jesu tekuće odluke koje će se sprovesti kroz nekoliko meseci ili godina u budućnosti.

Stambena izgradnja

Uticaj monetarne politike se brže i jače oseća kod troškova za stambenu izgradnju. Konkretno, povećanje od 1 procentnog poena kamatne stope, obara potrošnju za izgradnju kuća za oko 9 procenata za godinu dana. Deo ovog efekta na stambenu izgradnju nastaje kroz aktivnosti **racionisanja kredita** finansijskih institucija koje se bave hipotekarnim kreditiranjem. U stvari, moderni kejnzijanci često naglašavaju raspoloživost kredita kao značajan kanal kroz koji monetarna politika utiče na potrošnju. Ali ovaj poseban slučaj racionisanja hipotekarnih kredita manje je važan sada kada su finansijske institucije manje specijalizovane.

Troškovi države i lokalnih vlasti za izgradnju izgledaju osetljivi na mere monetarnih vlasti. Plasman municipalnih obveznica često se smanjuje, odlaže ili poništava tokom perioda visokih i rastućih kamatnih stopa. Mnoge opštinske vlade imaju samonametnute plafone za kamatne stope koji ih eliminišu sa tržišta kada stope porastu. U drugim slučajevima, kada troškovi kamate postanu preveliki, lokalni glasači nisu spremni da odobre emisije obveznica za izgradnju škole i druge projekte, pošto veći teret kamata podrazumeva direktno ili moguće nametanje viših poreza na imovinu ili prodaju.

Potrošnja građana

Poslednja važna tačka na hit listi monetarne politike je potrošnja građana. U tom slučaju model Federalnih rezervi obuhvata efekat bogatstva modernih kejnzijanaca da kanališe uticaj kamatnih stopa na potrošnju. Posebno, niža kamatna stopa podiže vrednost akcija i obveznica, u skladu sa modelom, a to povećava nivo potrošnje građana.

Važnost efekta bogatstva u ukupnom uticaju monetarne politike je prilično značajan, prema formulaciji Federalnih rezervi. Oko jedne četvrtine uticaja monetarne politike na BDP posle jedne godine nastaje iz efekata koje promena bogatstva ima na potrošnju građana. Ovo je više nego četvostruko u porede-

nju sa reakcijom potrošnje na zgrade i opremu i približno jednako snažnom efektu monetarne politike na stambenu izgradnju.

Možda je najvažnija poruka celokupnog seta empirijskih rezultata ta da postoje znatni uticaji monetarne politike na potrošnju. Iako na prvi pogled izgleda da se time podržava uloga Federalnih Rezervi u kontradiktornim naporima vlade, potencijalno destabilizujući uticaj, pomenut u Poglavlju 26, postaje još veća pretnja. Model Federalnih rezervi sugeriše da je monetarna politika sila na koju se mora računati, ali koja može postati previše jaka da bi mogla da se upregne u delikatno fino podešavanje ekonomske aktivnosti.

REZIME

1. Istorijско ponašanje BDP u vezi sa M1 isključuje jednostavan koncept da je brzina novca fiksna i nepromenljiva. Iako je veličnost M2 donekle pokazao do sada kao stabilniji, važnije je koncentrisati se na predvidljivost veličnosti a ne na njegovu stabilnost.
2. Statistička istraživanja tražnje za novcem sugerišu da je ona manje stabilna nego što se nekad smatralo, iako M2 ima manje problema od M1.
3. Uticaj monetarne politike na ekonomsku aktivnost, kao i prateća vremenska kašnjenja, su najbolje ilustrovani rezultatima ekonometrijskih modela. Osnovna implikacija modela Federalnih rezervi je prilično snažan uticaj novca na BDP.
4. Fiskalna politika ima uticaj na BDP, u skladu sa modelima, ali postoji dokaz i znatnog istiskivanja. Konkretno, ukoliko se poveća potrošnja države kada se novčana masa održava konstantnom, rastuće kamatne stope će saseći značajne iznose privatne potrošnje.
5. Kamatne stope se povećavaju i smanjuju sa stopom inflacije. Odnos nije, međutim, previše blizak da bi se odbacila činjenica da povećani rast novčane mase umanjuje kratkoročne kamatne stope na neko vreme (možda na šest meseci) pre nego što se obistine inflaciona očekivanja.
6. Čvrsta monetarna politika i rastuće kamatne stope imaju značajan efekat smanjenja stambene izgradnje. Potrošnja građana se isto tako obeshrabruje kroz efekat bogatstva viših kamatnih stopa na vrednost akcija i obveznica. Poslovna potrošnja na zgrade i opremu reaguje na više kamatne stope sa znatnim kašnjenjem.

KLJUČNI TERMINI

Kašnjenje prepoznavanja,
str. 598

Kašnjenje uticaja, str. 599

Racionisanje kredita,
str. 604

PITANJA

- 28.1 Zašto se brzina povezana sa M1 povećala sa oko 2, odmah posle II svetskog rata, na oko 6 tokom 1980-tih godina?
- 28.2 Šta je dokaz iz kompjuterskih simulacija ekonometrijskih modela za kašnjenje reakcije BDP na promene novčane mase?
- 28.3 Da li istorijska kretanja stope Trezorskih zapisa odražavaju promene stope inflacije?
- 28.4 Šta pre reaguje na nedostatak novca, stambena izgradnja ili poslovne investicije? Šta mislite zašto je to tako?
- 28.5 Da li je tražnja za novcem stalna i predvidljiva?
- 28.6 *Pitanje za diskusiju:* Sada kada ste videli brojeve iz formalnih ekonometrijskih modela, da li stvarno verujete da oni kazuju istinu?

MEDIA
RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myclab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

DEO VII

Veliko finale

Poglavlje 29 | Povezati sve u celinu

609

Povezati sve u celinu



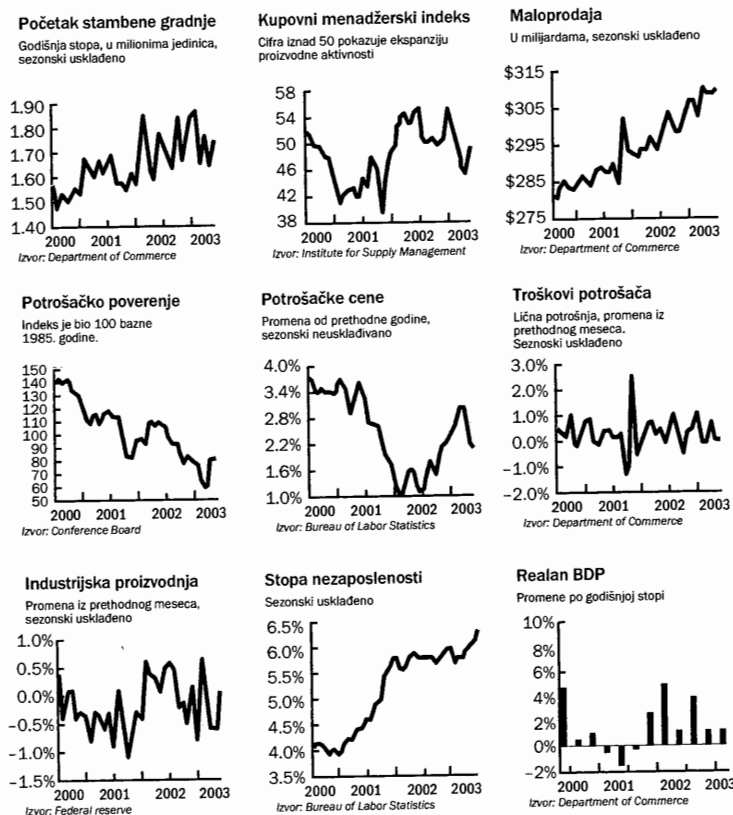
Budilnik zvoni i vi polako otvarate oči. Jedva se sećate prethodne noći. Teturate se do kuhinje da biste popili neophodnu jutarnju kafu. Nekoliko mirnih trenutaka sami uz jutarnje novine - to je sve što želite. Ali tu je - prva stranica - zuri pravo u vas. Još jedan **ekonomski indikator!** Ovog puta to je „**kupovni menadžerski indeks**“. Loša vest. Indeks je pao sa 46,8 procenata na 44,2 procenata. Kako je reagovalo tržište? Obveznice skaču! To ne deluje logično. Čitate dalje i vidite da menadžeri novca smatraju da ako broj zaposlenih koji će biti objavljen u petak bude lošiji od očekivanog, tržište obveznica će još više ići na gore. Da li se svet postavio naglavačke? Loša vest je dobra vest? Suviše je rano za to!

Rano ili ne, to je tema jutarnjih poslovnih vesti. Skoro svakog dana *Wall Street Journal* objavljuje ekonomski indikator, možda jedan od navedenih na slici 29.1 koji je bio objavljen prethodnog radnog dana. Često naslovi povezuju taj indikator sa kretanjima na tržištima akcija i obveznica. Ali kakve su tu veze?

Čekali smo do sada da otvorimo to pitanje jer sve baze treba da su pokrivene: tržišta i instrumenti, banke, centralna banka i naravno monetarna teorija. Sada možemo sve da povežemo u jednu celinu. Počinjemo sa diskusijom o nekim ključnim ekonomskim indikatorima a zatim ćemo izložiti kako ovi indikatori utiču na cene hartija od vrednosti.

Ekonomski indikatori

Ekonomski indikator meri ekonomsku performansu. Neki indikatori su očigledno važni, kao što je rast BND, nezaposlenost i inflacija. U stvari, kao što se verovatno sećate iz poglavlja 21, ovi ekonomski agregati obuhvataju krajnju svrhu ili ciljeve koje postavljaju Federalne rezerve kada formiraju plan o monetarnoj politici. Drugi ekonomski indikatori iako nisu sveobuhvatni ipak mere dobro ili loše funkcionisanje ekonomije i njenih komponenti. Za neke indikatore ste verovatno čuli, kao što su *prodaja novih automobila* i *prodaja novih kuća*. Za druge možda ranije niste čuli, kao što su, na primer, *kupovni menadžerski indeks*, *dozvole za početak stambene izgradnje* i *indeks vodećih ekonomskih indikatora*.



SLIKA 29.1 Odabrani ekonomski indikatori.

Izvor: online.wsj.com/documents/econcharts.htm. WALL STREET JOURNAL ONLINE.

Copyright 2003 - Dow Jones & Co. Reproduced with permission of Dow Jones & Co. Inc. via Copyright Clearance Center

Tabela 29.1 sadrži najvažnije ekonomske indikatore, sa izvorom podataka datim u koloni 2 i frekvencijom datuma objavljivanja u koloni 3. U koloni 4 je naveden naš „očekivani“ odgovor na tržišta akcija i obveznica, na šta ćemo se uskoro vratiti.

TABELA 29.1 Ključni ekonomski indikatori

Naziv	Izvor	Raspoloživost / datum objavljivanja	Predviđen odgovor tržišta na „dobre“ vesti*
BDP/BNP	Dept. of Commerce - BEA**	Mesečno 21 - 30	Obveznice - na dole Akcije - na gore
Zaposlenost	Dep. of Labor - BLS	Mesečno 1 - 7	Obveznice - na dole Akcije - na gore
Lični prihod & potrošnja	Dept. of Commerce - BEA	Mesečno 22 - 31	Obveznice - na dole Akcije - na gore
Prodaja automobila	Auto proizvođači	Svakih 10 dana	Obveznice - na dole Akcije - na gore
Kupovni indeks menadžera	ISM	Mesečno	Obveznice - na dole
		Prvi radni dan	Akcije - na gore
Prodaja na malo	Dept of Commerce - BOC	Mesečno 11 - 14	Obveznice - na dole Akcije - na gore
Industrijska proizvodnja	Federal Reserve	Mesečno 14 - 17	Obveznice - na dole Akcije - na gore
Korišćenje kapaciteta	Federal Reserve	Mesečno 14 - 17	Obveznice - na dole Akcije - na gore
Porudžbine za trajna dobra	Dept. of Commerce - BOC	Mesečno 22 - 28	Obveznice - na dole Akcije - na gore
Prodaja novih kuća	Dept. of Commerce - BOC	Mesečno 28 - 4	Obveznice - na dole Akcije - na gore
Dozvole za početak stambene izgradnje	Dept. of Commerce - BOC	Mesečno 16 - 20	Obveznice - na dole Akcije - na gore
Troškovi gradnje	Dept. of Commerce - BOC	Mesečno Prvi radni dan	Obveznice - nema Akcije - nema
		(posle 2 meseca)	

Zalihe firme & prodaja	Dept. of Commerce	Mesečno	Obveznice - neizvesno
	-BOC	13 - 17 (posle 2 meseca)	Akcije - nema
Fabričke porudžbine & zalihe	Dept. of Commerce	Mesečno	Obveznice - na dole
	-BOC	30 - 6 (posle 2 meseca)	Akcije - na dole
Indeks vodećih ekonomskih indikatora	Conference Board	Mesečno	Obveznice - na dole
		18 - 21	Akcije - na gore
Indeks potrošačke cene	Dept. of Labor	Mesečno	Obveznice - na gore
	-BKS	15 - 21	Akcije - na gore
Indeks cena proizvođača	Dept. of Labor	Mesečno	Obveznice - na gore
	-BLS	9 - 16	Akcije - na gore

* Reakcija tržišta je u okviru moguće reakcije cena hartija od vrednosti prema dobrim vestima u indikatoru. Dobre vesti su one koje su bolje od očekivanih. Reakcija prinosa na obveznice je suprotna reakciji cena obveznica. Reakcija cena obveznica ovde je naznačena „na dole“.

** BEA Bureau of Economic Analysis - US Department of Commerce. BLS Bureau of Labor Statistics - US Department of Labor. ISM Institute for Supply Management. BOC Bureau of the Census - US Department of Commerce.

Svaki trgovac akcija i obveznica tačno zna (u većini slučajeva u minut) kada će ovi indikatori biti objavljeni. Oni sede za svojim kompjuterima zadržavajući dah i odmah kada se pojave podaci na ekranu kupuju ili prodaju, zavisno od vesti koje su objavljene. Zato nije iznenađujuće što se vesti, skoro trenutno, nađu u cenama akcija i obveznica.

Da bi se razumelo kako tržišta reaguju na pojedinačne indikatore potrebno je uraditi dva koraka. Najpre moramo shvatiti koji indikator je u pitanju a zatim utvrditi njegovu vezu sa cenama hartija od vrednosti. Počinjemo sa podacima o određenom indikatoru - preciznije, ko ga daje, koliko je precizan i koliko često se revidira. A zatim, svakako, utvrđujemo kako se indikator ponaša u odnosu na promene u ekonomiji. Detaljan opis svakog indikatora naveden u tabeli 29.1 nalazi se izvan delokruga izlaganja, tako da ćemo se usmeriti samo na neke od njih koji su najvažniji.¹

¹ Za dalje podatke vidite, R. Mark Rogers, *Handbook of Key Economic Indicators* (New York: McGraw-Hill, 1998).

Izveštaj o zaposlenosti

Mesečni izveštaj o zaposlenosti daje Bureau of Labor Statistics - BLS (biro za statistiku rada) pri Američkom ministarstvu rada. Ovaj izveštaj se obično objavljuje petkom, prve radne nedelje u mesecu (sadrži podatke za prethodni mesec). Izveštaj sadrži informacije o zaposlenosti i prosečne zarade po časovima i radnim nedeljama, kao i **stopu nezaposlenosti** i nivo **platnog spiska zaposlenih**. Izveštaj o zaposlenosti se može posmatrati na više načina kao i većina ekonomskih indikatora.

Za razliku od izveštaja o BDP koji se daju kvartalno, statistički podaci o zaposlenosti se objavljuju svakog meseca, tako da ovi podaci pružaju često ažuriranje pulsa ekonomskih aktivnosti. Pošto izveštaji o zaposlenosti pokazuju koliko ljudi traži posao, oni predstavljaju politički najosetljivije indikatore. Washington obraća pažnju na objavljene podatke o zaposlenosti zato što cela nacija na to obraća pažnju!

Brojke o zaposlenosti pokazuju zašto je važno znati detalje koji stoje iza svakog ekonomskog indikatora pre nego što plasirate svoja sredstva na tržište. Dve ključne informacije, stopa nezaposlenosti i nivo platnog spiska zaposlenih, baziraju se na dva izveštaja: izveštaj o domaćinstvima i izveštaj o firmama (oba izveštaja daje Bureau of Labor Statistics - BLS).

Izveštaj o domaćinstvima se bazira na mesečnom uzorku od oko 60.000 domaćinstava. BLS koristi ovaj izveštaj da bi procenio stopu nezaposlenosti na osnovu odgovora na dva pitanja: Da li ste zaposleni? I, ako niste, da li tražite posao? Stopa nezaposlenosti se zatim izračunava kao koeficijent broja nezaposlenih prema broju zaposlenih. Da biste bili uračunati u radnu snagu morate ili da imate posao ili da ga tražite.

NOVOSTI

Čitanje indikatora: Da li zaposlenost raste ili pada?

U izdanju Barrona od 2. juna 2003. kolumnista Gene Epstein se nije složio sa pesimističkom procenom tržišta rada koja je objavljena u *Wall Street Journalu* 29. maja. Jon Hilsenrath u svom članku primetio je da „Sjedinjene Države doživljavaju najduži pad na tržištu rada posle Velike depresije“. Epstein, s druge strane, nazvao je članak iz *Journala* „fantazijom na prvoj strani“ i tvrdio da se zaposlenost u stvari povećava.

Šta je izvor ove razlike u mišljenju? Ko je bio u pravu? Šta je ovo značilo za tržište? Pokazalo se da su oba autora bila u pravu. Kao što je Epstein istakao, članak u *Journalu* imao je u vidu eko-

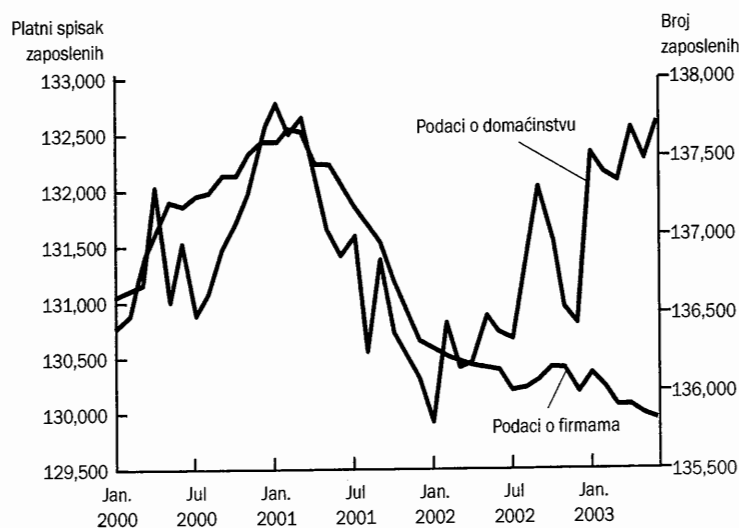
nomske indikatore iz dela izveštaja o zaposlenosti o firmama a ne izveštaj o domaćinstvima. Epstein je naveo da su indikatori firmi i domaćinstava upućivali u suprotne pravce još od početka 2002. godine, kako je to i prikazano dole na grafikonu.

