

Prof. dr Ivan RIBNIKAR

FINANSIJSKI I MONETARNI SISTEM U *AGENDI*
EKONOMSKIH REFORMI U CRNOJ GORI

Iako je naš cilj u prvom redu kritički osvrt na Agendu (Vlada Republike Crne Gore, 2003) i druge tekstove (Vlada Republike Crne Gore, 2004 i 2004a) sa stanovišta njenog pogleda na finansijski i monetarni sistem, ne možemo mimoći ni način privatizacije, to znači ukidanje društvenog vlasništva nefinansijskih preduzeća, zatim veliki značaj koji se daje preduzetništvu, planove ili želje razvitka Crne Gore u smislu ekstremno finansijske ekonomije i privatizaciju skoro svega mogućega. Dobija sa barem utisak da se radi o zagovaranju ekstremnog anglosaksonskog kapitalizma ili ‘stock market’ kapitalizma (Dore, 2000 ili Allen & Gale, 2000). Te ideje, koje se prožimaju kroz cijelu Agendu mogu biti razumljive i/ili opravdane time, da se Crna Gora verovatno nalazi negdje na suprotnom ekstremu i onda pokušava sa tim suprotnim ekstremom napraviti pomak naprijed, ali realistički program ne može biti ekstreman u onom smislu, kakav proizlazi iz Agende.

Od finansijskih i monetarnih tema osvrnućemo se najprije na monetarni sistem i „monetarnu politiku”, koje stvarno i ne može biti u državi koja upotrebljava strani novac, i opšti problem banaka. U dijelu u kojem se osvrćemo na opšti problem banaka reći ćemo nešto više o privatizaciji banaka, o inostranim bankama i problemu visokih bankarskih kamatnih stopa. Sljedeća tema su finansijska tržišta – u prvom redu iluzije, kako će se razviti finansijska tržišta, ukoliko se prihvate svi potrebni zakoni, propisi i postave institucije.

Na kraju želimo upozoriti na nekonsistentnost između predviđene stope rasta bruto domaćeg proizvoda (na primjer 2,7 % u 2004. godini) i predviđene stope inflacije (4,5 % u 2004. godini) pri upotrebi novca kao što je euro.

1. Privatizacija ili ukidanje društvenog vlasništva nefinansijskih preduzeća

Iz Agende se dobija dojam, da u Crnoj Gori nije bilo društvenog nego državnog vlasništva nefinansijskih preduzeća. Ne govori se naime o ukidanju tog vlasništva nego o privatizaciji. Da li se time željela postaviti Crna Gora u isti položaj sa državama Istočne Evrope, koje su imale državno vlasništvo svega i gdje je bila aktualna privatizacija? Time se vjerovatno olakšalo savjetnicima, koji su dolazili sa istim prijedlozima, koje su imali pripremljene za države nekadašnje Istočne Evrope. Zašto bi njih zamarali sa društvenim vlasništvom? Nadalje se mogla ljudima u Crnoj Gori prodati ideja masovne ili vaučerske privatizacije ne samo kao populistička ideja nego i kao naučno fundirana sa potporom velikih imena ekonomske nauke, iako se već tada, kada je Crna Gora došla na red i empirijski pokazalo, kakva je njena „uspješnost”. Da ne govorimo o tome, da je bilo već prije početka tog oblika privatizacije ili ukidanja društvenog vlasništva u više rasprava obrazloženo, kakve su sve negativne posljedice toga puta (Ribnikar, 1994).

Pretvaranjem svega u državno vlasništvo (nefinansijska preduzeća su bila u društvenom vlasništvu, vlasnici banaka su bila uglavnom nefinansijska preduzeća i institucije osiguranja su bile uzajamne) uništila se prednost, koju je imala Jugoslavija a u njenom okviru i Crna Gora, jer nije imala centralno-planski ekonomski sistem sa državnim vlasništvom. Tako se Crna Gora postavila u isti položaj sa na primjer Bugarskom ili Albanijom.

