

Милутин Ђировић\*

## МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА И ТРЖИШНА ЕКОНОМИЈА

### *Монетарна политика и реформа институционалне структуре*

Усвајање концепта интегралне тржишне економије имплицира реформу институционалне економске структуре која би деловала у правцу профилирања економских кретања путем конкуренције на микроекономском нивоу на бази ценовних сигнала. Овај сценарио динамичног тржишног економског система претпоставља довољно јаку флексибилност у формирању адекватне микроекономске структуре полазећи од тржишних критерија у циљу генерирања знатно повећане економске ефикасности. У том смислу значајне су реформе предузетничких, управљачких и имовинских структура на нивоу предузећа и банака.

Иако концепт реформе економског система базира на аутономном деловању тржишног механизма, неопходно је да држава обезбеди здраву институционалну основу за деловање тржишне конкуренције, да изврши минимизирање степена дисторција у функционисању тржишта као и да компензира одређене негативне ефекте тржишног механизма преко адекватне фискалне политике.

На плану финансијског система држава има две главне функције у тржишној економији. Прва функција састоји се у томе да преко одговарајућих институција обезбеди што стабилнији макроекономски амбијент и пре свега стабилност нивоа цена. Управо у условима када промене релативних цена треба да одражавају релативне оскудице, општи ниво цена би морао да буде што је могуће стабилнији. Други битан задатак државе јесте да преко одговарајућих институција обезбеди да се избегну

---

\* Проф. др Милутин Ђировић,  
Економски факултет, Београд

веће и систематске финансијске кризе. Другим речима, добро функционисање тржишног система захтева да се обезбеди интегритет и стабилност финансијског система преко којег се обезбеђује трансфер акумулације у финансирање реалних инвестиција. Према томе, могло би се рећи да држава има на плану обезбеђивања релативно стабилног функционисања тржишно оријентисаног система два битна задатка, наиме, да обезбеди што је могуће већу стабилност новчане јединице као и оптимални проток акумулације преко финансијских институција и финансијског тржишта за финансирање здравих инвестиционих пројеката.

У обезбеђивању оба горња задатка макроекономског регулисања стабилности новца и стабилности финансијских институција и финансијских токова кључну улогу игра централна банка као релативно самостална институција која преузима државне функције на плану обезбеђивања поменутих макроекономских циљева. Монетарна политика у комплексној финансијској структури тржишне економије делује пре свега на регулисање ликвидности макросистема као и на формирање каматних стопа. Путем монетарне политике спроводи се прожимајући утицај на перформансе макро система и то утолико више уколико је економска структура више прожета тржишним критеријумима. Тиме се долази на питање везе која постоји између деловања макроекономске политике — која се пре свега састоји у монетарној и фискалној политици — и деловања микроекономске структуре економије. У земљама које прелазе на комплексну тржишну економију поставља се сложен задатак да се симултано спроводе реформа макроекономске политике (режима) као и институционална реформа која треба да измени моделе понашања предузећа и банака.

Досадашња искуства свих социјалистичких земаља које настоје да пређу на тржишну економију у циљу постизања веће економске ефикасности показују да је транзитorni период испуњен огромним тешкоћама. У овом моменту тешко је процени-ти у којој мери су те тешкоће објективне природе и везане за промену привредне структуре која је у претходном дужем периоду била грађена на нетржишним критеријима, односно у којој мери те тешкоће проистичу из непостојања једног конзистентног и провереног програма који би на успешан начин повезао макроекономске и структуралне реформе на микронивоу економије. Примера ради, указујемо само на дилему да ли у првој фази спровођења микроекономских реформи треба одмах прећи на слободно формирање цена свих роба и фактора производње или је адекватније да се горња структура цена формира уз флексибилни надзор макроекономске политике у циљу спречавања да не дође до експлозије цена и ланчане хиперинфлације

у прелазном периоду у којем још нису изграђене адекватне тржишне институције, нарочито на микронивоу.<sup>1</sup>

За регуларни тржишни систем економије претпоставља се да постоји врло велика флексибилност фактора производње као и велика способност брзог прилагођавања производних програма од стране предузећа. Таква флексибилност на микронивоу уз сношење свих консеквенци за пословне промашаје предузећа јесте претпоставка за потпуну либерализацију цена, и роба и фактора производње. Међутим, у првим етапама спровођења економске реформе праве се почетни и често недоследни покушаји да се изврши коренита реформа предузетничких, управљачких и својинских структура. Из тих разлога макроекономска реформа иде брже од микроекономске реформе и доводи до стварања неконзистентне конфигурације која се изражава у високим стопама инфлације, па и хаотичним кретањима у економији, и поред тога што се примењује рестриктивна макроекономска политика која би у регуларнијим микроекономским структурама производила сасвим друге ефекте. Из тог разлога је веома значајно да се што прецизније изврши синхронизација макроекономске и микроекономске (структуралне) политике у појединим фазама привредне реформе.