Prema onom o čemu smo diskutovali u ovom poglavlju (kao što je samozapošljavanje radnika), izveštaji o domaćinstvu i izveštaji o firmama mogu da daju različite informacije i pod različitim okolnostima svaki od njih može da bude pouzdaniji od drugog. Na bazi ranijih trendova Epstein tvrdi da će se podaci o firmama prome-

niti i da će se uskladiti sa podacima o domaćinstvu. Samo će vreme moći da pokaže da li je

Epstein u pravu, ali je sasvim jasno da je korišćenje i tumačenje indikatora dosta komplikovano.

Izvor: Bureau of Labor Statistics.



Objavljen broj zaposlenih na platnom spisku, međutim, nije se izračunavao iz izveštaja o domaćinstvima već iz izveštaja o firmama, što znači da se više istražuju firme nego domaćinstva. Moglo bi se očekivati da će oba izveštaja dati iste rezultate a to je često tako; ali isto tako često nije tako. Neke razlike nastaju zbog statističke „buke“. Ali postoje i drugi razlozi. Samozaposleni i domaći radnici su uključeni u izveštaj o domaćinstvima ali ne i u izveštaj platnog spiska. Ako neko ima više od jednog radnog mesta, evidentiraće se samo jedno u izveštaju o domaćinstvima ali se može evidentirati nekoliko puta u izveštaju o firmama. Može takođe da dođe i do neobjektivnosti u izveštaju o domaćinstvima ali ta neobjektivnost se ne javlja u izveštaju o firmama. Na primer, pojedinci koji daju odgovore za izveštaj o domaćinstvima mogu da odbiju da priznaju da više ne traže posao - verovatno iz straha da ne izgube svoje nadoknade za nezaposlene ili da ne dovedu u pitanje svoj imigracioni status. Postupajući suprotno, neki od anketiranih za izveštaj o domaćinstvima su prestali da traže posao jer uviđaju da je trud bio uzaludan.

Rezultat ove relativne snage i slabosti je u tome da, mada se oba izveštaja smatraju važnim, učesnici na tržištu daju malo više značaja brojevima iz platnih spiskova u poređenju sa stopom nezaposlenosti zato što su problemi merenja verovatno manje strogi. Naglašavamo da zbog činjenice da se ovi podaci objavlj-

juju pre mnogih drugih ključnih indikatora, postoji tendencija da oni pripremaju teren za preostali deo meseca. Naravno, kada se interpretira ekonomski razvoj, vrlo je važno istaći da broj zaposlenih spada u **kasne indikatore**. To znači da oni zaostaju iza promena u svim ekonomskim aktivnostima. Zaposlenost se povećava *posle* rasta u ekonomiji i smanjuje se *posle* prelaska vrha ekonomskog rasta.

Nova stambena gradnja i građevinske dozvole

Izveštaj o novoj stambenoj gradnji i građevinskim dozvolama je vrlo značajan velikim delom zato što odražava aktivnost u vrlo važnom sektoru ekonomije. Stambena gradnja obuhvata više od 25 procenata investicione komponente BDP i više od 40 procenata troškova domaćinstava. Stambena gradnja je važna zato što ekspanzija stambene gradnje doprinosi razvoju ekonomije, tako da nova gradnja i dozvole za gradnju predstavljaju **vodeći indikator**. Kada se povećavaju investicije u gradnju, to ima efekat talasa na celokupnu ekonomiju preko multiplikatora, kako je o tome već diskutovano u poglavlju 23. Kada analitičari vide rast stambene gradnje - čemu su doprinele niske kamatne stope i izlazak iz recesije - verovatno će da predvide dolazak boljih vremena.

Kao što ste mogli da pretpostavite, izveštaj o stambenoj gradnji sadrži dve komponente, *novu gradnju i građevinske dozvole*. Podatke o novoj gradnji prikuplja Bureau of Census Ministarstva trgovine i objavljuju se sredinom meseca. Nova stambena gradnja se deli u dve kategorije; za jednu porodicu i za više porodica. Izgradnja 200 stanova, na primer, kategoriše se kao 200 novih „početaka“ za više porodica. Početak stambene gradnje se beleži kada počne iskopavanje zemljišta za gradnju nove kuće ili stana. Za mnoge lokacije je potrebna građevinska dozvola tako da građevinske dozvole prethode početku gradnje (obično oko mesec dana ranije). Nova stambena gradnja je za oko 10 procenata veća od dobijenih građevinskih dozvola zato što se za neke lokacije ne zahtevaju dozvole.

Kupovni indeks menadžera

Kupovni indeks menadžera se zasniva na pregledu koji sprovodi Institut za menadžment nabavki (Institute for Supply Management - ISM). Rukovodioci zaduženi za kupovinu iz preko 400 industrijskih kompanija koje pokrivaju 20 različitih industrija, anketiraju se jednom mesečno. Pregled čine pitanja o proizvodnji, porudžbinama, cenama, zalihama, učinku prodavaca i zaposlenosti. Odgovori treba da sadrže karakteristike svake aktivnosti, tj. da li *raste, opada ili nema promena*. Složeni indeks se formira na osnovu odgovora na svako pitanje tako da indeks preko 50 predstavlja sektor koji beleži ekspanziju proizvodnje a ispod 50 implicira pad. Indeks ISM analitičari i investitori smatraju korisnim za praćenje celokupne ekonomije, mada se indeks odnosi samo na proizvodnju. To je **koincidentni indikator**, što znači da se njegova kretanja dešavaju istovremeno sa ekonomskom aktivnošću.

Indeks vodećih ekonomskih indikatora

Kao što smo gore naveli, neki indikatori se nazivaju vodeći indikatori zato što prethode promenama u ekonomskim aktivnostima. Zar onda ne bi bilo lepo kad bi neko kompilirao indeks najboljih vodećih indikatora da bi se predvidele recesije i ekonomski razvoj? Neko je to i uradio, i to se, bez iznenađenja, naziva *indeks vodećih ekonomskih indikatora* (LEI - *leading economic indicators*), koji svakog meseca objavljuje Conference Board.

Evo nekih podataka. LEI ima 10 komponenti i to su:

1. Prosečna radna nedelja - proizvodnja
2. Inicijalni zahtevi nezaposlenih
3. Nove porudžbine potrošačke robe
4. Učinak prodavaca
5. Naručeni pogoni i oprema
6. Građevinske dozvole
7. Nagib ročne strukture kamatnih stopa
8. Cene akcija - 500 običnih akcija
9. M2
10. Indeks potrošačkih očekivanja

Kao opšta orijentacija, LEI ide na dole pre pada BNP i ide na gore pre nego što BNP ponovo preuzme tendenciju rasta. Učesnici tržišta smatraju da tri uzastopne mesečne promene u jednom smeru (na primer, -0,4 procenata -1,0 procenata i -0,9 procenata) anticipiraju promenu ekonomske aktivnosti, u ovom slučaju predviđaju pad ekonomske aktivnosti.

Valorizovanje, FED i reakcija tržišta

Kako reaguje tržište akcija i obveznica na rast svakog ekonomskog indikatora? Krajnja kolona u tabeli 29.1 pokazuje „konvencionalnu mudrost“ o reagovanju cena na dobre vesti o indikatoru. Na primer, viši kupovni indeks menadžera verovatno povlači pad cena obveznica² i rast tržišta akcija. Slično, dobre vesti o rastu BNP-a, zaposlenosti, novoj stambenoj gradnji, građevinskim dozvolama i indeksu vodećih indikatora, učiniće da tržište obveznica *pada* a tržište akcija *raste*. Generalno, kao što ćemo uskoro videti, dobre vesti o indikatorima u vezi sa troškovima guraju na gore cene akcija i na dole cene obveznica. Ali nužno ne

2 Trgovci obveznicama razmišljaju o cenama umesto da razmišljaju o kamatnim stopama, mada znamo iz poglavlja 4 da su cene upravo ogledalo kamatnih stopa. Kada pročitamo u poslovnom odeljku naših omiljenih dnevnih novina da je tržište obveznica „palo“, to verovatno znači da su

znači da će saopštenje o tome da je BNP povećan za 2 procenata ili da je zaposlenost porasla za 50.000 radnika, obavezno da prati skok tržišta akcija i pad cena obveznica. Da bismo sagledali zašto se ovo dešava, potrebno je da malo dublje uđemo u psihologiju tržišta.

Dobre vesti u odnosu na loše vesti: uloga očekivanja

Ako dobra vest o rastu BNP predstavlja dobru vest za tržište akcija, onda prvo što možemo očekivati jeste da će tržište akcija ići na gore ukoliko raste BNP. Ali, kao što smo naglasili u ranijim diskusijama, očekivanja investitora vode donošenju odluka tako da je stvarno važno sagledati kako se ono što je objavljeno upoređuje sa onim što se očekivalo. Na primer, kompanija koja objavi povećanje prinosa po akciji sa \$5,00 na \$8,00 može lako da pretrpi pad cena svojih akcija ako su svi očekivali povećanje prihoda na \$12,00 po akciji. Slično, rast BNP-a od 2 procenta mogao bi da bude *loša* vest ako su investitori očekivali rast od 2½ procenta. Ako su očekivali rast od 2 procenta, pojaviće se mala reakcija zato što je rast od 2 procenta bio predviđen - a po žargonu Wall Streeta, to bi se na tržištu već bilo *potpuno eskontovalo*. Potpuno eskontovano jednostavno znači anticipirano u potpunosti i otuda ugrađeno u cene jer su investitori već kupovali ili prodavali na osnovu svojih očekivanja.

Prema tome, tržišta reaguju samo na nepredviđene vesti, ili pojednostavljeno, samo na *nove* vesti. LEI su, na primer, uglavnom *stara* vest zato što se većina komponentnih indikatora koji čine LEI objavljuje ranije. Tako su analitičari i investitori razumno dobro procenili šta će LEI pokazati unapred i zbog toga je manja reakcija na dan kada se objavi ovaj indikator nego što bi to bilo logično za vodeći indikator. Po istoj logici, nova stambena gradnja na tržište utiče manje od građevinskih dozvola zato što nova gradnja može delimično da se predvidi na osnovu građevinskih dozvola iz poslednjeg meseca.

Na kraju, jedni indikatori su manje pouzdani od drugih, zato što su u velikoj meri podložni suštinskoj budućoj reviziji. „Pri svemu ostalom nepromenjenom“ (frazu koju koriste ekonomisti koji ne žele da se klade na svoje procene), indikator koji je manje ranjiv na reviziju imaće veću moć da pokrene tržište. Međutim, u mnogim slučajevima ostali faktori nisu isti. Na primer, BNP i platni spiskovi zaposlenih su moćni *uprkos* njihovoj ranjivosti na velike revizije

Valorizovanje akcija i obveznica - osvežavanje

Vratimo se sada na suštinu ove teme - na kolonu 4 tabele 29.1, Predviđena reakcija tržišta na „dobru“ vest. Već smo objasnili da „dobra“ vest znači *nepredviđena* povećanja u indikatoru ekonomskih aktivnosti. Naglasili smo da „dobra“ vest utiče na rast cena akcija i na pad cena obveznica. Da bismo sagledali kako se to dešava, potrebno je da se podsetimo naših ranijih diskusija o formiranju cena obveznica (poglavlje 4) i o valorizovanju akcija (poglavlje 8).



Novosti

Akcije drže vrednost postignutu u velikom rastu - Obveznice Trezora se ponovo povlače

Jedan dan posle rasta za više od 200 poena, najjači napredak za više od dva meseca, Dow Jones Industrial Average, uspeo je da zadrži svoj rast - iznenadivši mnoge trgovce svojom otpornošću.

Rast Dow Industrials i mnogih drugih glavnih indeksa je bio mali, u najboljem slučaju, a na Njujorškoj berzi akcija mnoge akcije su pale umesto da rastu. Ali onog dana kada su mnogi analitičari očekivali pad, poboljšanje je shvaćeno kao signal da menadžeri novca još uvek traže priliku da kupe akcije. Cene obveznica Trezora su ponovo pale jer je još jedna runda blago ohrabrujućih ekonomskih vesti učinila da neki investitori povuku novac iz obveznica i prebace ga u akcije.

Vest da je nova stambena gradnja prošlog meseca zabeležila skok za daljih 6,1 procenata, pomogla je da se stimuliše dobit na tržištu akcija, dok su industrijska proizvodnja i potrošačke cene neznatno porasle. Ovi izveštaji nisu bili preovla-

đujući, ali su pomogli da se umiri zabrinutost zbog deflacije.

Neki analitičari sada predviđaju da bi Federalne rezerve mogle da smanje svoju ciljnu kratkoročnu kamatnu stopu za samo jednu četvrtinu procentnog poena na svojoj predstojećoj sednici sledeće nedelje umesto za jednu polovinu kako su neki investitori očekivali. Ova promena u očekivanjima, zajedno sa spekulacijom da bi Fed mogao da izbegne dalja smanjenja kamatne stope ako ekonomija pokaže ozbiljne signale oporavka, bila je razlog da se izade iz obveznica Trezora.

„Dobija se utisak da je (Alan, predsednik Feda) Greenspan iza zavesе i da vuče konce nagneći ljude na tržište akcija jer su kamatne stope tako niske.“, izjavio je David Briggs, šef trgovine akcijama grupe Udruženih investitora uzajamnog fonda u Pittsburgu.

Izvor: E. S. Browning, *Wall Street Journal*, New York, N. Y. June 18, 2003.

Ceo postupak se može ilustrovati sa nekoliko jednostavnih primera. Da bi smo prezentirali obveznice uzimamo jednu državnu obveznicu sa zero kuponom na deset godina, a da bismo prezentirali akcije pretpostavljamo da kompanija isplaćuje svu svoju dobit u dividendama i da će ove novčane raspodele zauvek ostati iste. U poglavlju 4 se vidi da se cena obveznice sa zero kuponom na deset godina dobija putem sledeće formule, gde je F nominalna vrednost plaćena o dospeću a r desetogodišnja kamatna stopa:

$$\text{Cena obveznice} = F / (1 + r)^{10}$$

U Poglavlju 8 se vidi da se cena akcije dobija na osnovu neznatno drugačije formule, gde D predstavlja budući tok plaćanja dividendi (uvek su iste) a k je eskontni faktor koji se sastoji od nerizične stope (kao što je stopa na obveznice Trezora) plus usklađivanje zbog rizičnosti akcija:

$$\text{Cena akcije} = D / k$$

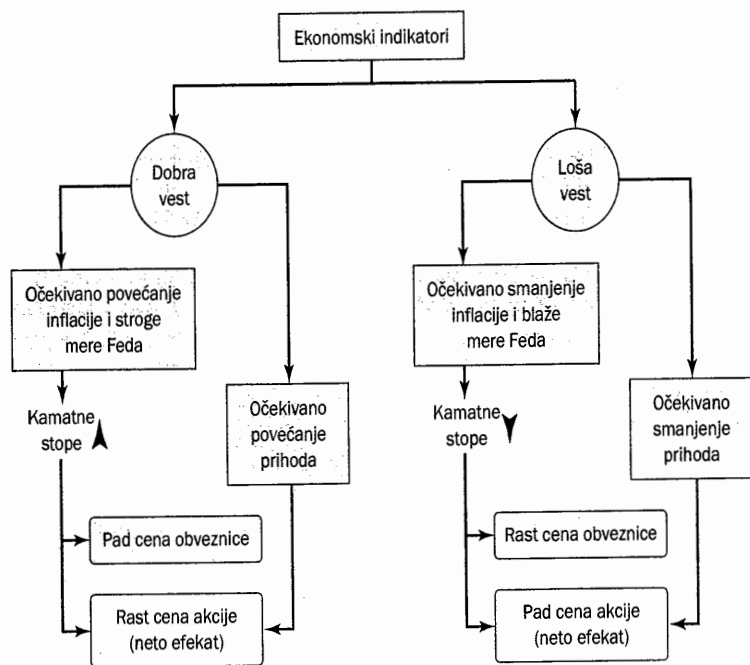
Naravno da postoje i mnogo komplikovaniji primeri za svaku vrstu hartija od vrednosti ali nijedna od njih neće izmeniti naše opšte zaključke.

Prvo ćemo uzeti obveznice. Brojitelj formule, nominalna vrednost obveznice predstavlja fiksnu obavezu. Bilo da se ekonomija razvija ili pada, Američki Trezor uvek mora na kraju da plati isti iznos. Cene obveznica će se menjati samo ako imenitelj, desetogodišnja kamatna stopa bude pogođena neočekivanim podacima u ekonomskom indikatoru. Šta pogađa ovu stopu? Velikim delom, setićete se poglavlja 4, radi se o očekivanjima u vezi sa budućom stopom inflacije. Prema tome, dobra vest o ekonomiji povlači naniže cene obveznica prvenstveno zato što, kada se ekonomija zagreva, očekuje se veća buduća inflacija (da biste osvežili vaše sećanje, pogledajte poglavlje 26). Dobra vest o ekonomiji navodi Odbor otvorenog tržišta Federalnih rezervi (FOMC) da zaoštri monetarnu politiku da bi se zaustavio inflatorni pritisak, kao što smo to već videli u poglavlju 21. To znači da Fed može da povećava stopu federalnih sredstava koja, preko ročne strukture kamatnih stopa o kojima je bilo reči u poglavlju 5, gura na gore desetogodišnju kamatnu stopu. Tako će strahovanja od pojave inflatornog pritiska, kao i zabrinutost da će Fed reagovati povećanjem stope federalnih sredstava, smanjiti vrednost naše desetogodišnje obveznice sa zero kuponom zato što će fiksni budući novčani tok (F) biti eskontovan po višoj stopi.

Šta reći o akcijama? Akcije su komplikovanije zato što dobra vest može lako da utiče i na brojitelj i na imenitelj naše formule. Dobra vest o ekonomiji znači da će kompanije prihodovati više, uključujući i to da će ubuduće plaćati više dividende. Ovo će povećati vrednost akcije jer su dividende brojitelji formule za valorizovanje naše akcije. Međutim, kamatna stopa je takođe u formuli za valorizovanje akcija. Ustvari, ona je u imenitelju kao deo eskontnog faktora koji se primenjuje na buduće očekivane dividende. Imenitelj formule akcije ponaša se upravo isto kao u formuli za obveznice; tj. neočekivana dobra vest povećava eskontni faktor zbog očekivanja inflacije i očekivanih strožijih mera Federalnih rezervi.

Tako u formuli za valorizovanje akcija ima dva efekta koja dejstvuju u suprotnom pravcu. Nepredviđena dobra vest povećava brojitelj (kroz dividende) a dobra vest povećava imenitelj (kroz kamatne stope). Koji uticaj dominira? Teoretski, može i jedan i drugi, zavisno od okolnosti. U praksi, konvencionalna mudrost Wall Streeta je da je uticaj na brojitelj uobičajeno jači od imenitelja denominatora, tako da cene akcija rastu kada je dobra vest.