Nije mi poznato, kako se sve pretvorilo u državno vlasništvo, koje nije bilo originalno, to znači pred početkom tranzicije, ni vlasništvo nefinansijskih preduzeća ni banaka ni institucija osiguranja (Ribnikar, 2001). Tako je, vjerovatno, bio prvi čin tranzicije ukidanje društvenog vlasništva nefinansijskih preduzeća, vlasništvo nefinansijskih preduzeća nad bankama i uzajamnog („mutual”) vlasništva (imaoca polica osiguranja) kod institucija osiguranja i umjesto toga uvođenje državnog vlasništva. To je bio očigledno retrogradan čin, ako se radilo o tome.

Ali i poslije, kada je sve postalo državno kao nekada u Sovjetskom savezu, mogao bi se kao metod privatizacije izabrati neki drugi od metoda vaučerske privatizacije. Kod privatizacije u slučaju tranzicijske države kao što je Crna Gora nije u prvom planu doći do privatnih vlasnika umjesto države kao vlasnika nego doći do vlasnika, koji su spremni trajno, to je kao vlasnički kapital („equity capital”), uložiti svoj novac u preduzeće. Vaučerskom privatizacijom se to ne postiže. Postižu se uglavnom dva negativna efekta. Prvi efekat je razočarenje ljudi i kompromitovanje institucija i mehanizama tržišne privrede. Drugi negativan efekat je gomilanje vlasništva u rukama male grupe ljudi, kojima nije cilj opstanak preduzeća, proizvodnje i zaposlenih, nego bogaćenje i pretvaranja u rentijere. Opravdavanje tog bogaćenja, tobože se sve događa preko tržišta, što je providna laž. Tržište, naročito finansijsko tržište, ne nastaje preko noći. A u takvoj maloj zajednici, kao što je crnogorska, koja je pored toga mnogo više „Gemeinschaft” nego „Gesellschaft”, ne može ni na dugi rok nastati finansijsko tržište kao nešto niti približno dovoljno objektivno ili nelično. Skoro sve se svodi na iskorištavanje unutrašnjih informacija, na pajdaštvo ili „cronysm”.

2. *Preduzetništvo*

Kroz cijelu Agendu provlači se preduzetništvo „kao ključni pokretač budućeg ekonomskog rasta”. Mislim da je na jednoj strani za uvažavanje značaja preduzetništva prekasno i na drugoj strani se ono vjerovatno previše banalizuje.

Prekasno je zbog toga jer je vaučerska privatizacija omogućila bogaćenje i bez preuzimanja rizika, a spremnost ići u poslovni rizik je jedna od osnovnih karakteristika preduzetnika. Jer je to ono što je „pokretač ekonomskog rasta”, bogaćenje na taj način se smatra moralnim u svim demokratskim državama. Razumije se da mnogi ili većina onih koji su spremni ući u pomenuti rizik ne uspiju. Oni rijetki koji uspiju po pravilu su bogato nagrađeni ali taj način bogaćenja je, kao što je to bilo rečeno, opšteprihvaćen i moralan u civilizovanom svijetu. Bez ljudi, koji su spremni ići u rizične poduhvate, naime nema ekonomskog razvoja.

Problem vaučerske privatizacije je u tome, jer omogućuje bogaćenje na način, koji se smatra ne samo nemoralnim nego i kriminalnim u demokratskim državama. Jer ljudi uvijek biraju kraći i lakši put. Oni, koji nemaju predrasuda i koji bi išli u rizik kao preduzetnici, da bi na

primjer nešto postigli, u tom slučaju ne izaberu taj put. Postanu bogati bez preuzimanja rizika i pretvaraju se u rentijere. Oni, koji imaju predrasude, i ne žele na taj način postati bogati, dekuražirani su. Tako zbog jednih i drugih nema preduzetništva ili barem ne u obimu, koji bi mogao pokrenuti privredni razvoj.

Banalizacija preduzetništva jeste u tome da se u tekstu implicite shvata, takav je barem dojam, kao da je svako preduzetnik. Preduzetništvo je slično kao pjesništvo, nešto relativno rijetko distribuirano u populaciji. Glavne prepreke za to, da bi bilo više preduzetništva, to je rađanje novih preduzeća, obično su banalne. Isto važi i za Crnu Goru. Uvažavajući ono što je bilo rečeno, zašto nema dovoljno preduzetništva, i što je vjerovatno od najvećeg značaja, sljedeća značajna prepreka je vjerovatno u dugotrajnom i/ili birokratskom procesu na putu od želje ili ideje do otvaranja preduzeća. U širem kontekstu problem je vjerovatno u visokim bankarskim kamatnim stopama i nespremnosti banaka da kreditiraju mala preduzeća.