Такође треба истаћи да се структуралне реформе у економији могу спроводити на адекватан начин једино при постојању позитивних стопа економског раста. У противном би стварање нове структуре у економији било сведено искључиво на гашење неефикасних предузећа без отварања нових програма и радних места ради трансфера радника на пунктове у економији на којима би они били продуктивнији а предузеће ефикасније.<sup>2</sup>

### Улога централне банке

У свим тржишним економијама централна банка појављује се као стожерна институција за спровођење монетарне политике као и за надзор над што стабилнијим функционисањем финансијских институција и финансијског тржишта.

У току последње деценије постоји тенденција да централне банке добију релативну аутономију у односу на државу. Ради се о томе да макроекономске функције државе на плану монетарне политике и надзора над функционисањем финансијског система буду под контролом централне банке која постаје

<sup>1</sup> Шире о овој проблематици пише Manuel Hinds, *Issues in the Introduction of Market Forces in Eastern European Socialist Economies*, The World Bank, april 1990.

<sup>2</sup> На значај позитивних стопа економског раста у спровођењу структуралних реформи указано је у студији OECD, *Positive Adjustment Policies*, Paris, 1983.

релативно самосталнија у односу на државну управу. Разлог ове тежње да централна банка добије повећану аутономију јесте пре свега у томе да централна банка не буде изложена јаким притисцима државе у смислу монетарног финансирања њених буџетских дефицита. Познато је да су све државе изложене јаким секторским, регионалним и социјалним притисцима у правцу повећавања разних сегмената државних расхода, што води у правцу формирања или повећавања дефицита државног буџета. Уколико би централна банка зависила од државног апарата, постојала би реална опасност да се ови притисци на државу, преко формирања буџетских дефицита пренесу на централну банку која би била стављена у ситуацију да врши монетарно финансирање државних дефицита.

Централна банка има фундаменталне услове за вођење неинфлационе монетарне политике једино под претпоставком да може самостално да делује на формирање обима емисије новчане масе којом се у контексту затворене економије затварају секторске неравнотеже између новчаних примања и давања. На тај начин централна банка у квантитативном погледу путем одмерене неинфлационе монетарне политике обезбеђује формирање таквих макроекономских биланса свих домаћих сектора који не генерирају инфлацију тражње. То је онај познати фундаментални став да се инфлација у крајњој линији и дугорочно не може да ствара или повећава уколико је не прати инфлациона емисија новца која спада у компетенцију централне банке као монетарног регулативног центра.

Постоји такође и аргумент да је држава склона да економске поремећаје посматра на краћи рок, јер је под већим дневним притиском политичких структура у земљи. Међутим, централна банка као релативно самостална институција може објективно да буде у позицији да спроводи монетарну политику на средњи и дужи рок, остављајући држави да неке ванредне шокове решава кроз прераспodelу државног буџета или кроз задуживање на финансијском тржишту по комерцијалним условима и уз обезбеђивање довољне кредибилности државе. Теза да централна банка треба да буде релативно самостална институција повезана је са широко прихваћеним теоретским ставом да је неинфлациона монетарна политика на средњи и дужи рок основа за обезбеђивање средњорочне и дугорочне стабилности нивоа цена. Заправо ради се о познатој монетаристичкој тези Милтона Фридмана по којој постоји базична дихотомија између дугорочног деловања експанзије монетарних агрегата на дугорочно формирање нивоа цена за разлику од реалних фактора продукције који својим квантитетима и ефикасношћу комбиновања одређују трендну стопу реалног економског раста. У овој теоријској концепцији, краткорочне варијације стопе раста монетарних агрегата имају позитивне или негативне ефекте

на стопу реалног економског раста али нису у стању да утичу на трендну стопу раста реалног друштвеног производа.<sup>3</sup>