Uticaj dobre vesti na akcije i obveznice, kao i spona o kojoj smo upravo diskutovali su sažeto prikazani na slici 29.2. Jedno uočljivo odstupanje od šeme da se cene akcija i obveznica kreću u suprotnim pravcima, kada se objavi nepredviđena vest, jeste reakcija na inflaciju. Nepredviđena dobra vest o inflaciji (tj. vest da je inflacija niža) ima pozitivan uticaj i na tržište akcija i na tržište obveznica. Razlog je to što povoljna vest o inflaciji snižava nivo kamatnih stopa a, kao što smo već videli, kamatna stopa je u imenitelju formula i za akcije i za obveznice. Prema tome, niža inflacija gura na gore cene akcija i cene obveznica.



SLIKA 29.2 Ekonomski indikatori i ponašanje tržišta.

Povezati sve

Ekonomski indikatori su u centru mehanizma povratnih informacija koji dejstvuje kroz ekonomske aktivnosti, ekonomsku politiku i ponašanje investitora. Indikatori mere kako sada funkcioniše ekonomija i sugerišu kako će funkcionisati ubuduće. Investitori, prognozeri i analitičari prate ove indikatore i daju procene o budućnosti - preciznije o dividendama i kamatnim stopama. Pošto Federalne rezerve prate ekonomiju kroz ove ekonomske indikatore, povoljna ili nepovoljna vest pokreće uvođenje nove monetarne politike. Kako tačno stvari funkcionišu rezultat je komplikovanog paketa interakcija.

Evo jednog primera: Posmatrajte slučaj kada se neočekivana dobra vest o ekonomskim aktivnostima objavi danas. Ovo sugeriše da će buduća inflacija da raste, uz povećanje kamatnih stopa i sugeriše da će se dividende povećavati sa bržim razvojem ekonomskih aktivnosti. Dalje, investitori sada očekuju strožiju monetarnu politiku pošto Fed pokušava da ublaži povećani inflatorni pritisak.

Investitori i trgovci međutim neće čekati dok se objave brojke inflacije za sledeću godinu, čak ni sledeću sednicu Federalnog odbora otvorenog tržišta (FOMC) da bi doneli svoje odluke o investicijama. Oni će trgovati *danas* na osnovu svežih procena o monetarnoj politici Fed-a, o dividendama i inflaciji uključujući procenu koliko će Fed biti uspešan u suzbijanju novih inflatornih pritisaka. Neto rezultat procena investitora i trgovaca registrovaće se na tržištima akcija i obveznica slično onome kako glasači daju svoje glasove na referendumu.

Možemo li da zarađujemo na osnovu novoobjavljenih ekonomskih indikatora, tj. možemo li da ostvarimo dobar ulov na tržištu kupovinom akcija i prodajom obveznica na osnovu dobre vesti i obrnuto na osnovu loše vesti? Nažalost, to nije tako lako. Setite se naše diskusije o tome koliko su nove „novosti“. Kada pročitamo informaciju o ekonomskom indikatoru u novinama (ili čujemo na televiziji) to je već *stara* vest. Ljudi koji su plaćeni da upravljaju stotinama miliona dolara investicionih fondova, kao što su menadžeri penzionog fonda, menadžeri uzajamnog fonda, menadžeri za investiranje u osiguravajućim društvima i aktivisti profesionalnih trgovaca na Wall Streetu, prvi su tamo - verovatno u sekundama pošto su videli novosti na ekranima svojih kompjutera.

Da li ćemo uvek videti da tržišta akcija i obveznica reaguju onako kako je to prikazano na tabeli 29.1 kada čitamo jutarnje novine? Ponekad, ali ne uvek. Retko se dešava da je pojedini ekonomski indikator jedini događaj dana. Na našem globalnom tržištu, izbori u Japanu, štrajkovi radnika u Francuskoj i monetarna politika u Nemačkoj mogu da utiču na američka tržišta hartija od vrednosti - da ne spominjemo budžetske debate u Vašingtonu. Konvencionalna mudrost, izražena na tabeli 29.1, ipak se zasniva na sponama između institucija i tržišta o čemu smo diskutovali u prethodnih 28 poglavlja. Mada možda niste u mogućnosti da nadmudrite tržišta akcija i obveznica, sada imate dobar osećaj o silama koje utiču na donošenje finansijskih odluka. Naš savet je da sednete, relaksirate se i uživajte u sledećoj predstavi. Nadamo se da ćete sada shvatiti o čemu se radi.

REZIME

- Ekonomski indikatori su mere o tome kako funkcionišu ekonomija ili posebni segmenti ekonomije. Postoje vodeći, zaostajući i koincidentni ekonomski indikatori. Vodeći ekonomski indikatori prethode promenama u ukupnoj ekonomskoj aktivnosti, dok zaostajući ekonomski indikatori prate promene u ukupnoj ekonomskoj aktivnosti a koincidentni ekonomski indikatori se kreću zajedno sa ukupnom ekonomskom aktivnošću.
- Indeks vodećih ekonomskih indikatora obuhvata 10 posebnih vodećih indikatora. On funkcionise bolje od bilo kojih njegovih sastavnih delova kao predskazatelj tačaka zaokreta ekonomije.

3. Tržišta akcija i obveznica reaguju različito na ekonomske indikatore. Cene na tržištu obveznica padaju na dobru vest o ekonomiji zbog inflatornih očekivanja, predviđenih strožijih mera Federalnih rezervi a cene akcija rastu zbog toga što dominira očekivanje povećanja budućih dividendi.
4. Tržišta akcija i obveznica će reagovati samo na nepredviđene vesti. Objavljivanje potpuno očekivanih ekonomskih vesti neće imati nikakvo dejstvo na tržište zato što se vest već odrazila na cene. Novost mora da bude „nova“.
5. Nije verovatno da pojedini investitori mogu da profitiraju trgovinom na osnovu novoobjavljenih ekonomskih indikatora. Institucionalni investitori reaguju trenutno na objavljenu vest tako da cene akcija i obveznica skaču ili padaju za nekoliko minuta po objavljivanju. Kada pročitate vest u novinama već je suviše kasno.

KLJUČNI TERMINI

Ekonomski indikator, 609	Kupovni indeks	Stopa nezaposlenosti,
Indeks vodećih ekonomskih indikatora, str. 610	menadžera, str. 609	str. 613
Koincidentni indikator, str. 615	Platni spisak zaposlenih, str. 613	Vodeći indikator, str. 615
		Zaostajući indikator, str. 615

PITANJA

- 29.1 Zašto tržišta reaguju na neke ekonomske indikatore više nego na druge?
- 29.2 Zašto investitori toliko brinu kako će se Federalne rezerve u budućnosti ponašati?
- 29.3 Zašto je „dobra vest“ za cene obveznica loša vest?
- 29.4 Zašto „dobra vest“ nije loša za cene akcija?
- 29.5 *Pitanje za diskusiju:* Mnoge ekonomske indikatore daju državne agencije. Da li treba da investiramo više u ove agencije da bismo dobili preciznije procene ili treba da se okrenemo u suprotnom pravcu i više se oslonimo na privatni sektor da bismo dobili mere o ekonomskoj performansi?



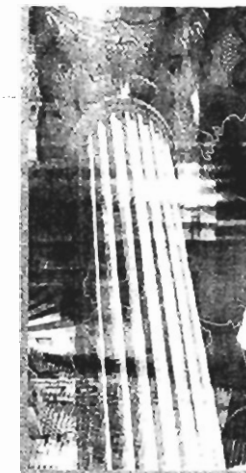
MEDIA

RESOURCE LIST

Registrujte se kod www.myeconlab.com/ritter i:

- Testirajte svoje poznavanje koncepata iz poglavlja kroz kviz.
- Posetite e-knjigu sa animacijom odabranih slika.
- Povežite se sa Web resursima koji se odnose na tekst.
- Pregledajte ključne pojmove putem Glossary Flashcards.
- Posetite kolekciju članaka New York Timesa povezanih sa vašim tekstom i pratećim kritički intoniranim pitanjima.
- Pretražite razne školske časopise i publikacije, članke New York Timesa i "Best of the Web" link biblioteku recenziranih web sajtova.
- Pregledajte matematičke koncepte sa MathXL za ekonomske vežbe.

REČNIK POJMOVA



Adekvatnost kapitala - *capital adequacy* - dovoljnost kapitala banke da zaštiti deponente (i FDIC) od gubitaka.

Akcije - *stock (equities)* - udeli u vlasništvu korporacije. Videti obične akcije.

Akcionarski kapital - *equity capital* - razlika između ukupne aktive i ukupne pasive u bilansu stanja.

Akreditiv - *letter of credit* - finansijska garancija koju daje banka da bi se obezbedilo plaćanje jednog od njenih klijenata trećoj strani.

Aktiva - *asset* - (1) stavka u posedu koja ima vrednost; (2) stavka u bilansu koja pokazuje vrednost posedovane imovine ili potraživanja.

Aktuarske verovatnoće - *actuarial probabilities* - izračunavanja dužine života na osnovu iskustva uzimajući u obzir starost, pol i slične faktore.

Amortizovati - *amortize* - isplatiti glavicu duga zajedno sa kamatom tokom trajanja kredita.

Anuitet - *annuity* - ugovor da se plati iznos sredstava u budućnosti u seriji periodičnih plaćanja.

Aprecirati - *appreciate* - povećati vrednost, naročito se odnosi na devize

Arbitražer - *arbitrageur* - neko ko se angažuje na arbitraži ili kupovini

nečega na tržištu uz istovremenu prodaju toga uz profit na drugom tržištu.

Asimetrične informacije - situacija koja se javlja kod bilo kog ugovora kada prodavac ima više informacija od kupca.

Aukcijsko tržište - *auction market* - tržište na kome se kupci i prodavci neposredno pogađaju jedan s drugim.

Automatizovana klirinška kuća - *automated clearinghouse (ACH)* - elektronski sistem za redovna plaćanja ili prijem redovnih odobrenja.

Automatizovani šalter - *automated teller machine (ATM)* - bankomat, uređaj koji se koristi karticama za deponovanje i povlačenje sredstava iz banke.

Autonomne promene trošenja - *autonomous spending changes* - promene u trošenju koje su nezavisne od GDP.

Averzija prema riziku - *risk aversion* - karakteristika investitora koji očekuje veće prihode na rizične hartije od vrednosti u poređenju sa nerizičnim hartijama od vrednosti

Banka - videti komercijalna banka

Bankarska holding kompanija - *bank holding company* - holding kompanija koja poseduje jednu ili više banaka i

verovatno druge (nebankarske) subvencije.

Bankarska jednačina rezerve (ili depozitne institucije) - *bank (or depository institutions) reserve equation* - formalni iskaz faktora koji utiču na bankarske rezerve: Fed aktiva minus sve obaveze Feda i kapitalni računi, izuzev obaveze Feda koje čine bankarske rezerve, plus novac u trezorima banaka.

Bankarske rezerve - *bank reserves* - videti rezerve

Bankarski orijentisan sistem - *banking-oriented system* - finansijski sistemi kakvi su u Nemačkoj ili Japanu kod koga je bankarsko tržište veliko u odnosu na tržišta akcija i obveznica.

Bankarski osiguravajući fond - *Bank Insurance Fund (BIF)* - fond koji vodi FDIC, osigurava depozite kod komercijalnih banaka i većinu štedionica.

Bazični poen - *basis point* - stoti deo procentnog poena (0,01 procenat ili 0,0001. Prinos se menja za jedan bazični poen kada kamatne stope idu sa 9,00 procenata na 9,01 procenta.

Bilans stanja - *balance sheet* - sumarni iskaz finansijskog stanja pojedinca ili poslovnice firme na određeni datum.

Bilans uspeha - *income statement* - sumarni izveštaj o tekućim prilivima i tekućim rashodima pojedinca ili firme tokom određenog perioda.

Blu čip akcija - *blue chip stock* - akcija korporacije visokog kvaliteta sa dobrom istorijom prihoda i stabilnosti.

Bogatstvo - *wealth* - ukupna vrednost aktive koju poseduju pojedinac ili firma u određenom momentu.

Bord guvernera Sistema Federalnih Rezervi - *Board of Governors of the Federal Reserve System* - sedam

pojedina koje imenuje predsednik da vode centralnu banku. Videti Federal Reserve System.

Bretton Woods - grad u New Hampshireu gde su ustanovljeni fiksni devizni kursevi i Međunarodni monetarni fond međunarodnim sporazumom 1944. Videti fiksni kursevi i Međunarodni monetarni fond.

Broker - *broker* - institucija ili pojedinac koji aranžiraju kupovinu i prodaju hartija od vrednosti za račun drugih i primaju proviziju po svakoj transakciji.

Brokri hartija od vrednosti - *securities brokers* - finansijske institucije (ili pojedinci koji rade za te institucije) koje posluju na sekundarnom tržištu povezujući kupce i prodavce određene hartije od vrednosti i zarađuju proviziju ili naknadu za to što ih spajaju.

Brokerska firma - *brokerage house* - finansijska institucija koja nastupa kao broker, diler i underwriter hartija od vrednosti. Videti broker, diler i underwriting

Brokersko tržište - *brokered market* - tržište na kome se lice (ili institucija) angažuje da nađe drugu stranu u trgovini.

Bruto domaći proizvod - *gross domestic product (GDP)* - ukupna vrednost roba i usluga proizvedenih u domaćoj ekonomiji u datoj godini.

Caveat emptor et venditor - čuvajte se kupci i prodavci.

Celi život - *whole life* - polise životnog osiguranja sa konstantnom premijom i štednom komponentom.

Centralna banka - *central bank* - državna banka banaka, generalno odgovorna za nacionalnu monetarnu politiku. Videti sistem Federalnih Rezervi.

Certifikat o depozitu - *certificate of deposit (CD)* - depoziti sa određenim

ročnostima, poznati kao oročeni depoziti.

Commodities Futures Trading

Commission (CFTC) - vladina agencija koja reguliše trgovinu fjučersima u SAD.

Cvetne obveznice - *flower bonds* - državne obveznice koje se mogu koristiti po paritetu za izmirenje federalnih imovinskih poreza.

Čuvanje vrednosti - *store of value* - stepen u kome aktiva održava svoju kupovnu moć tokom vremena. Novac mora biti dobar čuvaj vrednosti da bi dobro funkcionisao.

Datum dospelosti - *maturity date* - datum dospeća za konačno plaćanje po finansijskom instrumentu kao što su obveznice ili sertifikati o depozitu.

Defanzivne operacije na otvorenom tržištu - *defensive open market operations* - videti operacije na otvorenom tržištu.

Deficitna nacija - *deficit nation* - nacija koja uvozi više nego što izvozi, što dovodi do deficita trgovinskog bilansa.

Deflacija - *deflation* - generalni pad nivoa cena.

Depozit po videnju - *demand deposit* - nekamatonosni tekući račun.

Depozitni računi novčanog tržišta - *money market deposit accounts* - depoziti sa ograničenom privilegijom za izdavanje čekova na koje se obično plaća kamata uporediva sa zapisima Trezora i drugim instrumentima novčanog tržišta.

Deprecirati - *depreciate* - smanjiti vrednost, naročito u pogledu stranih valuta.

Depresija - *depression* - vreme obeleženo žestokim padom nivoa ekonomskih aktivnosti i vrlo visokim nivoima nezaposlenosti.

Derivatni finansijski instrument -

derivative financial instrument - finansijski instrument kao što je svop, opcija ili fjučers ugovor koji izvodi svoju vrednost iz neke druge, osnovne, finansijske aktive.

Detezaurisanje - *dishoarding* - smanjivanje držanja gotovine.

Devalvacija - *devaluation* - snižavanje dogovorene vrednosti nacionalne valute u sistemu fiksnih kurseva.

Devizni kurs - *foreign exchange rate* - vrednost jedinice nacionalnog novca izražena u novcu druge nacije.

Devizni kursevi - *exchange rates* - videti devizni kurs, fiksni devizni kursevi i plivajući devizni kursevi.

Dezintermedijacija - *disintermediation* - povlačenje sredstava iz finansijskih institucija radi direktnog investiranja u primarne hartije od vrednosti.

Diler - *dealer* - institucija ili pojedinac koji nastupa kao market meker trajno kotirajući ponude i tražnju za hartijom od vrednosti, sa ciljem da ostvari profit na spredu između kupovne i prodajne cene.

Dilersko tržište - *dealer market* - tržište na kome specijalizovani trgovac diler ili market meker neprestano kotira kupovne i prodajne cene.

Dinamične operacije na otvorenom tržištu - *dynamic open market operations*, videti operacije na otvorenom tržištu.

Diskontna obveznica - *discount bond* - videti zero - kupon obveznica.

Diskrecioni fondovi - *discretionary funds* - bankarska pasiva i aktiva koja podleže kontroli kratkoročnog upravljanja.

Diskriminatorna praksa u hipotekarnom kreditiranju - *redlining*

Diversifikacija portfolija - *portfolio diversifikation* - držanje brojnih

različitih vrsta hartija od vrednosti u jednom portfoliju

Dividende - *dividends* - prihod korporacije po akciji podeljen sa njenom cenom

Dnevni prihodi izloženi riziku - *daily earnings at risk* - mera iznosa izloženosti potencijalnom gubitku finansijskog posrednika tokom narednog dana zbog trgovačkog rizika.

Dospeće ponovnog utvrđivanja cene - *repricing maturity* - dužina vremena do ponovnog utvrđivanja kamatne stope ili do dospeća kredita.

Dow Jones Industrial Average (DJIA) - mera nivoa cena akcija zasnovana na ceni akcija 30 blu čip industrijskih kompanija.

Društva za osiguranje imovine i lica - *property and casualty insurance companies* - finansijski posrednici koji nude osiguranje protiv nesrećnih slučajeva kao što su automobilske nesreće, požar, krađa, nehat i zloupotreba.

Društvo za međubankarske finansijske komunikacije širom sveta - *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications (SWIFT)* - telekomunikacioni sistem koji transferiše sredstva između banaka na međunarodnom planu.

Društvo za osiguranje života - *life insurance company* - kompanije koje prodaju životno osiguranje, anuitetske i druge na štednji zasnovane proizvode.

Državna nacionalna asocijacija za hipoteke - *Government National Mortgage Association (GNMA, „Ginnie Mae”)* - odeljenje departmenta SAD za stambeni i urbani razvoja koji osigurava pulove FHA i VA hipoteka.

Dualni bankarski sistem - *dual banking system* - gde države i federalna vlada

daju licence i obavljaju superviziju komercijalnih banaka.

Dugi - *long* - kupac finansijske aktive, obično ugovor o opcijama ili fjučersima, za koga se takođe kaže da „uzima dugu poziciju”.

Duracija - *duration* - mera budućeg toka plaćanja po obveznici koja uzima u obzir veličinu kupona kao i vreme do dospelosti. Takođe meri cenovnu osetljivost obveznice na promenu prinosa.

Dužna pažnja - *due diligence* - procena ukupnog kvaliteta firme koja se sprovodi kada se njene hartije od vrednosti pripremaju za emisiju.