Iako preduzetnik ne može biti svako, za pokretanje procesa gospodarskog rasta potreban je angažman svakoga. Taj angažman znači promijenjen odnos do rada, koji se ne može tako brzo i jednostavno postići. Moramo uvažavati da istraživanje bogatstva „uspješnih preduzetnika” demoralizira ljude, ali bez te promjene u odnosu do rada i oni, koji bi željeli i mogli biti uspješni preduzetnici – uspješni preduzetnici obično ne istražuju svoje bogatstvo – neće moći to postati.

Predlažem da se ne govori samo o preduzetništvu i njegovim problemima nego i o odnosu do rada uopšte. To znači one većine koja nikada neće biti preduzetnik ali koja je odlučujuća za uspješno preduzetništvo.

3. Monetarni sistem

Agenda ne govori o monetarnom uređenju ili o monetarnom sistemu, iako bi se o tome moralo govoriti, nego govori o monetarnoj politici, o kojoj se nema šta reći.

Crna Gora ima monetarno uređenje, koje je za nju najlošije od tri moguća rješenja gdje država ima de facto strani a ne svoj novac (Ribnikar, 1997). Prva mogućnost je da ima država centralnu banku i režim fiksnog deviznog kursa kod kojeg ne postoji mogućnost devalvacije ili revalvacije. Kod uvođenja tog režima država odredi vrijednost nacionalnog novca u nekom stranom novcu – na primjer u evru – i ta

vrijednost je neopoziva („irrevocable”). Druga mogućnost jeste „currency board” (Ribnikar, 2000a) ili novčani ured („office monétaire” francusko), kao što ga imaju mnoge države (Estonija, Bugarska, Bosna i Hercegovina). Kod obije varijante monopolna dobit od emisije novca („seigniorage”) ostaje državi, što može iznositi u neinflacionim uslovima od 0,5 do 1 % godišnjeg BDP (Barro & Grilli, 1999; Burda & Wyplosz, 2001). Pored toga moguća je barem neka minimalna samostalnost kod vođenja monetarne politike. Kod trećeg rješenja, koje postoji u Crnoj Gori, „seigniorage” uzima Evropska centralna banka i nije moguće ni u minimalnom obimu voditi monetarnu politiku. Centralna banka, na primjer, ne može znati koliko je gotovog novca u opticaju. Tako je to uređenje najlošije od tri slična rješenja. Njegova prednost može biti u tome da se može jednostavno uvesti i da je sistem zaštićen pred uplitanjem politike, jer se ionako ne može voditi monetarna politika.

Ali sistem nije zaštićen protiv kolapsa. Za Crnu Goru naime važi u potpunosti takozvano monetarno ponašanje platnog bilansa („monetary approach to the balance of payments”). Količina (primarnog) novca mijenja se u visini salda platnog bilansa. Da bi se obezbjeđivao potreban rast količine primarnog novca, potreban je stalan višak u platnom bilansu (u obzir se uzima tekući i finansijski ili kapitalni dio). Do potrebne visine salda platnog bilansa dolazi se preko smanjenja domaćih cijena i/ili povećanja kamatnih stopa. Ukoliko taj mehanizam ne djeluje (cijene su rigidne na dolje i/ili nema adekvatne elastičnosti međunarodnog protoka kapitala sa obzirom na kamatne stope), ostaje se kod toga, da u premaloj količini novca – u platnom bilansu nema potrebnog viška – prilagođavaju se kamatne stope, koje su vrlo visoke, i nivo BDP, se ne povećava ili se čak smanjuje. Mislim, da u Crnoj Gori nisu ispunjeni uslovi za djelovanje „monetarnog objašnjenja platnog bilansa” u onom smislu, kako se može naći u literaturi – na primjer kod Frankela i Johnsona te mnogih iza njih (1976).

Do sada je Crna Gora finansirala deficit tekućeg dijela platnog bilansa u prvom redu različitim oblicima pomoći iz inostranstva. Taj oblik finansiranja će se smanjivati i nestati. Onda će ostati samo uvoz kapitala, a iznos tog uvoza kapitala morao bi biti veći od deficita tekućeg dijela platnog bilansa da bi se našlo mjesta i za povećanje količine primarnog novca. Da li je realistički da bi mogla Crna Gora dozvoliti sebi do ulaska u EMU tako velik permanentan uvoz kapitala?