У земљама са федеративном политичком структуром постојање централне банке не би могло да буде спорно. При томе се полази од претпоставке да у федеративној земљи постоји јединствено робно и финансијско тржиште. Такав тржишни амбијент захтева постојање јединственог новца. Јединствени новац треба да обезбеди релативну стабилност домаће монетарне јединице што је претпоставка за регуларно функционисање тржишне економије. Јединствени новац и монетарни систем у федеративним земљама треба да обезбеди деловање јединственог тржишта новца на којем се формира јединствена краткорочна каматна стопа уз одређену интервенцију централне банке. Јединствени монетарни систем ствара институционалне могућности за функционисање јединственог девизног тржишта, на којем се формира цена страног новца у односу на домаћу валутну јединицу, такође уз могућност одређене интервенције централне банке. Најзад, на јединственом тржишту капитала формира се номинална и реална каматна стопа која у основи зависи од понуде и тражње дугорочног капитала, али је и под утицајем цене капитала на међународним дугорочним финансијским тржиштима.

Концепт плуралистичке централне банке имао је извесне логике у југословенским условима једино када је централна банка далеко највећи део емисије примарног новца остваривала путем селективних кредитних програма и то уз бенефициране каматне стопе за тзв. приоритетне наменске правце примарног новца. У тим условима плуралистичка централна банка представљала је институционални механизам за обезбеђивање квази равнотеже у економским интересима разних република и покрајина које имају различите привредне структуре. Међутим, читав тај приступ, са селективним програмом емисије примарног новца, доводи до поремећаја нормалне функције централне банке у условима тржишне економије. Наиме, у тржишној економији централна банка треба да врши искључиво линеарно макроекономско регулисање ликвидности домаће економије. У таквом концепту једино адекватно институционално решење јесте постојање јединствене централне банке која путем регулисања јединственог домаћег новца делује у правцу вођења неинфлационе монетарне политике.<sup>4</sup>

Интересантно је поменути да управо у земљама са федеративним државним уређењем постоји релативно самосталнија централна банка како у односу на савезну државу тако и на федералне јединице. Познато је да су релативно највећу самосталност оствариле централне банке у САД, СР Њемачкој и Швај-

<sup>3</sup> Шире о томе М. Ђировић, *Монетарна економија*, 1989.

<sup>4</sup> Милутин Ђировић, „Тржишно--оријентисана реформа финансијског система“, у књизи *Економске основе новог Устава*, Београд, 1990.

царској, дакле управо у федеративним државама које истовремено имају и веома стабилне домаће валуте. Од тих земаља је једино Швајцарска у формалном смислу конфедерација мада је фактички федерација састављена од кантона са великим степеном аутономије. Међутим, када се ради о монетарној сфери постоји искључиво једна монетарна власт и то је швајцарска централна банка. Акцијски капитал ове централне банке, у износу од 50 милиона швајцарских франака, налази се у власништву кантона и кантоналних банака (око 60%), и публице (40%). Швајцарска држава не учествује у акцијском капиталу швајцарске централне банке, али на основу закона о централној банци има право да именује три члана управног одбора централне банке као и 25 од 40 чланова савета централне банке. Према истом закону пре доношења крупних монетарних и економских одлука, Федерални савет (влада) и централна банка међусобно се информичу о својим намерама и врше координацију својих мера. При томе, држава (влада) нема овлашћења да даје директиве централној банци већ се од оба партнера очекује да одржавају кооперативни дијалог по кључним питањима монетарне и економске политике.<sup>5</sup>

### *Избор таргета монетарне политике*

Ефикасно функционисање тржишне економије заснива се на неинфлационој монетарној политици која у контексту тржишних критерија привређивања врши фундаменталне и прожимајуће ефекте на стварање валутне стабилности као неопходне основе за нормално тржишно понашање предузећа, банака и становништва. Да би монетарна политика могла да врши своју кључну и фундаменталну улогу у правцу обезбеђивања дугорочне стабилности нивоа цена, у савременим тржишним системима се користе два приступа у погледу таргетирања монетарне политике. Ради се заправо о избору сидра монетарне политике које служи за ослонац за процену степена ликвидности макроекономије као и степена експанзивности — рестриктивности монетарне политике.