Efekat bogatstva - *wealth effect* - uticaj promene kamatnih stopa na BDP kroz efekat bogatstva na potrošnju.

Efekat deviznog kursa - *exchange rate effect* - uticaj promene kamatnih stopa na BDP kroz neto izvoz.

Efekat istiskivanja - *crowding-out effect* - smanjivanje potrošnje (obično investicione) koje proizilazi iz porasta kamatnih stopa koje uzrokuje povećanje državne potrošnje.

Efikan portfolio - *efficient portfolio* - kombinacija aktive koja daje najviši mogući prihod za dati rizik i koja nosi najniži mogući rizik za dati prihod.

Efikasno tržište kapitala - *efficient capital market* - finansijsko tržište na kome cena hartija od vrednosti odražava sve raspoložive informacije.

Efikasnost alokacije - *allocation efficiency* - tendencija da tržišne cene odražavaju sve informacije koje utiču na osnovnu vrednost hartija od vrednosti.

Ekonomija asortimana - *economy of scope* - stanje kod koga prosečni troškovi proizvodnje padaju kako firma dodaje raznovrsne proizvode.

Ekonomija ponudbene strane - *supply-side economics* - teorija da smanjenje poreskih stopa povećava podsticaj za proizvodnju i ohrabruje ekspanziju ekonomskih aktivnosti, što u krajnjoj liniji dovodi do povećanja poreskih prihoda.

Ekonomija veličine - *economy of scale* - stanje kod koga prosečna cena proizvodnje pada sa rastom firme.

Ekscesne rezerve - *excess reserves* - bankarske rezerve koje se drže preko obaveznog nivoa. Videti rezerve i obavezne rezerve.

Ekvilibrijum - *equilibrium* - nivo ili vrednost koji nema tendenciju promena.

Ekvivalentni prinos obveznica - *bond equivalent yield* - videti kuponski ekvivalentni prinos - coupon equivalent yield

Eskontna stopa - *discount rate* - kamatna stopa koje finansijske institucije plaćaju Federalnim Rezervama za uzimanje rezervi na zajam.

Eskontni šalter - *discount window* - olakšica koju finansijske institucije koriste kada pozajmljuju rezerve od Federalnih rezervi.

Evro - *euro* - valuta Evropske monetarne unije uvedena januara 1999. godine.

Evrodolari - *eurodollars* - depoziti u dolarima kod stranih banaka.

Evroobveznice - *eurobonds* - obveznice koje se prodaju izvan matične zemlje kompanije koja se zadužuje.

Evropska unija - *European Union* - formalna unija evropskih zemalja radi formiranja zajedničkog tržišta dobara i usluga.

Evropski monetarni sistem - *European Monetary System (EMS)* - kvazi fiksiran sistem kurseva između nekoliko

evropskih zemalja ustanovljen 1979. godine.

Evrotržište - *euromarket* - tržište evrodolara i evroobveznica.

Ex ante - planirano ili očekivano (nasuprot ex post).

Ex post - stvarno ili realizovano (nasuprot ex ante)

Familija uzajamnih fondova - *mutual fund family* - grupa uzajamnih fondova koje poseduje i kojom upravlja ista kompanija za upravljanje.

Fed - Sistem Federalnih Rezervi

Fed Wire - telekomunikacioni sistem kojim upravljaju Federalne Rezerve koji transferiše novac između banaka.

Federalna korporacija za domaće hipotekarne kredite - *Federal Home Loan Mortgage Corporation („Fannie Mae”)* - privatna korporacija sa izvesnim vezama sa vladom koja emituje dužničke instrumente koji pružaju sredstva primarno pulovima hipoteka osiguranih kod vlade.

Federalna korporacija za osiguranje depozita - *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* - federalna agencija koja osigurava depozite kod komercijalnih banaka, štedionica i štednih i kreditnih asocijacija. Takođe ispituje i nadgleda komercijalne banke sa licencom država koje nisu članice Sistema Federalnih Rezervi.

Federalna korporacija za štednju i osiguranje kredita - *Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC)* - vladina agencija koja pruža osiguranje depozita štednim i kreditnim asocijacijama (koju je zamenila Federalna korporacija za osiguranje depozita).

Federalna sredstva - *federal funds* - neobezbeđeni krediti između banaka gde se sredstva data na zajam

transferišu istog dana kada je dat kredit.

Federalne banke za domaće kredite -

Federal Home Loan Banks - banke koje sponzorise vlada od kojih mogu da uzimaju pozajmice štedne i kreditne asocijacije.

Federalni komitet za otvoreno tržište -

Federal Open Market Committee (FOMC) - grupa donosioca politike unutar Sistema Federalnih Rezervi koja usmerava operacije na otvorenom tržištu sistema.

Federalni savetodavni odbor -

Federal Advisory Council - grupa komercijalnih bankara koji daju preporuke Bordu guvernera Federalnih Rezervi u vezi sa monetarnom politikom.

FHA-VA hipoteka - hipoteka koju je osigurala Federal Housing Authority (FHA) ili Veterans Administration (VA).

Fiksni kursevi -

fixed exchange rates - međunarodni finansijski sistem u kome se kursevi između valuta održavaju na dogovorenim nivoima.

Filijala ljuštura -

shelf branch - bankarska jedinica osnovana u inostranstvu da bi se izbegli domaći propisi i porezi.

Finansijska aktiva -

financial assets - videti realnu aktivu.

Finansijska dizintermedijacija -

financial disintermediation - kada sredstva koja teku kroz posredničko tržište pređu na tok kroz finansijsko tržište (hartija od vrednosti).

Finansijska holding kompanija -

financial holding company - holding kompanija koja drži jednu ili više bankarskih ili nebankarskih finansijskih afilijacija (kao što je osiguravajuće društvo).

Finansijska tržišta -

financial markets - tržišta na kojima se može trgovati finansijskom aktivom.

Finansijske institucije -

financial institutions - institucije koje se angažuju na aktivnostima povezanim sa finansijskim tržištima ili posredničkim tržištima.

Finansijske kompanije -

finance companies - nedepozitni finansijski posrednici koji su specijalizovani za davanje potrošačkih i poslovnih kredita.

Finansijski fjučersi -

financial futures - fjučers ugovori kod kojih su osnovna aktiva hartije od vrednosti ili, kod indeksnih fjučersa, novčana vrednost grupe hartija od vrednosti.

Finansijski posrednici -

financial intermediaries - institucije sa finansijskim potraživanjima na obe strane bilansa koje deluju kao posrednici u usmeravanju sredstava od štediša-kreditora do zajmoprimaca-trošilaca.

Finansijsko posredovanje -

financial intermediation - proces usmeravanja sredstava od štediša-kreditora do zajmoprimaca-trošilaca kroz finansijskog posrednika.

Finansiranje anđela -

angel financing - finansiranje koje obezbeđuju vrlo bogati pojedinci (nazvani „anđeli“) za investiranje u kapital startap (novih) kompanija.

Fiskalna politika -

fiscal policy - vladina politika koja se tiče trošenja i oporezivanja.

Fjučers ugovor -

futures contract - standardizovani ugovor kojim se trguje na organizovanoj berzi fjučersa za isporuku određene robe ili hartije od vrednosti na određeni budući datum i po određenoj ceni.

Fond za osiguranje štednih asocijacija -

Savings Association Insurance Fund (SAIF) - fond koji vodi FDIC, koji

osigurava depozite kod štednih i kreditnih asocijacija.

Fond za saldiranje između distrikta -

Inter-District Settlement Fund - mehanizam za transferisanje sredstava među bankama lociranih u različitim distriktima Federalnih rezervi.

Fond za saldiranje između distrikta -

Inter-District Settlement Fund - olakšica za transfer sredstava među bankama lociranim u različitim distriktima Federalnih Rezervi.

Fondovi bez troškova -

no-load funds - uzajamni fondovi koji se prodaju direktno publici bez prodajne provizije.

Fondovi venčer kapitala -

venture capital funds - fond koji investira u kapital novih „startap“ kompanija.

Fondovi za mezanin dug -

mezzanine debt funds - fond koji investira u subordinirani dug ili kombinaciju duga i akcionarskog kapitala.

Funkcija potrošnje -

consumption function - odnos potrošnje prema nivou prihoda, u najjednostavnijoj formi izražava se kao $C = a + bY$. Videti marginalnu sklonost potrošnji.

Funkcija štednje -

savings function - odnos između štednje i nivoa prihoda, najjednostavnije prikazana kao $S = - (1 - b) Y$. Videti marginalna sklonost štednji.

Glass - Steagall zakon iz 1933 -

Glass - Steagal Act of 1933 - zakon koji je odvojio investiciono bankarstvo od komercijalnog bankarstva.

Glavnica (obveznice) -

principal (of a bond) - pozajmljeni iznos, bez kamate. Često se koristi umesto nominalne vrednosti obveznice, mada su jednake samo za hartiju od vrednosti sa kuponom koja se prodaje po paritetu.

GNMA („Ginnie Mae“) prolazne hartije od vrednosti -

GNMA („Ginnie Mae“) pass-through securities - potraživanja prema pulu FHA-VA hipotekama osiguranih kod Vladine nacionalne hipotekarne asocijacije (GNMA).

Gramm - Leach - Bliley Act of 1999 -

zakon koji je dozvolio unakrsno vlasništvo nad finansijskim institucijama i suštinski opozvao Glass - Steagal Act.

Grešamov zakon -

Gresham's law - „loš novac izbacuje dobar novac iz opticaja“.

Grupno osiguranje -

group insurance - osiguranje za članove grupe, kao što su zaposleni u jednoj korporaciji, obično po povoljnijoj ceni.

Hartije od vrednosti -

securities - finansijski instrumenti koji predstavljaju vlasništvo ili dug, kao što su akcije i obveznice, koje daju pravo na buduće očekivane tokove novca.

Hausbank -

hausbank - glavna banka nemačke kompanije. Kompanija se oslanja na nju kao na primarni izvor svih vrsta eksternog finansiranja, uključujući dug i akcionarski kapital.

Hedž fond -

hedge fund - neregulisani investicioni pul koji je otvoren samo za institucije ili bogate individualne investitore.

Hedžer -

hedger - onaj koji pokušava da umani rizik gubitka koji proizilazi iz promene cene određene aktive. Na tržištima fjučersa, to je neko ko prodaje fjučers ugovore dok drži osnovnu aktivu (kratkog hedžer) ili kupuje takav ugovor anticipirajući kupovinu osnovne aktive (dugi hedžer).

Hiperinflacija -

hyperinflation - brz porast opšteg nivoa cena, na pr. preko 100 procenata godišnje.

Hipoteka -

mortgage - (obično dugoročni) kredit za kupovinu kuće ili druge zgrade, kod koga ta kuća ili zgrada

služe kao kolateral u slučaju neizvršenja.

Hipoteka sa promenljivom stopom - *adjustable rate mortgage* - hipoteka kod koje se kamatna stopa i otplate menjaju periodično tokom trajanja kredita.

Hipoteza o očekivanjima - *expectations hypothesis* - teorija o ročnoj strukturi kamatnih stopa koja naglašava da će dugoročne stope biti prosek tekućih kratkoročnih stopa i očekivanih kratkoročnih stopa.

Holding kompanija - *holding company* - korporacija osnovana da drži kontrolni interes u jednoj ili više drugih korporacija. Bankarska holding kompanija poseduje jednu ili više banaka.

Indeksni fond - *index fund* - uzajamni fond čiji je cilj da oponaša performansu jednog od indeksa finansijskih tržišta, često S&P 500.

Individualni penzioni račun - *Individual Retirement Account (IRA)* - penzioni plan sa poreskom olakšicom za radnike.

Inflacija - *inflation* - opšti rast nivoa cena.

Inicijalna javna ponuda - *initial public offering (IPO)* - javlja se kada kompanija emituje akcije za javno trgovanje prvi put.

Insajderska trgovina - *insider trading* - nezakonito korišćenje znanja koje nije dostupno opštoj publici, da bi se dobila prednost kod kupovine i prodaje hartija od vrednosti.

Institucionalizacija - *institutionalization* - pomeranje toka sredstava od investitora koji direktno kupuju hartije od vrednosti kojima se trguje kroz finansijske posrednike kao što su uzajamni fondovi.

Interna stopa povraćaja - *internal rate of return* - videti prinos do dospeća

Investiciona potrošnja - *investment spending* - kupovina fabrike, opreme i zaliha koju obavlja firma.

Investicione banke - *investment banks* - finansijske institucije čija je glavna aktivnost izdavanje hartija od vrednosti na primarnom tržištu ali često angažovane na market mekingu za hartije od vrednosti, brokeraži, trgovini i savetodavnim uslugama.

Investicioni portfolio - *investment portfolio* - kolekcija hartija od vrednosti kao što su akcije i obveznice koje drži pojedinac ili korporacija.

Investicioni razred - *investment grade* - obveznice rejtingovane u prva četiri razreda kod Moody's ili Standard and Poor's.

IS krivulja - *IS curve* - grafik tačaka koji pokazuje kombinacije nivoa prihoda i kamatne stope na kojima je štednja jednaka investicijama.

ISLM analiza - *ISLM analysis* - model ekonomije koji pokazuje interakciju monetarne politike i fiskalne politike i delimično integriše klasični i kejnzijanski sistem.

Ispitivanje banke - *bank examination* - revizija finansijskog stanja i opšte sigurnosti i zdravlja banke koje obavljaju njeni regulatori.

Iznošenje akcije na tržište - *stock flotation* - prodaja nove emisije akcija da se mobilišu sredstva za korporaciju.

Izuzete od poreza - *tax-exempt* - videti municipalne obveznice.

Izveštaj o izvorima i korišćenju sredstava - *sources and uses of funds statement* - finansijski izveštaj koji objedinjuje bilans uspeha i bilans stanja jedinice ili sektora ekonomije.

Izveštaj o prihodu - *income statement* - zbirni izveštaj pojedinca ili firme o tekućim prilivima i tekućim rashodima

tokom određenog vremenskog perioda.

Izvršna cena - *exercise price* - unapred određena cena u opciji po kojoj će se osnovna aktiva kupiti (kupovna) ili prodati (prodajna).

Jedinica mere - *unit of account* - nešto što se koristi za merenje relativnih vrednosti robe i usluga. Novac je obično jedinica mere.

Jednačina razmene - *equation of exchange* - $MV = PY$, izraz koji pokazuje da je ukupna potrošnja (novčana masa puta velicitet) jednaka vrednosti koja je kupljena (novi cena puta nivo realno BDP). Nekad se koristi da poveže nivo cena (P) ili nominalnog BDP (PY) sa novčanom masom.

Jednačina rezervi depozitnih institucija - *depository institutions reserve equation* - videti jednačinu bankarski rezervi.

Jednačina tražnje za novcem - *demand-for-money equation* - jednačina koja objašnjava kako tražnja za novcem varira sa drugim ekonomskim varijablama, naročito sa prihodom i kamatnim stopama.

Jednogodišnji gep ponovnog utvrđivanja cene - *one-year repricing GAP* - razlika u dolarima između iznosa aktive banke čija cena će biti ponovo utvrđena za manje od jedne godine i iznosa pasive banke čija cena će biti ponovo utvrđena za manje od jedne godine.

Jeftine obveznice - *junk bonds* - rizične obveznice sa rejtingom ispod Baa.

Kamata - *interest* - cena koju plaća zajmoprimac kreditoru za korišćenje njegovog novca.

Kamatna stopa - *interest rate* - trošak korišćenja kredita izražen kao procenat glavnice na godišnjem nivou. Videti prinos i prinos do dospeća.

Kancelarija za nadzor štedionica - *Office of Thrift Supervision (OTS)* - sektor u Trezoru SAD koji izdaje licence, reguliše, ispituje i nadzire štedne i kreditne asocijacije.

Kapitalna dobit - *capital gain* - razlika između cene plaćene za aktivu i više cena po kojoj je prodana. Ako je prodajna cena niža od kupovne cene, javio se kapitalni gubitak.

Kaptivne finansijske kompanije - *captive finance companies* - finansijska kompanija koju poseduje roditeljska kompanija i čije su glavne aktivnosti povezane sa finansijskim proizvodima koje prodaje njena matična kompanija.

Kašnjenje - *float* - ukupna vrednost čekova koje je Fed kreditirao bankama gde su bili deponovani ali još nisu naplaćeni od banaka na koje su vučeni.

Kašnjenje monetarne politike - *recognition lag of monetary policy* - vreme između promene ekonomskih uslova i shvatanja tvorca politike da se promena dogodila.

Kašnjenje uticaja monetarne politike - *impact lag of monetary policy* - vreme između primene monetarne strategije i njenog efekta na ekonomiju.

Keirecu - *keiretsu* - grupa japanskih kompanija koje su pod kontrolom putem unakrsnog vlasništva (kompanije poseduju akcije jedna druge).

Kejnzijanski - *Keynesian* - izvedeno iz teorija Johna Maynarda Keynesa, koji je zastupao trošenje države i oporezivanje radi održanja pune zaposlenosti i stabilne ekonomije.

Keogov plan - *Keogh Plan* - penzioni plan sa poreskim olakšicama namenjen samozaposlenim pojedincima.

Klasična ekonomija - *classical economics* - sistem ekonomske misli, čiji je osnivač

Adam Smith, koji se oslanja na sistem cena za alociranje resursa i koji tvrdi da fleksibilnost cena vodi punoj zaposlenosti (Sejov zakon).

Klirinška korporacija - *clearing corporation* - povezana sa berzom fjučersa da garantuje prava i obaveze učesnika na tržištu.

Klirinška kuća - *clearing house* - mehanizam za saldiranje transfera sredstava između banaka.

Koeficijent cena-prihod - *price earning (P/E) ratio* - cena akcije podeljena sa prihodom.

Koeficijent GAP - *GAP ratio* - jednogodišnja promena cene GAP podeljen sa ukupnom aktivom. Videti jednogodišnji GAP

Koeficijent krediti/depoziti - *loan/deposit ratio* - koeficijent ukupnih kredita banke prema ukupnim depozitima, mera likvidnosti banke.

Koeficijent obaveznih rezervi - *required reserves ratio* - koeficijent rezervi banaka prema depozitima koje banke moraju da drže prema zakonu.

Kolateral - *collateral* - aktiva kao što su oprema, prilivi, zalihe ili nekretnine založene kreditoru radi obezbeđenja kredita.

Kolateralizovane hipotekarne obaveze - *collateralized mortgage obligation (CMO)* - pul hipoteka dat u trust uz podelu potraživanja da bi se investitorima omogućio predvidljiviji novčani tok u poređenju sa pojedinačnom hipotekom.

Komercijalna banka - *commercial bank* - finansijska institucija koja nudi širok asortiman usluga, uključujući tekuće račune i poslovne kredite.

Komercijalne finansijske kompanije - *commercial finance companies* - nedepozitni finansijski posrednici koji

se specijalizuju za davanje poslovnih kredita.

Komercijalni papir - *commercial paper* - kratkoročni dužnički instrumenti koje emituju finansijske kompanije i velike poslovne firme.

Komisija za hartije od vrednosti i berze - *Securities and Exchange Commission* - federalna agencija koja reguliše brokere, dilere i hartije od vrednosti.