Sigurno je da ne dolazi u obzir uvoz kapitala zaduživanjem preko zajmova ili emisije obveznica. Dolazile bi obzir samo inostrane direktne investicije (FDI), ali kod toga je pitanje da li ili kada će postati Crna Gora dovoljno privlačna države za takve investicije i za takav obim tih investicija. To su vjerovatno suštinska pitanja, koja bi morala naći svoje mjesto u Agendi.

4. Opšti problem banaka

U državi gdje je u opticaju inostrani novac (slično važi i za države, koje imaju „currency board”), postoji suštinska razlika između gotovog novca (euro novčanica i kovanog novca) i depozitnog novca ili depozita kod banaka uopšte. Gotov novac je inostrani novac – u slučaju Crne Gore 12 država EMU. Depozitni novac je novac domaćih banaka. On je potraživanje prema domaćim bankama i preko njih je potraživanje do imovine, koju imaju banke. Ukoliko su to zaista banke i daju zajmove, onda je njihova imovina u datim zajmovima domaćih komitenata. Tako su depozitni novac i depoziti banaka uopšte potraživanje od domaćih lica, a gotov novac je potraživanje prema Evropskoj centralnoj banci i državama (ukoliko se radi o kovanom novcu), koje imaju evro.

Ne treba podvući da je u slučaju države koja ima svoj novac, na primjer Makedonija, i gotov novac i depozitni novac potraživanje do domaćih lica, iako je gotov novac bez kreditnog rizika a depozitni novac je podvrgnut kreditnom riziku banke, čiji je novac.

Zbog toga je logično, da u državama koje imaju „currency board”, i još više u državama koje imaju direktno strani novac, postoje samo ili pretežno banke koje su podružnice („branches”) banaka iz države na čiji novac je vezan domaći novac. Kod novčanih ureda koji su postojali u 19. vijeku nije bio problem, jer su jedine banke u tim državama bile podružnice londonskih banaka. Novčani uredi, koje su uvele tranzicijske države u devedesetim godinama, uveli su se u državama koje su imale svoje banke, ali sa vremenom se broj nezavisnih banaka smanjuje i danas, na primjer u Estoniji postoje uglavnom samo podružnice skandinavskih banaka.

Poenta rečenoga je u tome, da je u nekom smislu logično da vremenom u Crnoj Gori nestanu banke koje nisu podružnice („branches”) inostranih banaka. Depoziti kod tih banaka su, naime, isto kao i gotov novac, potraživanje prema inostranstvu. Jedan od razloga zašto je relativno malo

depozita kod banaka je u tome, jer je suštinska razlika između gotovog novca i depozita kod banaka, ukoliko to nisu inostrane banke. Pored problema povjerenja u banke uopšte ili u prvom redu u domaće banke postoji pomenuta značajna razlika između gotovog novca i depozita kod banaka. Depozitna kamatna stopa očito nije dovoljna da bi kompenzirala rizik, povezan sa depozitom kod banke. I eventualno dobra i kredibilna šema jamstva za depozite kod banaka ne može biti u potpunosti kompenzacija. Pored toga su obično veliki deponenti van te šeme.

Pomenuti problem sa depozitima kod domaćih banaka je nešto vanjsko za banke u novčanom uređenju, kakvo postoji u Crnoj Gori. Taj problem bi ostao iako bi imala Crna Gora novčani ured („currency board”).

5. Privatizacija banaka

Kako prije početka tranzicije banke nisu bile u društvenom vlasništvu, kod njih nije trebalo ukidati društveno vlasništvo. A banke nisu bile originalno ni u državnom vlasništvu, pa mi nije poznato, kako su postale državne. Zbog sanacije? Da li se radilo o već pomenutom, to jest o želji, da se Crna Gora izjednači sa Albanijom i drugim državama centralno-planskog privrednog sistema, kako bi mogla ući u tranziciju po istoj recepturi kao i oni.