Прва опција код операционализације монетарне политике састоји се у годишњем и средњорочном таргетирању стопа раста монетарних кредитних агрегата. Тај приступ је у последњим годинама доста уздрман услед повећане нестабилности тражње новца која је проузрокована таласима финансијских иновација. Ипак се у великом броју земаља тржишне економије и даље примењује програмирање монетарних и кредитних агрегата као индикатора степена ликвидности макроекономије. Модифицирано коришћење монетарно/кредитних таргета повезује се са пра-

<sup>5</sup> Jean Zwahlen, члан управног одбора швајцарске централне банке, предавање одржано на Универзитету у Лозани, 9. фебруара 1990.

ћењем каматних стопа и девизних курсева на одговарајућим тржиштима као додатних индикатора који такође показују степен експанзивности/рестриктивности монетарне политике. То значи да се монетарна политика у контексту тржишно-оријентисаног и отвореног економског и финансијског система у великој мери ослања на каматне стопе и девизне курсеве као индикаторе монетарне политике који истовремено постају саставни делови једног новог трансмисионог механизма деловања монетарне и укупне макроекономске политике у новом концептуалном амбијенту.

Друга опција за операционализацију монетарне политике састоји се у коришћењу девизног курса и то не као индикатора већ као таргета. Другим речима, уместо монетарних агрегата користи се фиксни девизни курс као таргет монетарне политике. Такав приступ користи на пример Аустрија која је фиксирала курс свога шилинга према немачкој марки у релацији 7 : 1, с тим да се релација брани свим расположивим инструментима макроекономске политике. Сличан приступ имају Шведска и Норвешка које су фиксирале номиналне курсеве својих националних валута у односу на корпу валуте земаља са којима имају најјаче економске односе.

Постоји теоријски аргумент да мале и отворене економије не мају адекватне услове да самостално воде политику таргетирања новчане масе услед јаких утицаја спољних шокова који снажно делују не само на платни биланс него и на домаћа монетарна кретања. Сем тога у малим и отвореним економијама спољни удари изазивају јак варијабилитет девизног курса који се формира на девизном тржишту под утицајем понуде и тражње. Посебно су негативни шокови који проистичу из негативних удара на платни биланс и доводе до стварања релативно јаке депресијације девизног курса. При томе је степен те депресијације курса при датом квантуму спољњег удара знатно већи него код економије са већим ресурсним потенцијалима и дубином финансијског и девизног тржишта. Ова теза је појачана тиме да депресијација девизног курса у малим и отвореним економијама тежи да формира ланчану инфлациону спиралу коју је утолико теже зауставити уколико је праћена појачаним инфлационим очекивањима. Из тих разлога се може оценити да је монетарна политика оријентисана на фиксни девизни курс ефективно уперена против инфлационих очекивања и да делује у правцу повећавања кредитбилности у централну банку и домаћу валуту. Цена која се за то мора платити јесте постојање нешто виших реалних каматних стопа него у великим земљама за чије валуте су везане валуте малих и отворених економија<sup>6</sup>

Коришћење монетарне стратегије фиксног девизног курса у условима југословенског стабилизационог програма лансираног

<sup>6</sup> Милутин Ђировић, *Монетарна економија*, 1989, V део.

децембра 1989. године имало је у првој фази очекиване повољне ефекте који су настали на бази разарања ланчаног процеса хиперинфлације који се остваривао кроз интеракцију цена, плата, курса, каматних стопа итд. Ипак, као што се такође могло очекивати, то је био сувише амбициозан пројект за југословенску економију која је у макроекономском смислу остала поремећена, а у микроекономском смислу процеси структуралних промена налазили су се у почетним фазама.

У таквим условима, монетарна стратегија која се заснива на стабилизацији номиналног девизног курса као критерија за домаћу монетарну политику резултира у формирању претераних каматних стопа које заустављају и здраве инвестиционе пројекте. Јака и дуготрајна рестриктивна монетарна политика — која је нужна у спровођењу концепта стратегије стабилног девизног курса — довела је до ланчаног стварања неликвидности у привреди и банкарству чак и код оних предузећа која имају у основи здраво пословање и испуњавају услове солвентности. Врло високе реалне каматне стопе нису успеле да формирају довољну количину свежег капитала за финансирање новог таласа инвестиција као ни да привуку нови капитал страних предузећа у количинама које би биле сигнификантне за иницирање економског раста после десетогодишње стагнације пропраћене опадањем дохотка по глави становника.