Kompanije za finansiranje potrošača - *consumer finance companies* - nedepozitni finansijski posrednici koji su specijalizovani za odobravanje potrošačkih kredita.

Konflikt između akcionara i kreditora - *stockholder-lender conflict* - konflikt između akcionara i kreditora koji nastaje iz asimetričnih informacija i razlike u načinu na koji rizik pogađa svakog od njih.

Konflikt menadžera i akcionara - *manager-stockholder conflict* - konflikt koji nastaje zbog asimetrije informacija i razlici između ličnih ciljeva menadžera i cilja maksimiranja vrednosti za akcionare.

Kontraciklična monetarna politika - *countercyclical monetary policy* - politika centralne banke čiji je cilj stabilizovanje ekonomske aktivnosti, obično povećanjem stope rasta novčane mase (ekspanziona monetarna politika) tokom recesija i opadajuće stope rasta novčane mase (kontraciona monetarna politika) u inflacionom periodu.

Kontrolor valute - *comptroller of the currency* - primarni regulator komercijalnih banaka sa nacionalnom licencom.

Konvertibilne preferencijalne akcije - *convertible preferred stock* - preferencijalne akcije koje mogu da

budu konvertovane u obične akcije po unapred određenoj ceni.

Konvertibilni dug - *convertible debt* - dužnički instrument koji može da se konvertuje u akcionarski kapital (po unapred određenoj ceni) ako investitor odabere da tako postupi.

Konverzion karakteristika (obveznice) - *conversion feature (of a bond)* - pravo da se korporaciona obveznica konvertuje u akcije kompanije po unapred utvrđenoj ceni.

Konzole - *consols* - večite obveznice, koje nemaju rok dospeća već plaćaju fiksni novčani tok (kamatu) zauvek.

Korespondentska salda - *correspondent balances* - sredstva koja drži jedna banka kod druge banke (korespondentske banke) da olakša kliring čekova i druge poslovne odnose.

Korporacija po Edge zakonu - *Edge Act corporation* - međunarodna afilijacija američke banke.

Korporacija za garantovanje penzijskih benefita - *Pension Benefit Guaranty Corporation (Penny Benny)* - agencija koja osigurava penzijske benefite od stečaja kompanija.

Korporaciono preuzimanje - *corporate takeover* - akvizicija jedne kompanije od strane druge kompanije ili od grupe investitora.

Kratak - *short* - prodavac finansijske aktive koji još ima postojeću obavezu da kupi natrag aktivu, naročito opcije ili fjučers ugovore. Takođe u frazi „uzeti kratku poziciju“.

Kredit sa fiksnom stopom - *fixed-rate loan (mortgage, security)* - kredit (hipotekarni, hartija od vrednosti) koji nosi nepromenjivu kamatnu stopu tokom života instrumenta.

Kredit sa plivajućom stopom - *floating-rate (variable-rate) loan (mortgage, security)* - kredit koji nosi kamatnu stopu koja se periodično koriguje da odrazi promene tržišnih kamatnih stopa generalno.

Kredit sa promenljivom stopom - *variable-rate loan* - videti kredit sa plivajućom stopom.

Kredit u docnji - *nonperforming loans* - krediti čije je plaćanje kamate delinkventno preko 30 dana.

Kreditna linija - *line of credit (L-C)* - obaveza banke ili drugog institucionalnog kreditora koji pruža korisniku okvir da se zaduži do određenog limita.

Kreditne unije - *credit unions* - depozitne institucije specijalizovane za potrošačke kredite koji se organizuju u zajedničkom krugu deponata - kao što je zajednički poslodavac.

Kreditni rizik - *credit risk* - rizik u vezi sa mogućnošću da zajmoprimci ne plate svoje obaveze.

Kreditno zasićena - *loaned up* - kaže se za banku koja nema višak rezervi na osnovu kojih može da odobrava kredite.

Kreditor krajnje instance - *lender of last resort* - Federalne rezerve koje nastupaju u svojstvu poslednjeg izvora sredstava za banke i druge finansijske institucije pružajući rezerve da se spreči stečaj banaka.

Kriva prinosa - *yield curve* - grafički prikaz odnosa između prinosa i ročnosti hartija od vrednosti.

Kuponska stopa - *coupon rate* - kamatna stopa izračunata deljenjem godišnje kuponske isplate po obveznici nominalnom vrednošću obveznice.

Kuponske hartije od vrednosti (hartije od vrednosti sa kuponom) - *coupon*

securities (coupon-bearing securities) - obveznice koje periodično plaćaju kamatu do dospelosti. U nekim slučajevima obveznice imaju na sebi kupone, koje držaoci obveznica skidaju i šalju u regularnim intervalima radi naplate kamate.

Kuponski ekvivalentni prinos (ekvivalentni prinos obveznice) - *coupon equivalent yield (bond equivalent yield)* - razlika između nominalne vrednosti i kupovne cene zapisa Trezora, podeljeno sa kupovnom cenom izvedeno na godišnjem nivou korišćenjem 365 dana za godinu (366 dana prestupne godine).

Kupovina leveridžom - *leveraged buyout (LBO)* - akvizicija kompanije u većoj meri finansirana dugom

Kupovna cena - *bid price* - cena koju će diler da plati kada kupuje od publike.

Kupovna opcija - *call option* - opcioni ugovor u kome kupac opcije ima pravo (ale ne i obavezu) da kupi određenu količinu osnovne aktive po određenoj ceni do datuma isteka opcije.

Kupovni-prodajni spread - *bid-asked spread* - razlika između cene koju je diler voljan da plati za hartiju od vrednosti (kupovna - *bid*) i cena po kojoj je diler voljan da proda hartiju od vrednosti (prodajna ili ponudbena cena).

Kvantitativna teorija novca - *quantity theory of money* - teorija da proporcionalno povećanje novčane mase vodi proporcionalnom povećanju nivoa cena.

Lese fer - *laissez-faire* - „neka (ljudi) rade (kako žele)“, politika neintervisanja države u privredi.

Leveridž - *leverage* - stepen u kome se finansijski posrednici, ili bilo koja kompanija, finansiraju dugom naspram kapitala - često se u

bankarstvu meri koeficijentom leveridža koji je jednak akcionarskom kapitalu podeljenom sa ukupnom aktivom.

LIBOR - *London interbank offered rate* - londonska međubankarska ponudbena stopa.

Lični penzioni račun - *individual retirement account (IRA)* - penzioni plan sa poreskom olakšicom za radnike

Lično garantovano - *personally guaranteed* - kredit firmi koji takođe garantuje pojedinac, najčešće vlasnik firme.

Likvidna aktiva - *liquid asset* - aktiva koja može da se konvertuje brzo u sredstvo razmene bez gubitka.

Lista uslova - *term sheet* - kratak dokument koji se koristi kod odobravanja privatnih plasmana koji sumira ključne uslove iz ugovora.

LM kriva - *LM curve* - geometrijsko mesto tačaka koje pokazuju kombinacije nivoa BDP i kamatnih stopa na kojima je preferencija likvidnosti jednaka novčanoj masi.

M1 - videti novčanu masu.

M2 - definicija novčane mase koja dodaje na M1 aktivu kao što su štedni računi, oročeni depoziti male denominacije, depozitni računi novčanog tržišta i jedinice uzajamnih fondova novčanog tržišta.

M3 - definicija novčane mase koja dodaje na M1 i M2 aktivu kao što su oročeni depoziti velike denominacije.

Makroekonomija - *macroeconomics* - studija celokupnih sistema ekonomije, kao što je ukupan prihod i autput, nivo cena i kamatne stope i odnosi među njima.

Manje razvijene zemlje - *lesser developed countries (LDCs)* - odnosi se na zemlje u razvoju čije se ekonomije i finansijski sistemi još uvek smatraju nesazrelim.

Margina - *margin* - (1) minimalni avans predviđen zakonom za kupovinu akcija; (2) depozit koji polažu kod klirinške korporacije kupac i prodavac ugovora o fjučersima.

Marginalna sklonost štednji - *marginal propensity to save* - iznos koji lice štedi po svakom dolaru povećanog prihoda.

Marginalna sklonost trošenju (potrošnji) - *marginal propensity to consume* - iznos koji lice troši po svakom dolaru prihoda,

Market mejer - *market-maker* - videti diler.

Međunarodna bankarska olakšica - *International Banking Facility (IBF)* - filijala domaće banke osnovana za međunarodno bankarstvo i tretirana zbog propisa kao inostrana filijala

Međunarodne rezerve - *international reserves* - rezerve koje zemlja drži obično u formi zlata ili u valuti druge zemlje.

Međunarodni monetarni fond (MMF) - *International Monetary Fund (IMF)* - međunarodna organizacija osnovana 1944. godine za nadzor nad deviznim kursovima i unapređenje urednih međunarodnih finansijskih uslova.

Mesto prodaje - *point of sale (POS) terminal* - elektronski uređaj koji automatski zadužuje tekući račun kupca i odobrava tekući račun prodavca u vreme prodaje.

Metod isplate - *payoff method* - procedura koja se koristi u slučajevima stečaja banke, kod koje banka ide u prinudnu upravu a FDIC neposredno isplaćuje deponente.

Metod preuzimanja - *assumption method* - procedura koja se primenjuje kod stečaja banke u kojoj se banka u stečaju pripaja zdravoj banci.

Moderna portfolio teorija - *modern portfolio theory* - analiza odluka o portfoliju pod neizvesnošću i implikacijama za povraćaj na rizične hartije od vrednosti.

Monetarizam - *monetarism* - pozicija, zasnovana na klasičnoj ekonomiji, da „nevidljiva ruka“ gura ekonomiju prema nivou proizvodnje pune zaposlenosti na kome je sama po sebi stabilna i da su napor države da utiče na ekonomske aktivnosti kroz kontracikličnu politiku nepotrebni i potencijalno štetni. Takođe povezan sa kvantitativnom teorijom novca.

Monetarna baza - *monetary base* - ukupne rezerve banaka plus novac kod nebankarske publike.

Monetarna politika - *monetary policy* - državna politika u vezi sa novcem i kreditnim uslovima, naročito stopa rasta novčane mase i nivo kamatnih stopa. Videti kontraciklična monetarna politika.

Monetarna vlast - *monetary authority* - institucija odgovorna za sprovođenje nacionalne monetarne politike kao što je centralna banka.

Monitoring - *monitoring* - proizvodnja i korišćenje informacija o zajmoprimcu ili emitentu posle zaključenja ugovora o kreditu.

Moralni hazard - *moral hazard* - problem asimetričnih informacija koji se javlja pošto je kredit dat. Konkretno, zajmoprimac može da postane rizičniji a da to kreditor na otkrije.

Multiplikator - *multiplier* - koeficijent promene BDP prema promeni egzogene potrošnje. Naziva se i multiplikator potrošnje da bi se razlikovao od novčanog multiplikatora.

Multiplikator ekspanzije depozita po viđenju - *demand deposit expansion*

multiplier - broj koji pomnožen sa nivoom rezervi određuje maksimalni iznos depozita po viđenju. U svojoj najprostijoj formi, jednak je obrnutom koeficijentu obaveznih rezervi.

Municipalna obveznica - *municipal bond* - obveznica koju emituje država (članica Unije) ili lokalna vlast, koja se naziva „izuzetom od poreza“ jer je kamata izuzeta od federalnog poreza na prihod.

Nacionalna asocijacija dilera hartijama od vrednosti - *National Association of Securities Dealers* - asocijacija dilera hartijama od vrednosti kojoj je Komisija za hartije od vrednosti i berze delegirala nadzor nad vanberzanskim tržištem.

Narasla kamata - *accrued interest* - akumulisana kamata na obveznicu od poslednjeg plaćanja kamate.

Nebankarska banka - *nonbank bank* - banka koja ograničava svoje komercijalne usluge (ne prima depozite po viđenju ili ne daje kredite firmama) da bi zaobišla razne pravne restrikcije.

Nedepozitni finansijski posrednici - *nondepository financial intermediaries* - finansijski posrednik koji ne emituje depozite.

Nediskreciona sredstva - *nondiscretionary funds* - bankarska pasiva i aktiva koja nije podvrgnuta kontroli kratkoročnog upravljanja.

Negativna selekcija - *adverse selection* - problem asimetričnih informacija koji se javlja kod ugovora o kreditu u vazi odobravanja kredita jer kreditori ne mogu razlikovati zajmotražioce visokog i niskog kvaliteta.

Neizvršenje - *default* - neuspeh da se izvrši plaćanje o roku.

Neobezbeđeni kredit - *unsecured loan* - kredit koji nije obezbeđen kolateralom.

Neprijateljsko preuzimanje - *hostile takeover* - akvizicija kompanije protivno volji njenog menadžmenta koje sprovodi druga kompanija ili grupa investitora obično povezano sa uklanjanjem menadžmenta akvirirane kompanije.

Nesistematski rizik - *nonsystematic risk* - rizik koji ne zavisi od drugih hartija od vrednosti i može se eliminisati diversifikacijom portfolija.

Neto kamatna marža - *net interest margin (NIM)* - neto kamatni prihod izražen kao procenat od ukupne aktive banke.

Neto prihod od kamate - *net interest income* - prihod od kamate minus kamatni trošak u bilansu uspeha banke.

Neto vrednost - *net worth* - razlika između aktive i pasive pojedinca ili firme.

Neto vrednost aktive - *net asset value (NAV)* - vrednost jedinice u uzajamnom fondu, zasnovana na tržišnoj vrednosti aktive koju poseduje fond i broja jedinica u opticaju.

Neutrživi finansijski ugovori - *nontraded financial contracts* - finansijsko potraživanje ili ugovor kojim se ne može trgovati na sekundarnom tržištu već se drži do dospelosti kod prvobitnog investitora ili kreditora.

Nominalna kamatna stopa - *nominal interest rate* - kamatna stopa merena u novcu, za razliku od realne kamatne stope, koja se koriguje promenama kupovne moći.

Nominalna vrednost - *face value* - konačni iznos zaduženja (izuzimajući kamatu) koji se mora otplatiti po obveznici. Videti glavnica i paritet.

Nominalni BDP - *nominal GDP* - bruto domaći proizvod meren tekućim cenama.

Nota Trezora - *Treasury note* - obligacija Vlade SAD sa kuponom koja se emituje sa ročnošću od jedne do deset godina.

Note sa anticipacijom poreza - *tax-anticipation notes (TANs)* - kratkoročne municipalne hartije od vrednosti emitovane za mobilisanje sredstava za premošćavanje i plative iz poreskih priliva.

Note u očekivanju obveznica - *bond-anticipation notes (BANs)* - kratkoročne municipalne hartije od vrednosti emitovane da se mobilišu sredstva za premošćavanje koja se otplaćuju kada se emituju dugoročne obveznice.

Novac - *money* - ono što se koristi kao sredstvo razmene, računovodstvena jedinica i skadište vrednosti. Videti takođe zakonsko sredstvo plaćanja i novčana masa.

Novčana masa (M1) - *money supply (M1)* - ukupan novac izvan banaka i depoziti po viđenju.

Novčane stavke u procesu naplate - *cash items in the process of collection* - čekovi vučeni na banku a deponovani kod druge banke ali još ne naplaćeni.

Novčano tržište - *money market* - finansijsko tržište kratkoročnih hartija od vrednosti.

Obaveza - *liability* - finansijska obaveza

Obavezne rezerve - *required reserves* - sredstva koje banka mora da drži u formi gotovine u trezoru ili depozitima kod Federalnih rezervi da bi ispunila svoj koeficijent obaveznih rezervi.

Obezbeđeni kreditor - *secured lender* - kreditor koji je obezbeđen kolateralom.

Obične akcije - *common stock* - vlasnički interes u kompaniji. Takvo vlasništvo pruža rezidualno pravo na prihod kompanije, koji se isplaćuje u formi dividendi.

Obligacija - *IOU* - videti promisoru notu.

Obrnuti repo - *reverse repo* - videti upareni prodajno kupovni ugovor.

Obveznica - *bond* - obaveza koju emituje država (government bond) ili firma (korporativna obveznica) kojom se obećava plaćanje imaoocu fiksni novčani iznos na određeni datum dospeća i (obično) redovna plaćanja kamate u međuvremenu. Videti takođe Municipalne obveznice i obveznice sa zero kuponom

Obveznica sa zero kuponom - *zero-coupon bond* - obveznica emitovana bez kamatnih kupona, po diskontu ispod nominalne vrednosti.

Obveznica Trezora - *Treasury bond* - obligacija vlade SAD sa kuponom koja se emituje sa ročnošću od preko deset godina.

Obveznice opšte obaveze - *general obligation bonds* - municipalne obveznice podržane ukupnom poreskom moći države ili lokalnih vlasti.

Odložene kreditne stavke - *deferred credit items* - stavka u bilansu stanja banke koja pokazuje da će u određeno vreme ona primiti dodatni iznos na računu rezervi.

Odložene rezerve - *lagged reserves* - raniji sistem zahteva za bankarskim rezervama koji je ostavljao period od dve nedelje između obračuna obaveznih rezervi i vremena kada rezerve treba da se drže.

Odredba o pozivu - *call provision* - stipulacija u obveznici koja dozvoljava emitentu obveznice da otplati deo ili celu obveznicu pre datuma dospeća.

Operacije na otvorenom tržištu - *open market operations* - kupovina i prodaja državnih hartija od vrednosti koju obavljaju Federalne Rezerve da bi kontrolisale nivoe rezervi banaka. One

koje su usmerene na odbranu ciljnog nivoa rezervi od spoljnih uticaja su defanzivne operacije na otvorenom tržištu - defensive open market operations. One koje su usmerene na promenu nivoa rezervi su dinamične operacije na otvorenom tržištu - dynamic open market operations.

Operativna efikasnost (tržišta hartija od vrednosti) - *operating efficiency (of securities markets)* - efektivnost sa kojom tržišta dovode u vezu kupce i prodavce.

Operativni cilj - *operating target* - jedan od dva međucilja operacija na otvorenom tržištu, obično nivo rezervi ili stopa federalnih sredstava.

Opoziv - *collable* - videti klauzula o opozivu

Osiguravajuće društvo - *insurance company* - finansijska institucija koja pruža zaštitu od gubitka (života ili imovine) ili troškova (kao što su medicinski ili pravni troškovi) primajući uplate (premije) u zamenu za garantovanje kompenzacije.

Otpisi kredita - *loan charge-offs* - iznos kreditnog portfolia koji je morao biti otpisan tokom protekle godine zbog toga što neki bančini dužnici nisu mogli da otplate svoje kredite.

Otvoreni interes - *open interest* - broj otvorenih dugih (koje su jednake kratkim) pozicijama za datu opciju ili fjučers ugovor.

Otvoreni uzajamni fond - *open-end mutual fund* - uzajamni fond koji nudi publici jedinice koje su otplative po neto vrednosti aktive.

Paritet - *par* - nominalna vrednost finansijske aktive, naročito obveznice (često jednako 100)

Partneri - *counterparties* - dve strane u svop sporazumu.