Očito su banke državne da ih je potrebno privatizovati. Banke su i ostaće u buduće najznačajnije finansijske institucije, jer će biti crnogorska ekonomija takozvana bankarska ekonomija („banking economy”), o čemu će biti kasnije još nešto riječi.

Ako ostavimo po strani već pomenuti problem banaka u državi sa stranim novcem ili sa „currency board” sistemom, moramo biti kod privatizacije precizniji. Samo okrupljavanje ili objedinjavanje banaka ne znači mnogo. Iako bi kao posljedica tog objedinjavanja nastala jedna banka u Crnoj Gori, ona bi još uvijek bila tako mala da ne bi mogla iskoristiti ekonomiju opsega („economies of scale”). Ukoliko bi bio rezidentima onemogućen prilaz do zajmova, depozita i drugih „produkata” banaka van Crne Gore, nastao bi monopol u bankarstvu. Zato je za tako malo državu jedini izlaz u postupnom otvaranju finansijskog sektora Crne Gore. Na bankarskom području to znači omogućiti konkurenciju preko granica („cross border”). Slično važi, kao što ćemo kasnije vidjeti, i za finansijska tržišta i za druge finansijske institucije.

Sama privatizacija banaka neće značiti mnogo ili čak neće ništa značiti, ukoliko se ne uspostavi konkurentski milje u bankarskom sektoru i preko konkurencije preko granice. To ne treba smatrati doslovno u tom smislu, da se nužno radi o konkurenciji banaka odmah sa druge strane granice. Zbog geografske pozicije Crne Gore, „preko granice”, znači malo dalje od susjednih država. Ali o tome, šta znači privatizacija banaka ne može se ništa naći u Agendi. Pretpostavka je, vjerovatno, da je to svakome poznato. Mislim da to nije sasvim tako.

Za razliku od nefinansijskih preduzeća, gdje nije tako važno ko je njihov vlasnik ili bolje ko je većinski vlasnik, situacija je drukčija kod banaka. Za banku je značajna stabilnost u različitim značenjima. Među njima je značajna i vlasnička stabilnost. Nije dobro ako se često mijenja ona grupa vlasnika koji tvore takozvano tvrdo jezgro vlasnika i/ili imaju većinski udio u kapitalu banke. Tako tvrdo jezgro vlasnika treba da čine finansijske institucije (Ribnikar, 2001a). U tom smislu najčistija je situaciji u SAD i Velikoj Britaniji (Mikdashi, 1997). Nije dobro da su u toj grupi većinskih vlasnika i nefinansijska preduzeća, jer se ta preduzeća prije ili kasnije odluče da će prodati svoj udio u banci. Za nefinansijska preduzeća nije normalno da imaju trajno veliku finansijsku imovinu, kao što su dionice banaka. Za finansijska preduzeća, za takozvane institucionalne investitore, to je skoro jedina imovina koju imaju.

Kada se govori o privatizaciji banaka, da li se time misli na prodaju banaka domaćim finansijskim institucijama? Vjerovatno ne jer nema dovoljno takvih finansijskih institucija? Da li se time misli na prodaju domaćim i inostranim institucionalnim investitorima ili možda samo inostranim institucionalnim investitorima? Vjerovatno ne, jer inostrani institucionalni investitori nisu zainteresirani da uđu u kapital pojedine banke sa nekoliko procenata. Ono što ostaje jesu inostrane banke, ali one koje će biti spremne da ući u kapital banke po pravilu samo pod uslovom da time dobiju nadzor nad bankom.

Ako se radi o tome da inostrane banke dobiju nadzor u bankama koje se privatizuju, onda se mora insistirati na tome da inostrana banka za to da dobije nadzor kupi cjelokupni kapital banke. To je jedina pravilna strategija države. Ali u tom slučaju ne radi se samo o privatizaciji nego o tome da se banka u vlasništvu države prepusti inostranoj banci, da je ona preuzme. Preuzimajući domaću banku ona je pretvara u svoju

podružnicu, koja je najprije pravno lice („subsidiary”), a kasnije se može pretvoriti u „branch”, to je u podružnicu, koja nije pravno lice.