Из претходног излагања може се закључити да је стратегија монетарне политике, усмерена на фиксни девизни курс као главно сидро у југословенској макроекономској политици, примењена преурањено. Наиме, микроекономска структура још није у довољној мери прожета тржишним критеријима у смислу стварања адекватне флексибилности у реаговању предузећа и банака на недостатак ликвидности као и на високе каматне стопе. Сем тога, и сама макроекономска политика није била довољно конзистентна, тј. није постојао адекватан биланс између монетарне политике, фискалне политике и политике дохотка, што је услов да се на довољно координиран начин изврши заустављење инфлације без сувише јаких негативних ефеката у смислу стварања рецесионних кретања.<sup>7</sup> У таквом контексту монетарна политика је фактички преузела већи терет у односу на политику расподеле дохотка, што је морало да делује у правцу смањивања привредних инвестиција и обарања тока економског раста.

<sup>7</sup> Rudiger Dornbusch, Mexico, Stabilization, »Debt and Growth«, *Economic Policy*, октобар 1988.



*Европска монетарна унија*

Имајући у виду садашњу федеративно/конфедеративну контраверзу, погодно је указати на развојне правце пројекта стварања економске монетарне уније у земљама Европске заједнице. Према извештају Делоровог комитета стварање Европске монетарне уније (ЕМУ) било би компоновано из три фазе. У првој фази која је заправо већ отпочела јула 1990. године, упоредо са увођењем потпуно слободног кретања новца и капитала између чланица ЕЗ, била би остварена већа координација монетарних политика у оквиру постојећих институционалних структура у циљу обезбеђивања стабилности нивоа цена. Већ у тој првој фази мандат комитета гувернера централних банака ЕЗ био би проширен. Овај комитет би припремао годишње извештаје, а председник комитета био би позиван да говори о монетарној политици и макроекономским кретањима у Европском парламенту и његовим компетентним комитетима. У другој фази реализације наведеног пројекта биле би створене нове институционалне структуре на нивоу ЕЗ. При томе је посебно значајно стварање европског система централних банака (ESCB). Тај систем централних банака имао би федеративну структуру, а састојао би се из једне централне институције и националних централних банака. У тој фази био би успостављен механизам колективног доношења одлука из монетарне сфере с тим да би крајња одговорност лежала на националним монетарним властима.

У трећој и финалној реализацији пројекта био би извршен пуни трансфер одговорности за монетарну политику на централну монетарну институцију ЕЗ. У тој фази била би дефинитивно створена монетарна унија земаља чланица ЕЗ. Монетарна унија подразумева стварање јединствене валуте (која би заменила националне валуте), јединствено новчано тржиште и јединствене каматне стопе. За постизање монетарне уније неопходна су три услова и то: (1) тотална и нереверзибилна конвертибилност валута, (2) слобода кретања капитала и пуна интеграција финансијског тржишта и (3) неопозиво фиксни девизни курсеви без маргина осцилација.<sup>8</sup>

У дискусији око извештаја Делоровог комитета значајна дисонанца дошла је једино од стране Велике Британије која је наступила са тезом о „еволуционој стратегији“, по којој би монетарне политике земаља чланица ЕЗ могле да буду хармонизирани кроз монетарну конкуренцију која би ипак на крају резултирала у систему фиксних девизних курсева.<sup>9</sup> Међутим, о-

<sup>8</sup> *Report on Economic and Monetary Union in the European Community (Delors Committee Report)*, april 1989.

<sup>9</sup> UK Treasury, *An Evolutionary Approach to Economic and Monetary Union*, november 1989.

стале земље су одбациле поменути британски приступ са образложењем да не постоје гаранције да би систем заснован на конкуренцији монетарних политика могао да резултира у монетарној стабилности. Посебно је италијански министар финансија у одговору на британски пројект указао да нема историјских доказа да би таква схема могла да функционише. Он је указао да се систем фиксног девизног курса нигде није могао одржати без постојања доминантне монетарне власти у центру.<sup>10</sup>

Из горњег се може закључити да се у земљама Европске заједнице наставља историјски тренд у правцу хармонизирања монетарних политика земаља чланица преко обезбеђивања фиксних девизних курсева са одређеном маргином осцилација, али и са тенденцијом да се после истека транзиторног периода изврши пуни трансфер одговорности за монетарну политику на централно монетарну институцију ЕЗ. При томе је битно да се инсистира да централна монетарна институција буде потпуно независна како од националних влада тако и од власти ЕЗ. Тиме се жели обезбедити да централна монетарна институција ЕЗ буде ослобођена свих политичких притисака како би била у стању да се оријентише на одржавање стабилности нивоа цена у монетарној унији као главног циља монетарне политике.