Penzioni fond - *pension (retirement) fund* - fond koji investira doprinose radnika i isplaćuje ih kada odu u penziju.

Penzioni fondovi države i lokalnih vlasti - *state and local government retirement funds* - fondovi koji investiraju i upravljaju doprinosima iz štednje zaposlenih u državnim i lokalnim vlastima za penziju.

Petrodolari - *petrodollars* - prihod u dolarima od prodaje nafte OPEC-a.

Phillipsova kriva - *Phillips curve* - odnos između inflacije i nezaposlenosti, koji sugerira da nižu nezaposlenost obično prati viša stopa inflacije. Originalno je prezentovao profesor A. W. Phillips.

Plafoni stope depozita - *deposit rate ceilings* - vidi Regulation Q

Planovi definisanih beneficija - *defined benefit plans* - penzioni plan gde su benefiti koji se isplaćuju kod penzionisanja specifikovani.

Planovi definisanih kontribucija - *defined contribution plans* - penzioni plan gde se kontribucije poslodavca i zaposlenog specificiraju a benefiti zavise od performanse aktive plana.

Platac fiksne stope - *fixed rate payer* - strana u kamatnom svopu koja obavlja fiksna plaćanja.

Platac plivajuće stope - *floating-rate payer* - strana u kamatnom svopu koji izvršava promenljiva plaćanja.

Platni bilans (nacionalni) - *balance of payments (national)* - evidencija plaćanja zemlje i priliva od drugih zemalja.

Platni sistem - *payments system* - institucionalni aranžmani za saldiranje transakcija u ekonomiji.

Platni sistem međubankarske klirinške kuće - *Clearing House Interbank Payment System (CHIPS)* - telekomunikacioni sistem koji transferiše sredstva između banaka na međunarodnom planu.

Plivajuća kamatna stopa - *floating interest rate* - kredit čija se kamatna stopa koriguje periodično sa promenama tržišnih stopa.

Plivajući kursevi - *floating exchange rates* - međunarodni finansijski sistem u kome kursevi između valuta fluktuiraju u skladu sa ponudom i tražnjom na tržištu.

Ponudbeni (ili preliminarini) prospekt - *offering (or preliminary) prospectus* - javni dokument podnet sa izjavom o registraciji koji sadrži sve relevantne činjenične informacije o firmi i njenom finansiranju.

Ponudbeni memorandum - *offering memorandum* - dokument koji se koristi kod originiranja privatnih plasmana koji sadrži informacije o emitentu i nameni emisije.

Poreski i kreditni računi - *tax and loan accounts* - depoziti državnih sredstava SAD, koji potiču iz poreskih priliva i prodaje obveznica kod komercijalnih banaka.

Posrednička tržišta - *intermediate markets* - tržišta na kojima sredstva teku od štediša-kreditora do zajmoprimaca-trošilaca kroz finansijske posrednike.

Potrošnja - *consumption* - korišćenje robe i usluga kod građana. Generalnije, kupovina robe za neposredno korišćenje u domaćinstvima.

Prajm rej - *prime rate* - kamatne stope koje banke zaračunavaju svojim „najvećim i najboljim“ komitentima, mada često najveći komitenti banke mogu da plaćaju stope ispod prajm reja.

Pravilo Q - *Regulation Q* - pravilo koje postavlja plafone na kamatne stope na depozite. Pravilo Q je praktično ukinuto početkom 1980-tih godina.

Preduzetnik - *entrepreneur* - pojedinac koji kao vlasnik započinje, organizuje i

upravlja rizikom poslovnog poduhvata.

Preferencija likvidnosti - *liquidity preference* - Kejnsov izraz za tražnju za novcem, često se koristi u vezi sa kamatnom stopom.

Preferencijalne akcije - *preferred stock* - vlasnički interes u kompaniji koji nosi isplatu obećane dividende.

Preliminarni prospekt - *preliminary prospectus* - vidi offering prospectus.

Premija likvidnosti - *liquidity premium* - viši prinos na dugoročne hartije od vrednosti da bi se kompenzovao dodatni rizik dugoročnih emisija. Povezan sa teorijom premije likvidnosti o ročnoj strukturi kamatnih stopa.

Premija opcije - *option premium* - cena koju plaća kupac opcije prodavcu opcije za prava koja stiže.

Premija za rizik - *risk premium* - dodatni prihod iznad nerizične stope za investiranje u rizične hartije od vrednosti.

Premije osiguranja depozita zasnovane na riziku - *risk-based deposit insurance premiums* - premije osiguranja depozita koje variraju sa rizičnošću banke, kako se zahteva po zakonu o poboljšanju FDIC 1991. godine

Prenosivi sertifikati o depozitu - *negotiable certificates of deposit (CD)* - sertifikati o depozitu kojima se može trgovati na sekundarnom tržištu.

Prepoznavanje karaktera u magnetnom mastilu - *Magnetic Ink Character Recognition (MICR)* - sistem imprinta na čekovima koji omogućava automatizovano sortiranje.

Pre vremena otplata - *prepayment* - otplata obaveze pre dospelosti.

Prihod - *return* - vrednost investicije na kraju perioda minus vrednost na početku podeljen vrednošću na početku. Videti ukupan prihod, prinos do dospeća.

Prihod na aktivu - *return on assets (ROA)* - neto prihod posle poreza podeljen sa ukupnom aktivom.

Prihod na kapital - *return on equity (ROE)* - neto prihod posle poreza podeljen akcionarskim kapitalom.

Prihodna obveznica - *revenue bond* - obveznica emitovana da finansira određeni projekat, kao što je put sa naplatom, čiji će prihod da se koristi za plaćanje kamate i glavnice po obveznici.

Primarne hartije od vrednosti - *primary securities* - akcije i obveznice koje emituju krajnji zajmoprimci-trošioc.

Primarni kredit - *primary credit* - olakšica za zaduživanje na eskontnom šalteru Feda za zajmoprimce koji ispunjavaju uslove kreditne sposobnosti.

Prinos - *yield* - efektivna stopa prihoda na holding dužničkog instrumenta, za razliku od njenog kamatnog kupona. Videti tekući prinos, prinos do dospeća i prinos peroda holdinga.

Prinos do dospeća - *yield to maturity (internal rate of return)* - diskontna stopa (na godišnjem nivou) koja daje sumu sadašnjih vrednosti svih budućih plaćanja po hartiji od vrednosti jednaka njenoj kupovnoj ceni.

Prinos na eskontnoj osnovi - *yield on a discount basis* - razlika između nominalne vrednosti i kupovne cene zapisa Trezora, podeljeno sa nominalnom vrednošću i na godišnjem nivou korišćenjem 360 dana za godinu.

Prinos od dividende - *dividend yield* - tekuća godišnja dividenda podeljena sa cenom.

Prinos za period držanja - *holding period yield* - godišnji prihod na obveznicu koja je prodana pre dospeća. Videti prihod i prinos do dospeća.

Prinos za period držanja - *holding period yield* - godišnji prinos na obveznicu kada se proda pre dospelosti. Takođe videti, povraćaj - *return* - i prinos do dospelosti - *yield to maturity*.

Prirodna kamatna stopa - *natural rate of interest* - kamatna stopa na kojoj je štednja jednaka investiranju pri punoj zaposlenosti.

Pristup ravnoteže novca - *cash-balance approach* - verzija kvantitativne teorije novca koja se usmerava na tražnju za novcem. Videti jednačinu za tražnju za novcem.

Privatni penzioni fondovi - *private pension funds* - fondovi koji investiraju i upravljaju doprinosima iz štednje pojedinaca za penziju.

Privatni plasmani - *private placements* - neutržive korporacijske obveznice koje ne moraju da se registruju kod SEC.

Prodajna cena - *asked price* - cena koju naplaćuje diler kada prodaje publici.

Prodajna opcija - *put option* - ugovor o opciji po kome kupac opcije ima pravo (ali ne i obavezu) da prodaje određenu količinu osnovne aktive po određenoj ceni do datuma isticanja opcije.

Prolazne hartije od vrednosti - *pass-through securities* - videti GNMA pass-through securities.

Prolazni štedni račun - *passbook savings account* - naziv korišćen u prošlosti da označi račune banke koji donose posebnu kamatnu stopu i sa kojih se sredstva mogu povući u svako doba.

Promisori nota - *promissory note* - pisano obećanje da se plati određeni iznos novca na određeni dan ili po viđenju: ponekad se naziva IOU.

Promptni korektivni postupak - *prompt corrective action (PCA)* - set bankarskih propisa koji oduzima mnoge od diskrecija regulatora u njihovim postupcima sa bankama u stečaju.

Prosta kamata - *simple interest* - kamata koja se izračunava množenjem glavnice kamatnom stopom i vremenom u godinama. Videti takođe složenu kamatu.

Pul hipoteka - *mortgage pool* - paket hipoteka koji se prodaje kao jedinica.

Racionalna očekivanja - *rational expectations* - očekivanja koja odražavaju sve raspoložive informacije u datom momentu u pogledu određenih ekonomskih varijabli. Prema nekima, racionalna očekivanja mogu navoditi pojedince da anticipiraju monetarnu politiku i neutrališu njene efekte.

Račun sa prenosivim nalogom za povlačenje - *negotiable order of withdrawal (NOW) account* - kamatonosni tekući račun.

Računovodstvo istorijskih troškova - *historical cost accounting* - računovodstveno pravilo za banke i štedne i kreditne asocijacije koje valorizuje aktivu i pasivu po njihovoj kupovnoj ceni.

Računovodstvo toka sredstava - *flow of funds accounting* - evidentiranje plaćanja i prijema između različitih sektora ekonomije.

Raketni naučnici - *rocket scientists* - ili kvantitativni analitičari regrutovani iz redova doktora fizičkih nauka kojima je bliska viša matematika, potrebna ne samo za modeliranje kretanja novca i akcija već i za kompleksne finansijske proizvode - *derivate*, kao i za aspekte tržišnog ponašanja. Po pravilu sve investicione banke imaju svoje timove

„raketnih naučnika“ a isto tako sve više imaju ih i druge institucije kao što su konsultantske firme, osiguravajuća društva i finansijska regulatorna tela. A sve je počelo kada je NASA posle završetka programa Apolo otpustila veliki broj visoko obrazovanih inženjera i drugih saradnika.

Raspoloživ prihod - *disposable income* - prihod minus porezi.

Ravnotežna kamatna stopa - *equilibrium interest rate* - kamatna stopa na kojoj je količina sredstava koju kreditori žele da daju na kredit jednaka količini sredstava koju zajmoprimci žele da uzmu na zajam. Na ravnoteži, nema tenedencije da se kamatna stopa menja.

Realna aktiva - *real assets* - imovina kao što je zemljište ili oprema, za razliku od finansijske aktive, kao što su akcije i obveznice.

Realna kamatna stopa - *real interest rate* - kamatna stopa izražena u robu i uslugama, aproksimira se oduzimanjem stope inflacije od nominalne kamatne stope.

Realni BDP - *real GDP* - bruto domaći proizvod, korigovan za efekte inflacije.

Recesija - *recession* - vremenski period koga obeležavaju pad nivoa ekonomskih aktivnosti i povećana nezaposlenost.

Registracija na polici - *shelf registration* - proces u kome firma registruje kod Komisije za hartije od vrednosti dolarski okvir da emituje hartije od vrednosti koji onda može da koristi u delovima ili u celosti u svako doba tokom trajanja registracije na polici.

Registraciona izjava - *registration statement* - javni dokument koji se mora podneti SEC pre nego što hartija od vrednosti može da se prodaje publici

Resolution Trust Corporation (RTC) - agencija koja je administrirala zatvaranje ili merđžovanje nesolventnih štednih institucija.

Restriktivne klauzule - *restrictive covenants* - ugovorna obećanja koja daje korporacija kada dobija finansiranje kojima se ograničavaju njene aktivnosti.

Revolving kreditne linije - *revolving lines of credit* - paket finansiranja od komercijalnih banaka koji kombinuje kreditnu liniju i dugoročni kredit.

Rezerve - *reserves* - sredstva koje banke drže u formi gotovine u trezoru ili depozita kod Federalnih rezervi.

Rizična struktura kamatnih stopa - *risk structure of interest rates* - odnos između prinosa na različite vrste hartija od vrednosti, naročito onih sa različitim kreditnim rejtingom.

Rizične hartije od vrednosti - *risky securities* - hartije od vrednosti sa neizvesnim prihodom.

Rizik kamatne stope - *interest rate risk* - rizik da promena kamatnih stopa može da utiče na neto vrednost finansijskog posrednika zbog neusklađenosti ročnosti aktive i pasive.

Rizik kamatne stope - *interest rate risk* - rizik da promena kamatne stope pogodi neto vrednost finansijskog posrednika zbog ročne neusklađenosti njegove aktive i pasive.

Rizik likvidnosti - *liquidity risk* - rizik za banku da je neočekivana povlačenja depozita ili neočekivana tražnja za kreditima ostavi bez sredstava.

Rizik neizvršenja - *default risk* - mogućnost da emitent hartije od vrednosti ne izvrši obavezu.

Ročna struktura kamatnih stopa - *term structure of interest rates* - odnos između

prinosa na različita dospeća iste vrste hartija od vrednosti.

Ročni depoziti - *time deposits* - videti certifikate o depozitu.

Ročno životno osiguranje - *term life insurance* - čisto životno osiguranje bez uključenja štedne komponente u polisu.

Sadašnja vrednost - *present value* - vrednost budućeg plaćanja diskontovana po kamatnoj stopi da proizvede njenu sadašnju vrednost (današnja vrednost).

Sadašnje rezerve - *contemporaneous reserves* - sistem obavezni rezervi sada na snazi, koji čini da obavezne rezerve zavise od tekućeg nivoa depozita (ali još uvek dozvoljava mali gep između obračuna i držanja obaveznih rezervi).

Saldiranje prebijanjem - *settlement by offset* - poništavanje prava i obaveza po osnovu opcija i fjučersa kroz kupovine i prodaje identičnih ugovora.

Saldiranje prema tržišnoj vrednosti - dnevno prilagođavanje salda kod klirinške korporacije da bi odrazila promene cena fjučers ugovora.

Sejov zakon - *Say's law* - „ponuda stvara svoju sopstvenu tražnju”, otuda će ukupna potrošnja (tražnja) uvek biti dovoljna da opravda proizvodnju pri punoj zaposlenosti (ponuda).

Sekcija 20 afilijacija - *section 20 affiliates* - subsidijari bankarskih holding kompanija za investiciono bankarstvo koje mogu da se angažuju na aktivnostima upisa koje su ranije bile zabranjene Glass - Steagallom zakonom.

Sekjuritizacija - *securitization* - skupljanje grupe kredita u trust i onda prodaja hartija od vrednosti koje se emituju po osnovu trusta, transformišući na taj

način neutržive kredite u utržive hartije od vrednosti.

Sekundarni kredit - *secondary credit* - olakšica eskontnog šaltera Fedu za zajmoprimce koji ne ispunjavaju uslove kreditne sposobnosti.

Sekundarno tržište hartija od vrednosti - *secondary securities market* - finansijsko tržište na kome se trguje prethodno emitovanim hartijama od vrednosti, kao što je Njujorška berza akcija.

Serijska dospelost - *serial maturity* - raspored otplate dela emisije obveznica svake godine dok ukupna emisija ne dospe.

Sindikato - *syndicate* - grupa investicionih banaka koje su okupljene da dele rizik u vezi sa upisanom hartijom od vrednosti.

Sistem Federalnih rezervi - *Federal Reserve System („the Fed“)* - centralni bankarski sistem i monetarna vlast u Sjedinjenim državama, koji čine regionalne banke Federalnih rezervi i Bord guvernera Federalnih rezervi, koji nadgleda i ispituje banke članice sa licencom država, reguliše bankarske holding kompanije i odgovoran je za vođenje monetarne politike.

Sistem orijentisan prema tržištu - *market oriented system* - finansijski sistemi kakvi su u SAD ili Velikoj Britaniji u kojima su tržišta akcija i obveznica veća u poređenju sa bankarskim sistemom.

Sistem upravljanog plivajućeg kursa - *managed floating system* - međunarodni finansijski sistem koji je sada na snazi, u kome bogate nacije intervenišu radi uticanja na devizne kurseve kupovinom i prodajom valuta.

Sistem za elektronski transfer sredstava - *electronic funds transfer system (EFTS)* - sistem u kome telekomunikacija

zamenjuje čekove kao sredstvo za transfer sredstava između banaka.

Sistem za kotacije Nacionalne asocijacije diler hartijama od vrednosti - *National Association of Securities Dealers Quotation System (NASDAQ)* - kompjuterizovan sistem za prikazivanje kupovnih i prodajnih cena za akcije na vanberzanskom tržištu.

Sistematski rizik - *systematic risk* - rizik koji je zajednički za sve hartije od vrednosti koji se ne može eliminisati diversifikacijom portfolija.

Složena kamata - *compound interest* - kamata koja se računa na zbir glavnice i kamate koja je već prihodovana.

Složeni indeks Njujorške berze akcija - *New York Stock Exchange Composite Index* - mera nivoa cena akcija, zasnovana na svim akcijama na listingu Njujorške berze akcija.

Specijalista - *specialist* - diler koji je market mejer za akcije kojima se trguje na organizovanoj berzi (kao što je Njujorška berza akcija) i koji je takođe odgovoran za uparivanje naloga publike za prodaju i kupovinu na aukciji.

Spekulativna tražnja za novcem - *speculative demand for money* - Keinzova ideja da ljudi traže novčana salda da bi spekulisali na buduće kamatne stope.

Spekulatori - *speculators* - ljudi koji uzimaju rizik u finansijskim transakcijama u anticipiranju profita.

Sporazum o reotkupu - *repurchase agreement (RP ili „repo“)* - prodaja hartija od vrednosti sa obavezom da se kupe natrag na određeni datum po određenoj ceni. Repo koriste Federalne Rezerve kao vrstu operacija na otvorenom tržištu i dileri državnih

hartija od vrednosti da finansiraju svoje zalihe obveznica.

Spot tržište - *spot market* - tržište na kome se trguje aktivom za promptnu isporuku, takođe se zove novčano tržište nasuprot tržištu za terminsku ili buduću isporuku.

Srednjeročne note - *medium term notes* - dužnički instrumenti koji su slični komercijalnom papiru osim što njihove ročnosti idu od 1 - 5 godina umesto najviše 270 dana.

Sredstva (za penzione benefite) - *funding (of pension benefits)* - izdvajanje sredstava sada, radi pokrivanja budućih obaveza prema penzijama.

Sredstva za kreditiranje - *loanable funds* - sredstva koja su kreditori spremni da daju korisnicima. Mogu se koristiti kao okvir za utvrđivanje ravnotežnog nivoa kamatnih stopa.

Sredstvo razmene - *medium of exchange* - nešto što se koristi za finaliziranje plaćanja roba i usluga (M1 ili novac i tekući računi).

Standard & Poors's 500 Stock Index - mera nivoa cena akcija zasnovana na ceni 500 akcija koje je odabrala Standard & Poors's Corporation.