#### ЛИТЕРАТУРА

- Ђировић, Милутин. *Монетарна економија*, Београд, 1989. European Centre for Peace and Development.
- Ђировић, Милутин, „Тржишно-оријентисана реформа финансијског система“. *Економске основе новог Устава*, Београд, 1990.
- Dornbusch, Rudiger, »Mexico: Stabilization, Debt and Growth«. *Economic Policy*. Oktobar 1988.
- European Commission. *Report on Economic and Monetary Union in the European Community (Delors Committee Report)*. April 1989.
- European Commission. *Economic and Monetary Union: The Economic Rationale and Design of the System*. Mart 1990.
- Hinds, Manuel. *Issues in the Introduction of Market Forces in Eastern European Socialist Economies*. The World Bank. April 1990.
- OECD. *Positive Adjustment Policies*. Paris, 1983.
- Zwahlen, Jean. Предавање на Универзитету у Лозани одржано 9. фебруара 1990.

<sup>10</sup> European Commission, *Economic and Monetary Union: The Economic Rationale and Design of the System*, prezentiran 20. marta 1990.

*Milutin Cirović*

## THE MONETARY POLICY AND THE MARKET ECONOMY

## Summary

The first part of the paper deals with links between the monetary policy and the reformed institutional structure. The economic reforms in Yugoslavia have been aimed at the development of a market economy with competition and price signals as its driving force. It is under such a reformed economic structure that the government ought to build up a stable institutional framework in which firms and banks might operate independently. In the area of finance it is important, first of all, to establish a stable price level through the monetary policy, enabling thus changes in relative prices to function as signals for processes of the market-oriented reshaping of the economy. The central bank must control both the performance of financial institutions and the functioning of the financial market. The central bank contributes through its instruments, under conditions of the market economy, to the development of the appropriate liquidity of the macrosystem as well as to the establishment of short-term interest rates. It has been emphasized by the author that the regular functioning of the market system calls necessarily for a great flexibility of factors of production and for a rapid adjustment of firms and banks. Processes of adjustment can be facilitated and carried out more efficiently under conditions of positive rates of economic growth.

The central bank has become rather independent of the government under the Yugoslav concept of the market economy. The government is exposed to various sectorial, regional and social pressures, which lead to an increase in government expenditures and to budget deficits. The relative independence of the central bank prevents the monetary financing of these deficits, reducing them at the same time. The central bank's chief task is to provide for a long-term stability of the price level. This can be achieved if the monetary aggregates are planned to grow in line with the goal mentioned above. A federal concept of the country implies a unique currency and a unique monetary system. It is the central bank which is in charge of the macroeconomic regulation of the domestic liquidity. The central bank also influences the establishment of interest rates in the financial market. It has been pointed out by the author that central banks enjoy the greatest relative independence of governments in countries with a federal governmental structure (the US, the Federal Republic of Germany, Switzerland), which have, at the same time, the most stable domestic currencies.

The paper deals next with two alternative targets of the monetary policy. The annual and medium--target rates of monetary aggregates have proved to be inadequate also in other countries with a market economy because of the instable demand for money. This is why a fixed nominal exchange rate is more appropriate for small and open economies. The Yugoslav Stabilization Programme, adopted in December 1989, has been based on a target nominal exchange rate of the dinar with the German Mark as standard. It was supposed to be the target both of the monetary and the macroeconomic policy as a whole as well as of the firms' behaviour in pricing and the determination of pays. Even though the stabilization policy referred to above has proved to be successful in cutting the very high rate of inflation, the author holds that the above mentioned concept of the monetary policy has been adopted too soon. Processes of structural adjustments in the Yugo-

slav economy due to the economic reform have failed so far to change the firms' behaviour thoroughly. This is why the restrictive monetary policy alongside high interest rates has contributed a great deal to the development of illiquidity in the economy, starting at the same time a process of negative rates of economic growth.

The paper ends with a survey of development strands in EC countries, based on the Delors Committee Report, which anticipates three phases of institutional development until an economic and monetary union of the EC countries is ultimately established. It has been emphasized that the central monetary institution ought to be completely independent of national governments and of EC authorities, having to focus on the primary object of the monetary policy — the maintenance of the price stability.