Stečaj banke - *bank failure* - situacija u kojoj banka prestaje sa poslovanjem jer ne može da izmiruje svoje obaveze. Videti takođe metod preuzimanja i metod isplate.

Stopa federalnih sredstava - *federal funds rate* - kamatna stopa za federalna sredstva.

Striping - *stripping* - odvajanje kamatnih kupona od obveznica i njihova prodaja kao posebnih (zero kupon) hartija od vrednosti.

Subordinirani dug - *subordinated debt* - klasa duga čiji je prioritet otplate kod

stečaja iza ili mlađi od drugih klasa dugova.

Svetska banka - *World Bank (International Bank for Reconstruction and Development)* - organizacija koju su osnovala razvijene zemlje da kreditira zemlje u razvoju.

Svopovi kamatne stope - *interest rate swaps* - ugovorni sporazum između dve strane da razmene plaćanje kamate tokom određenog budućeg perioda.

Štedne banke - *savings banks* - finansijske institucije koje su tradicionalno bile ograničene na prihvatanje štednih depozita i davanje hipotekarnih kredita.

Štedne i kreditne asocijacije - *savings and loan associations (S&L)* - depozitne institucije koje su u znatnoj meri ograničene na to da investiraju u aktivu vezanu za domaćinstva kao što su hipoteke.

Štedne institucije - *thrift institutions („thrifts“)* - štedne i kreditne asocijacije, uzajamne štedionice i kreditne unije nazivaju se štednim institucijama.

Štedni depozit - *savings depozit* - netransakcioni depoziti koji se mogu povući u svako doba kao što je depozitni račun novčanog tržišta.

Štedni računi videti štedni depozit - *savings accounts, savings deposits*.

Tabele lige - *league tables* - rangiranje investicionih banaka prema obimu underwritinga određenih klasa hartija od vrednosti.

Tanka tržišta - *thin markets* - tržište sa niskim obimom trgovine.

Taylorovo pravilo - *Taylor rule* - pravilo monetarne politike koje koristi prostu jednačinu da odredi nivo stope federalnih sredstava pri datim vrednostima stope inflacije i gepa

između stvarnog i potencijalnog realnog BDP.

Tekući kupon - *current coupon* - najnovije emitovana državna hartija od vrednosti određene ročnosti.

Tekući prinos - *current yield* - godišnje plaćanje kupona po obveznici podeljeno sa tekućom cenom obveznice.

Tekući račun - *checking (checkable) deposits* - računi kod finansijske institucije (checking accounts) koji omogućavaju vlasniku računa da transferiše sredstva trećoj strani putem čeka (nalogom za plaćanje).

Teorija preferencijalnog habitata - *preferred habitat theory* - teorija o ročnoj strukturi kamatnih stopa koja kombinuje sile ponude i tražnje sa očekivanjima.

Terminski ugovor - *forward contract* - nestandardizovani ugovor o razmeni jedne aktive u budućnosti po sada ugovorenoj ceni.

Tezaurisanje - *hoarding* - povećano držanje gotovog novca.

T-račun - *T-account* - prost računovodstveni izveštaj koji registruje samo promene bilansnih stavki od početka.

Transakciona tražnja za novcem - *transaction demand for money* - tražnja za novcem u vezi sa nivoom ekonomske aktivnosti.

Transakcioni troškovi - *transaction costs* - troškovi, kao što su provizije i kupovno-prodajni spread kod kupovine i prodaje hartija od vrednosti. Videti utrživost.

Transmisioni mehanizmi monetarne politike - *transmission mechanisms of monetary policy* - kanali kroz koje promene novca utiču na ekonomsku aktivnost.

Trgovačka banka - *merchant bank* - banka koja može da koristi svoj vlastiti kapital da bi uzela vlasnički udeo u nefinansijskoj kompaniji sa krajnjim ciljem da preproda vlasnički interes radi ostvarivanja profita.

Trgovački rizik - *trading risk* - rizik finansijskog posrednika u vezi sa trgovinom finansijskim instrumentom.

Trošak kapitalnog efekta - *cost of capital effect* - uticaj promene kamatnih stopa na BDP kroz investiciono trošenje.

Tržišni portfolio - *market portfolio* - portfolio koji se sastoji od svih hartija od vrednosti na tržištu.

Tržišni rizik - *market risk (capital uncertainty)* - rizik fluktuisanja cene hartije od vrednosti. Za obveznice, povezan sa varijacijama nivoa kamatnih stopa.

Tržište bikova - *bull market* - finansijsko tržište na kome cene rastu.

Tržište federalnih sredstava - *federal funds market* - tržište neobezbeđenih zajmova između banaka, koji se nazivaju federalna sredstva.

Tržište kapitala - *capital market* - tržište akcija i dugoročnih dužničkih instrumenata.

Tržište medveda - *bear market* - finansijsko tržište na kome cene padaju.

Tržište primarnih hartija od vrednosti - *primary securities market* - finansijsko tržište za kupovinu i prodaju akcija ili obveznica kada su emitovane.

U trku vidi tekući kupon - *on the run see current coupon*

Udarana cena - *strike price* - vidi cenu izvršenja.

Udeo - *share* - jedinica vlasništva u kapitalu korporacije.

Ugovor o opciji - *option contract* - videti kol opciju i put opciju.

Ukupan prihod - *total return* - kapitalna dobit na hartiju od vrednosti plus kupon ili prihod od dividende podeljen sa cenom.

Ukupna tražnja (ponuda) - *aggregate demand (supply)* - ukupan iznos robe i usluga koji se traži (nudi) u privredi.

Univerzalni život - *universal life* - polisa životnog osiguranja koja uključuje komponente štednje koja isplaćuje stopu novčanog tržišta.

Univerzalno bankarstvo - *universal banking* - kombinacija tradicionalnih aktivnosti komercijalne banke i aktivnosti na upisu investicione banke i mogućih drugih finansijskih usluga pod istim krovom.

Unutrašnja vrednost - *intrinsic value* - vrednost opcije kod isticanja (ili kada se izvrši).

Upareni sporazum o prodaji-kupovini - *matched sale-purchase agreement* - operacija na otvorenom tržištu (prodaja), nekad se naziva obrnuti repo, u kojoj Federalne rezerve prodaju hartije od vrednosti i prihvataju da ih kupe natrag u bliskoj budućnosti.

Upisivanje - *underwriting* - proces u kome se novo emitovana hartija od vrednost prodaje publici - pokroviteljstvo.

Upisni spread - *underwriting spread* - naknada koju zarađuje investiciona banka ili druga finansijska institucija za utrživane novo emitovane hartije od vrednosti.

Upisnik - *underwriter* - finansijska institucija koju angažuje kompanija da proda njene hartije od vrednosti publici.

Uslovni iznos glavnice - *notional principal amount* - dogovoreni iznos glavnice u svop transakciji.

Utržive hartije od vrednosti - *traded securities* - finansijska potraživanja ili

ugovori kojima se trguje na sekundarnom tržištu kao što su akcije kojima se trguje na Njujorškoj berzi akcija.

Utrživost - *marketability* - lakoća kupovine i prodaje aktive, povezana sa uskim spredom između kupovne i prodajne cene.

Uzajamne štedionice - *mutual savings banks* - depozitne institucije koje su specijalizovane za davanje potrošačkih i hipotekarnih kredita. Ove štedne institucije su većim delom locirane na Severoistoku.

Uzajamni fond - *mutual fund* - fond koji prikuplja investicije velikog broja učesnika i kupuje hartije od vrednosti kao što su akcije ili, kod uzajamnog fonda novčanog tržišta, instrumente novčanog tržišta.

Uzajamni fondovi novčanog tržišta - *money market mutual funds* - uzajamni fondovi koji investiraju u instrumente novčanog tržišta. Videti multiplikator ekspanzije depozita po viđenju.

Valorizovano prema tržištu - *marked-to-market* - računovodstveno pravilo da se menja vrednost hartije od vrednosti (ili bilo koje aktive ili pasive) svaki put kada se promeni njena tržišna vrednost.

Valuta - *currency* - kovanice i novčanice kao novac.

Valutni svopovi - ugovorni sporazum između dva partnera da razmene plaćanja u različitim valutama tokom budućeg perioda.

Vanberzansko tržište - *over-the-counter market (OTC)* - trgovina akcijama, obično manjih kompanija, koje nisu na listingu berze. Takođe se odnosi na to kako se trguje državnim i korporacionim obveznicama, to jest,

kroz dilere koji kotiraju kupovinu i prodaju i prodaju „preko šaltera“.

Vanbilansno - *off-balance sheet* - odnosi se na aktivnosti na kojima se banka angažuje a koje se ne evidentiraju ni kao aktiva ni kao pasiva.

Varijabilni život - *variable life* - polisa životnog osiguranja koja uključuje komponente štednje koja se može svrstati među investicione opcije.

Velocitet - *velocity* - stopa prometa novčane mase, prosečan broj puta godišnje koliko je svaki dolar korišćen za kupovinu robe i usluga (često mereno kao BDP podeljen sa novčanom masom).

Vesting - *vesting* - prava u penzionom fondu koja se gube ako zaposleni napusti posao pre odlaska u penziju.

Veživati - *peg* - držati na fiksnoj nivou, kao kod vezivanja deviznog kursa.

Visok prinis - *high yield* - videti jeftine obveznice.

Zadržani prihodi - *retained earnings* - profiti korporacije koji se ne distribuiraju kao dividende akcionarima.

Zahtevi za kapitalom zasnovani na riziku - *risk-based capital (RBC) requirements* - regulatorni zahtev u bankarstvu koji povezuje minimalne kapitalne standarde sa bančnim rizikom.

Zahtevi za obavezanim rezervama vidi koeficijent obaveznih rezervi.

Zaibacu - *zaibatsu* - veliki japanski finansijsko-industrijski kombinati koji su prethodili keirestu.

Zakon o obezbeđenju prihoda za penzionisanje zaposlenih - *Employee Retirement Income Security Act (ERISA)* - zakon donet 1974. godine da štiti penzionu prava zaposlenih i ustanovi

Korporaciju za garantovanje penzionih benefita.

Zakonsko sredstvo plaćanja - *legal tender* - novac za koji država traži da ga kreditor prihvati na ime izmirenja dugova. Ako nije prihvaćen, kamata se ne mora obračunavati posle toga.

Zamka likvidnosti - *liquidity trap* - u kejnzijanskoj teoriji, tačka preko koje povećanje novčane mase više ne dovodi do pada kamatnih stopa.

Zaokruženi lot - *round lot* - jedinica u kojoj se trguje hartijama od vrednosti uobičajeno (100 akcija kapitala, \$1 milion nominalne vrednosti zapisa Trezora).

Zapisi Trezora - *Treasury bills* - obligacije sa zero kuponom vlade SAD koje se emituju sa ročnošću od godinu dana ili kraće.

Zatvorena investiciona kompanija - *closed-end investment company* - uzajamni fond koji emituje ograničen broj akcija kojima se trguje na tržištu akcija.

Zlatna tačka izvoza - *gold export point* - po međunarodnom zlatnom standardu limit do koga može da deprecionira deficit nacionalne valute pre nego što postane jeftinije izvoziti zlato nego kupovati stranu valutu.

Zlatna tačka uvoza - *gold import point* - po međunarodnom zlatnom standardu limit do koga suficit nacionalne valute može da aprecira pre nego što postane jeftinije za druge nacije da plaćaju svoje trgovinske deficite u zlatu nego da kupuju njenu valutu.

Zlatni standard - *gold standard* - monetarni sistem u kome se valuta isplaćuje u zlatu po fiksnoj ceni.

INDEX



Napomena: brojevi stranica posle kojih stoji „n” ukazuju na fusnotu

„Anđeosko finansiranje”, 283
Account executives, 9
Adekvatnost kapitala, 318
Agencijske emisije, 417n
Agregatna ponuda i tražnja, 500
Akcije, 37
Akcionarski kapital, 153
Aktiva, 224n
Alokaciona efikasnost, 111
Američka opcija, 171n
Analiza fiksnog prihoda, 9
Analiza ISLM, 507
Analiza portfolija, 122
Anticipirana monetarna politika, 582
Anticipirano smanjenje novčane mase, 500n
Aprecijacija valute, 189
Arbitražeri, 169
Argentina devalvira pezo, 201
Aritmetička sredina, 121
Asimetrične informacije, 210
Aukcije, 106
Aukcijsko tržište, 102
Autonomne prema indukovanim promenama
BDP, 485
Averzija prema riziku, 120

Bagehot, Walter, 400n
Balonske isplate hipoteka, 150
BAN, 148
Bank Holding Company Act 1957, 6
Banka za međunarodna poravnanja (BIS), 318
Bankarska holding kompanija, 248
Bankarske hartije od vrednosti, 139
Bankarski rizik, 242
Bankarsko orijentisan sistem, 281
Bankarstvo, 3
Barter, 18
Benston, George J., 220n
Berger, Allen N., 221n
Bilansi, 227
Bootstrap finansiranje, 271
Bord guvernera, 17
Brokери hartija od vrednosti, dileri i
investicione banke, 272
Brokersko tržište, 102
Bruto domaći proizvod (BDP), 23, 451
Cena za izvršenje obaveze, 292
Centralna banka, 17, 332
Certifikat o depozitu (CD), 16
Ciklični i dugoročni trendovi kamatnih stopa,
75
Cirkularni tok trošenja, prihoda i autputa, 469
Cornett, Marcia Millon, 320n
Cyber novac, 28
Čvrsta obaveza preuzimanja emisije, 293

Debitne kartice, 28
 Deficit u platnom bilansu, 189
 Deflacija, 21
 Denominacija novčanica, 18n
 Depoziti po viđenju, 15
 Depozitne finansijske institucije, 227, 233
 Depozitni račun novčanog tržišta (MMDA), 218n, 237
 Deprecijacija, 189
 Derivati, 40, 110
 Derivatni finansijski instrumenti, 40
 Devizne rezerve, 203
 Dilerski plasirani papir, 145
 Dilersko tržište, 103
 Direktno plasirani papir, 145
 Distribucija verovatnoće, 121
 Diversifikacija portfolija, 120, 210
 Dividenda, 37
 Dnevni prihodi izloženi riziku (DeaR - daily earnings at risk), 246
 Dobra utrživost, 103
 Dohodovne obveznice, 147
 Dokument o uslovima, 289
 Dospuća obnavljanja cene aktive i pasive, 244
 Dow Jones industrijski prosek (DJIA), 154
 Dozvole za početak stambene izgradnje kao ekonomski indikator, 610
 Doživotno osiguranje, 264
 Društva za osiguranje imovine i osiguranje od nesrećnih slučajeva, 48
 Društva za osiguranje života, 47, 263
 Državna nacionalna hipotekarna asocijacija (Government National Mortgage Association - GinnieMae), 39, 149
 Državni penzioni fondovi i penzioni fondovi lokalne uprave, 48
 Dualni bankarski sistem, 312
 Due diligence, 289
 Duracija obveznice, 65n
 Duracija prema roku dospuća, 97
 Džambo CD, 140
 Džank obveznice, 142
 Edge Act, 254
 Efekat bogatstva, 497
 Efekat deviznog kursa, 497
 Efekat istiskivanja, 525
 Efekat troška kapitala, 497
 Ekonomičnost konsolidacije, 249
 Ekonomija obuhvata u bankarstvu, 249
 Ekonomija ponudbene strane, 502
 Ekonomija veličine u bankarstvu, 249
 Ekonomski indikatori, 609
 Ekspanzija depozita, 374
 Empirijska analiza velikih firmi, 302n
 Empirijski dokaz o efektivnosti monetarne politike, 593
 Eskontne stope, 360, 397
 Eskontni šalter, 398
 Evrobond, 256
 Evrodolari, 140, 256
 Evropska monetarna unija, 200
 Evropska unija, 307
 Evropski monetarni sistem (EMS), 200
 Evrotržišta, 255
 Familije uzajamnih fondova, 223
 Federalna agencija za stambenu izgradnju (Federal Housing Authority - FHA), 38
 Federalna korporacija za osiguranje depoziti (FDIC), 6, 312
 Federalna korporacija za osiguranje štednih uloga i kredita (FSLIC), 220
 Federalna sredstva, 138, 439
 Federalna stambeno kreditna hipotekarna korporacija - Freddie Mac, 100
 Federalne rezerve, 4
 Federalni komitet otvorenog tržišta - Federal Open Market Committee - FOMC, 360
 Fiksni devizni kurs, 199
 Filijale, 249
 Finansijska aktiva, 225, 490
 Finansijska institucija, 3
 Finansijska tržišta, 3, 33
 Finansijske holding kompanije (FHC), 276
 Finansijske kompanije, 271
 Finansijski ekonomista, 9
 Finansijski fjučersi, 164

Finansijski instrumenti i tržišta, 36
 Finansijski posrednici, 43, 209
 Finansijski ugovori kojima se ne trguje, 212
 Finansijsko posredništvo, 209
 Finansiranje budućih nadoknada, 266
 Finansiranje obrtnog kapitala, 283
 Fiskalna politika i istiskivanje, 524, 601
 Fiskalna politika, 489
 Fjučers ugovori, 40
 Fjučersi, 40
 Float - flotacija, 418
 Fondovi bez opterećenja, 270
 Fondovi mezanin duga, 274
 Fondovi sa opterećenjem, 270
 Fondovi venčer kapitala, 274
 Formula „sadašnje vrednosti”, 61n
 Forward contract - terminski ugovor, 165
 GAP koeficijent, 244
 Generički svop, 181
 GIGO (garbage in, garbage out - dubre unutra, dubre napolje), 600n
 Globalizacija, 254
 GNMA - Government National Mortgage Association, 9
 Gotovina u opticaju, 424n
 Građevinske dozvole, vodeći indikator, 615
 Gramm - Leach - Bliley Zakon o modernizaciji finansijskih usluga, 225, 276
 Hartije od vrednosti kojima se trguje, 212
 Hartije od vrednosti sa fiksnom stopom, 39
 Hausbank, 338
 Hedž fondovi, 274
 Hedžeri, 167
 Hiperinflacija, 21
 Hipoteke sa promenljivom stopom (adjustable-rate mortgages - ARM), 39
 Hipoteke, 38
 Horizontalno rastojanje, 512n
 Hotimično preuzimanje rizika, 317
 Humphrey-Hawkins zakon iz 1978. godine, 437
 Indeksi fond, 45, 127
 Individualni penzioni računi (IRA), 267
 Inflacija novca i Philipsova kriva, 567
 Inflacija, 21
 Inicijalna javna ponuda (IPO), 274
 Insajderska trgovina, 310
 Institucionalizacija finansijskih tržišta, 222
 Instrumenti centralnog bankarstva, 395
 Interna stopa godišnjeg prihoda, 61n
 International Banking Facilities (IBF), 257
 Intrinsec vrednost opcije, 175
 Investiciona klasa, 142
 Investicione banke, 104
 ISLM i ukupna tražnja, 534
 Ispitivanje banaka, 314
 Izveštaj 10K, 310
 Izveštaj o zaposlenosti, 613
 Izvoz i uvoz, 485
 Izvršna cena (exercise price), 171
 J. P. Morgan, 325
 Japan, 340
 Jedinice uzajamnih fondova novčanog tržišta, 16
 Jedinstvo, (115)
 Jednačina tražnje za novcem, 458
 Jednogodišnje obnavljanje cene GAP, 244
 Kamatne stope i anticipirana monetarna politika, 589
 Kane, Edward J., 220n
 Kapitalni dobitak, 38
 Kaptivne finansijske kompanije, 271
 Kasni indikatori, 615
 Kašnjenje uticaja, 599
 Keiretsu, 340
 Kejnzi i klasični ekonomisti, 527
 Kejnzijanci, 475
 Kembrički pristup novčanog salda, 458
 Keogh, Eugene F. 267n
 Keoghovi planovi, 267
 Klasična ekonomija Adama Smitha, 451
 Klasična teorija kamate, 453
 Klauzule o pozivu, 142
 Klauzule o unakrsnoj docnji, 289n
 Klauzule, 289
 Kliring čekova i naplata, 370

Klirinška korporacija, 166
 Knjigovodstvena vrednost, 239n
 Koeficijent obaveznih rezervi, 379
 Koincidentni indikator, 615
 Kolateral, 221, 243
 Kolateralizovane hipotekarne obligacije (CMO), 150
 Komercijalne banke, 47
 Komercijalne finansijske kompanije, 271
 Komercijalni papir, 43, 145, 221
 Komisija za hartije od vrednosti (SEC), 114, 309
 Komisija za trgovinu robnim fjučersima (CFTC), 310
 Kompanije za komercijalne i potrošačke kredite, 48
 Kompenzacije menadžerima, 347
 Kompletan proces kretanja novčane mase, 385
 Koncept prihoda ili stope prihoda, 67
 Konflikt između akcionara i kreditora, 332
 Konflikt između menadžera i akcionara, 333
 Konsole (consols), 36
 Kontraktilna monetarna i fiskalna politika, 573
 Kontrakcija depozita, 380
 Kontrolor valute, 11
 Konvertibilne obveznice, 142
 Konvertibilne prioritetne akcije, 37
 Konvertibilni dug, 274
 Konverzija odlike, 142
 Korelacija, 123n
 Korišćenje finansijskih fjučers ugovora, 167
 Korporacija za garantovanje penzija (Pension Benefit Guaranty Corporation -Penny Benny), 266
 Korporacijske hartije od vrednosti, 141
 Korporacijske obveznice, 141
 Korporacijski skandali, 348
 Kovarijansa, 123
 Kredibilitet, 588
 Kredit Federalnih Rezervi, 419n
 Kreditna ili zajmova sredstva, 68
 Kreditna linija (L/C), 283
 Kreditne unije, 48, 214
 Kreditni izveštaj, 285
 Kreditni odbor, 285
 Kreditni referent u banci, 6, 10
 Kreditni rizik, 225, 243
 Kreditor poslednje instance, 400
 Kreiranje finansijskog sistema, 331
 Kriva IS, 516
 Kriva LM, 510
 Kriva prinosa, 81, 82
 Krive IS i LM zajedno, 520
 Kriza štednje i kredita, 218
 Kriza, 203
 Kupac fjučers ugovora - dugi, 165
 Kuponska kamatna stopa, 58
 Kuponske hartije od vrednosti, 37, 57
 Kupovna (call) opcija, 40, 171
 Kupovna cena, 107
 Kupovni menadžerski indeks, 609, 615
 Kvantitativna teorija novca, 451
 Laissez-faire, 452
 Leveridž, 242
 LIBOR, 140, 244
 Lična garancija, 286
 Lična potrošnja i prosto utvrđivanje BDP, 478
 Likvidni instrumenti, 290
 Likvidno tržište, 108
 Likvidnost aktive građana, 23
 Longstaff, Francis A., 348n
 Lucent technologies - propust da se diversifikuje, 124
 M1, 15, 16n, 27, 27n
 M2, 15, 27, 27n
 M3, 16
 Manje razvijene zemlje (LDC), 221
 Margina, 166
 Marginalna sklonost štednji, 480, 517
 Marginalna sklonost trošenju, 479
 Mark-to-market saldiranje, 166, 242
 McFaddenov zakon, 247
 Međunaroni monetarni fond (MMF), 200
 Memorandum o ponudi, 289
 Menadžerska grupa, 272
 Metoda isplate, 316

Milion dolara na lutriji, 61
 MMDA, 218n, 237
 Moderna teorija portfolija, 122
 Modifikacija premije likvidnosti, 84
 Modifikovana isplata, 316n
 Moneta, 14
 Monetariisti i neoklasičari, 464
 Monetariisti, 464
 Monetarna baza, 387, 427
 Monetarna i fiskalna politika, 522
 Monetarna politika i kriva LM, 512
 Monetarna politika i međunarodna trgovina, 495
 Monetarna politika, 357, 493
 Monetarna politika, fiskalna politika i istiskivanje, 564
 Monetarni efekti finansiranja Trezora, 429
 Monetizacija duga, 434
 Monitoring nad ponašanjem zajmoprimca, 212
 Monopolska moć, 241
 Moralni hazard i osiguranje depozita, 316
 Moralni hazard, 211, 296, 333
 Morgan Stanley, 325
 Mosser. C. Patricia C., 593n
 Multiplikator ekspanzije depozita po videnju, 379
 Multiplikator, 483
 Municipali, 146
 Municipalne hartije od vrednosti, 146
 Nacionalna asocijacija dilera hartijama od vrednosti (NASD) 114, 310
 Najlikvidnija aktiva, 15
 NASDAQ - national association of Securities Dealers Automated Quotation System, 151
 NASDAQ kompozitni indeks, 38
 National bank Act iz 1864. godine, 248n
 Nedepozitni finansijski posrednici, 227
 Negativna selekcija, 211, 296, 332
 Negocijabilni (prenosivi) certifikati o depozitu (CD), 43
 Negocijabilni računi (NOW), 27n
 Neobezbeđeni kredit, 286
 Neprijateljsko preuzimanje, 272, 337
 Nesistematnički rizik, 125
 Neto kamatna marža, 239
 Neto kamatni prihod, 239
 Neto vrednost aktive (NAV- nett asset value), 270
 Netradicionalno bankarstvo, 251
 Netransakcioni depoziti, 237
 Neuspeh tržišta, 211
 Neutržive, štedne obveznice SAD, 132
 Nezavisnost centralne banke i inflacija, 365
 Nominalna kamatna stopa, 66
 Nominalne prema realnim kamatnim stopama, 66
 Nominalni BDP, 459
 Nonperforming krediti, 243
 Note Trezora, 132
 Novac i kamatna stopa, 490
 Novac, 15
 Novčana masa i velika depresija, 465
 Novčani računi Trezora SAD, 422
 Novčano tržište, 41
 NOW računi, 218n
 Njujorška berza akcija (NYSE) - Big Board, 151
 Obavezne rezerve na depozite banaka, 360, 374, 395
 Obelodanjivanje, 314n
 Obezbeđeni kreditor, 286
 Obična kamata, 55
 Obične akcije, 37
 Obračunavanje kamatnih stopa, 55
 Obrnut odnos između prinosa i cena obveznica, 64
 Obrnuti RP ugovor, 138, 409
 Obveznice bez fiksnog roka dospeća (perpetuitis) 36
 Obveznice oslobođene poreza, 37
 Obveznice sa zero kuponom, 37, 61, 62
 Obveznice visokog prinosa, 142
 Obveznice, 36
 Očekivanja i monetarna politika, 499
 Opcije, 40
 Opciona premija, 40

Opcioni ugovori, 40
 Operacije na otvorenom tržištu, 133, 360
 Operativna efikasnost tržišta hartija od vrednosti, 103
 Operativni ciljevi, 437
 Oporezivanje, 429
 Opozive obveznice, 142
 Oprezni snabdevači (OS), 119
 Opšte obligacione obveznice, 147
 Osiguranje depozita, 315
 Otkup preduzeća pozajmljenim sredstvima (LBO - leveraged buyouts), 271, 337n
 Otpisi kredita, 243
 Partneri, 179
 Philipsova kriva i kredibilitet, 586
 Philipsova kriva, 568
 Pisci opcija, 40
 Pit, 165
 Plan definisanje beneficije, 222
 Plan definisanog doprinosa, 222
 Planovi penzionog fonda, 264
 Planovi sa definisanim doprinosom, 266
 Planovi sa definisanim naknadama, 266
 Platni bilans, 188
 Platni sistem, 332
 Platni spisak zaposlenih, 613
 Plivajuće kamatne stope, 244
 Plivajući devizni kursevi, 200
 Plivajući devizni kursevi, 200
 Pokrovitelji emisije, 291
 Polisa doživotnog osiguranje građana, 264
 Polisa osiguranja sa univerzalnim rokom, 264
 Polisa osiguranja sa varijabilnim rokom, 264
 Pomeranja između gotovine i tekućih računa, 386
 Pomeranja između oročenih depozita i tekućih računa, 389
 Ponuda i tražnja, 82
 Poole, William, 443n
 Poreski i zajmovni računi Trezora, 408
 Poresko izuzeće, 148
 Portfolio tržišta, 125
 Poslovne investicije, 603
 Posrednička tržišta, 33
 Potraživanja, 282n
 Potrošački krediti, 302
 Potrošačko finansijske kompanije, 271
 Potrošačko trošenje i investicije, 479
 Potrošnja građana, 604
 Povraćaj na aktivu ili ROA - return on assets, 242
 Povraćaj na kapital ili ROE - return on equity, 242
 Prava plenidbe na kolateral, 299
 Preferencija likvidnosti, 491
 Preliminarni prospekt, 292, 309
 Premija likvidnosti, 85
 Premija rizika, 85
 Premija za rizik, 125
 Premije za osiguranje rizičnih depozita, 321
 Prenosivi sertifikat o depozitu, 237
 Preuzimanje korporacija, 337
 Prijava za registraciju, 309
 Primarna tržišta, 309
 Primarni kredit, 401
 Primarno tržište, 36, 103
 Prime rate, 244, 404
 Prinos do dospeća, 57-58
 Prinos ekvivalentan kuponu zapisa Trezora, 137
 Prinos ekvivalentan obveznici, 137
 Prinos na eskontnoj osnovi, 137
 Prioritetne akcije, 37
 Prirodna kamatna stopa, 552
 Pristup čistih očekivanja, 83
 Pristup preferiranom habitatu, 85
 Privatni penzioni fondovi, 47
 Privatni plasman, 227, 288
 Problem nezavisnosti Federalnih rezervi, 364
 Prodaja novih automobila kao ekonomski indikator, 610
 Prodaja novih kuća kao ekonomski indikator, 610
 Prodajna (put) opcija, 40, 171
 Prodajna cena, 107
 Prodajno-kupovni spread, 106

Prodavac fjučers ugovora - kratki, 165
 Profitabilnost banke, 239
 Program komercijalnih papira, 293
 Prolazne hartije od vrednosti GNMA, 9, 39
 Promene BDP, 481
 Promisori note fizičkih lica, 45
 Promptna korektivna akcija, 320
 Promptni korektivni postupak, 320
 Prospekt ponude, 292
 Prosta algebra određivanja prihoda, 538
 Racionalna očekivanja, 466, 581
 Racionisanje kredita, 284
 Racionisanje kredita, 604
 Računovodstvo istorijskih troškova, 241
 Rajan, Raghuram G., 285n
 Raspoloživ prihod, 486
 Ravnoteža rezervi banaka, 413, 423
 Ravnotežna kamatna stopa, 69
 Realna aktiva, 44, 225
 Realna kamatna stopa, 66
 Realne kamatne stope u odnosu na nominalne, 463
 Realni BDP, 459
 Registracija na polici, 292
 Regulation Q, 217
 Regulisanje finansijskih tržišta, 308
 Regulisanje komercijalnih banaka, 311
 Regulisanje primarnih tržišta, 308
 Regulisanje sekundarnih tržišta, 310
 Reifschneider, David, 593n
 Restriktivne klauzule, 286
 Rešavanje konflikta, 334
 Revizor banke, 11
 Revolving kreditne linije, 288
 Rezerve banaka i novčana masa, 22, 369
 Rizične hartije od vrednosti, 117
 Rizik i poreska struktura stopa, 90
 Rizik kamatne stope, 244
 Rizik leveridža, 242
 Rizik likvidnosti, 246
 Rizik neizvršenja, 91
 Rizik prevremenog plaćanja, 149
 Rizik univerzalnog bankarstva, 327

Ročna struktura stopa i kriva prinosa, 81
 Sadašnja vrednost, 57
 Saldiranje neutralisanjem, 166
 Samanski, Arthur W., 423
 Saunders, Anthony, 320n
 Savremene modifikacije: monetaristi i neoklasičari, 464
 Say, Jean Baptist, 451
 Sayov zakon, 451
 Sekcija 20 afilijacija, 253
 Sekjuritizacija, 39, 238, 303
 Sekundarna kreditna olakšica, 401
 Sekundarna tržišta, 310
 Sekundarno tržište, 36, 103
 Silber, William L., 348n
 Sindikat, 272
 Sistem federalnih rezervi, 357
 Sistem fiksnih deviznih kurseva, 200
 Sistematično kretanje prihoda, 125
 Složena kamata, 56
 Smith, Adam, 451
 Specijalizovane finansijske kompanije, 271
 Specijalna prava vučenja, 416n
 Spekulant, 169
 Spekulativna tražnja za novcem, 492
 Sporazumi o reotkupu, 238
 Spread kamatne stope, 239,
 Spread pokroviteljstva emisije, 292
 Sredina siromašna informacijama, 350
 Srednjeročne note, 293
 Stambena izgradnja, 604
 Standard & Poor's 500 Stock Index, 154
 Standardna devijacija, 121
 Startup kompanija, 274
 Stendbaj akreditiv, 253
 Stokbrokri, 9
 Stopa federalnih sredstava, 244, 405
 Stopa nezaposlenosti, 613
 Strajk cena, 40, 171
 Strategija Fed, 437
 Subordinirani dug, 274
 Svopovi kamatnih stopa, 179
 Štedionice, 48

Štedne i kreditne asocijacije (S&L), 48, 214
 Štedne institucije, 214
 Štedni računi, 16
 Štednja i investicije, 470
 Štednja i oročeni depoziti, 237
 TAN, 148
 Tanka tržišta, 110
 Taylor, John, 445
 Taylorovo pravilo, 445
 Tekući kupon, 89
 Tekući prinos, 58
 Tekući računi novčanog tržišta, 16
 Tekući računi, 14
 Teorija očekivanja, 59
 Thomas Malthus (1766-1834), 452
 Tombston, 104
 T-računi (151)
 Tradicionalni koeficijent leveridža (214)
 Trajno sticanje prava na nadoknadu, 266
 Transakciona tražnja za novcem, 459
 Transakcioni depoziti, 236
 Transakcioni troškovi, 210
 Transmisioni mehanizmi monetarne politike, 497
 Tražena cena, 107
 Tražnja za novcem i kvantitativna teorija, 459
 Tražnja za novcem, 596
 Trenutno zadovoljenje (TZ), 119
 Trezorske obveznice, 132
 Trgovačka banka, 276
 Trgovački rizik, 246
 Trgovina posle zatvaranja, 111
 Tržišno orijentisani system, 281
 Tržište akcija, 151
 Tržište bikova, 38
 Tržište državnih obveznica, 131
 Tržište federalnih sredstava, 19, 237
 Tržište hartijama od vrednosti vlade SAD, 131
 Tržište kapitala, 41
 Tržište medveda, 38
 Tržište robe, 513
 Udell, Gregory F., 221n
 Underwriting spread, 105
 Ugovori o reotkupu, 138, 409
 Ukupan autput i nezaposlenost, 488
 Ukupna ponuda i tražnja, 460
 Uloga kamatnih stopa, 392
 Underwriting - pokroviteljstvo, 104
 Univerzalno bankarstvo, 327
 Upareni kupoprodajni ugovor, 409, 426
 Upravljeni plivajući kursevi, 204
 Uslovni iznos glavnice (notional principal amount), 179
 Uticaj monetarne politike na BDP, 600
 Uticaj novca na kamatne stope, 602
 Utrživa forma, 132
 Utrživost, 103
 Uzajamne štedionice, 214
 Uzajamni fond, 45, 47, 269
 Uzajamni fondovi novčanog tržišta, 47, 217
 Uzimanje pozajmica iz bankarskog sistema, 432
 Uzimanje pozajmica od Federalnih rezervi, 433
 Uzimanje pozajmica od nebankarskih lica, 431
 Valorizovanje, (590)
 Valutni svopovi, 179
 Vanberzansko tržište - OTC, 103, 310
 Vanbilansne aktivnosti, 258
 Velocitet novca, 25
 Venčer kapitalisti, 274
 Višak rezervi, 374
 Vlasništvo banaka u nefinansijskim firmama, 344
 Vodeći ekonomski indikatori, 610
 Vodeći idikator, 615
 Volatilnost, 97
 Vremenska kašnjenja, 597
 Vrste hartija od vrednosti i investitori, 132
 Walrasianova aukcija, 106
 Williams, John, 593n
 Zahtevi za kapitalom zasnovani na riziku ili RBC - risk based capital, 243, 318
 Zakon Glass - Steagall iz 1933, 225, 325
 Zakon Gramm - Leach - Bliley, 273, 276
 Zakon o federalnim rezervama iz 1913. godine, 312

Zakon o nacionalnoj banci iz 1864. godine, 312
 Zakon o nacionalnoj valuti iz 1863. godine, 312
 Zakon o obezbeđenju penzionog fonda zaposlenih (ERISA - Employee Retirement Income Security Act) iz 1974, 324
 Zakoni o insajderskom trgovanju, 310
 Zamka likvidnosti, 495, 508n
 Zaostajanje prepoznavanja, 598
 Zapisi Trezora SAD, 43, 132
 Zatvorene investicione kompanije, 270
 Zlatni certifikati, 415
 Životno osiguranje, 264

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.7

РИТЕР, Лоренс С., 1922-2004

Principi novca, bankarstva i finansijskih
tržišta / Lawrence S. Ritter, William L.
Silber, Gregory F. Udell ; [prevod Aleksandra
Protić, Ljiljana Milivojević, Jovanka Nedić].
- Beograd : Udruženje banaka Srbije, 2009
(Beograd : Čigura print). - XXXIX, 651 str
: graf. prikazi, tabele ; 24 cm

Prevod dela: Principles of money, banking,
and financial markets / Lawrence S. Ritter,
William L. Silber, Gregory F. Udell. - Tiraž
2.000. - Napomene i bibliografske reference
uz tekst. - Registar.

ISBN: 978-86-7080-018-2

a) Силбер, Вилијам Л. [аутор] 2. Адел,
Грегори, 1646- [аутор]
a) Новац b) Банкарство c) Финансијско
тржиште d) Финансијски систем
COBISS.SR-ID 157851148

© 2009.

Sva prava zadržana. Ni jedan deo ove publikacije ne može biti
reprodukovан u bilo kom vidu i putem bilo kog medija, u delovima ili
celini bez prethodne pismene saglasnosti izdavača.