Ukoliko se ne misli sa privatizacijom na to, to je na prepuštanje banaka inostranim bankama, da ih pretvore u njihove podružnice, onda bi moralo biti obrazloženo kako će se to uraditi (Ribnikar, 2002 i Ribnikar & Zajc, 2002). Problem je, naime, u tome, da se to ne može uraditi ili možda može biti samo pokušaj sa velikom neizvjesnošću i to još samo u slučaju da država ostaje neko vrijeme još značajan vlasnik banaka, koje bi htela na dužu stazu samo privatizovati, a ne i pretvoriti u podružnice inostranih banaka. O tom problemu Agenda ništa ne govori. Sa obzirom na osnovnu ideju, koja stoji iza Agende, a to je privatizacija svega mogućega i nemogućega i to brzo, taj pokušaj ne dolazi u obzir. Ako zbog toga uzmemo u obzir šta će se desiti sa bankama koje će se privatizovati, jedino pravilno bi bilo govoriti o prepuštanju banaka u vlasništvu države da ih preuzmu inostrane banke i pretvore u svoje podružnice.

6. *Finansijska tržišta*

Oko finansijskih tržišta ima najviše zabluda. Manja je neka ekonomija te zablude su još veće. S obzirom na ekonomsku veličinu Crne Gore te zablude su srazmerno vrlo velike.

Vjerovatno je dobro da ima svaka država institucije, zakone, nadzorne institucije finansijskog tržišta – pa to važi i za Crnu Goru. Ali nije dobro previše investirati u uspostavljanje infrastrukture finansijskih tržišta i previše očekivati od finansijskih tržišta. U stvari, zbog masovne vaučerske privatizacije potrebno je nešto slično sekundarnom tržištu kapitala, da bi se dionice koncentrisale u rukama male grupe ljudi. Potrebno je nešto slično sekundarnom tržištu kapitala, da bi se tobože ta koncentracija vlasništva izvršila preko tržišta, to znači na osnovu djelovanja ekonomskih zakonitosti ponude i potražnje, iako će mala grupa ljudi pokupiti veliku većinu dionica po vrlo niskoj cijeni.

Jedan od fenomena tranzicijskih država jeste taj da se, kako sa tržištima kapitala tako i sa značajnim dijelom finansijskih tržišta, počinje sa sekundarnim tržištem, iako je istorijski gledano kod svih (netranzicijskih) država početak sa primarnim tržištem kapitala, koje poslije relativno velikog „booma” poslije vaučerske privatizacije opada i konačno nestane a što se tiče primarnog tržišta kapitala od njega nema ništa. Time mislimo, razumije se, na nacionalno tržište. Tržište kapitala,

i to samo sekundarno, je kratkotrajan fenomen tranzicijskih država koje su izabrale vaučersku privatizaciju. Zašto bi se toliko investiralo u nešto što je kratkotrajno kao nacionalno tržište, kada je jedina svrha da se omogući brzo bogaćenje male grupe ljude tobože u skladu sa zakonitostima tržišne ekonomije.

Da u tranzicijskim državama, kao što je Crna Gora a i skoro sve druge, nema i ne može biti primarnog tržišta kapitala, to znači da bi se preduzeća vanjski finansirala emisijom obveznica i akcija, možemo jednostavno dokazati, ako pogledamo, šta znači tržište kapitala u velikim netranzicijskim ekonomijama. Za primjer možemo uzeti SAD.

SAD su pored Velike Britanije takozvana tržišna ekonomija („market economy” ili „market based economy”). Do osamdesetih godina su se, na primjer, preduzeća u SAD eksterno finansirala u visini od oko jedne trećine preko finansijskih tržišta (preduzeća u kontinentalni Evropi skoro ništa) i oko dvije trećine preko banaka i njihovih zajmova (Mishkin, 1997). Početkom 2000. godine se slika promijenila. U SAD se oko dvije trećine preduzeća finansiraju vanjski preko finansijskih tržišta (u kontinentalni Evropi oko jedne trećine) i samo oko jedne trećine preko banaka (u Evropi oko dvije trećine).

Ako pogledamo, ko kupuje vrednosne papire (u prvom redu obveznice) i ko ih emitira, onda možemo vidjeti, da do visine oko 90 % kupuju papire institucionalni investitori (osiguravajuće institucije, penzioni fondovi i investicioni fondovi), a emitiraju ih velika preduzeća. Institucionalni investitori, naime, ne kupuju papire iako imaju dobar kreditni „rating” ako nije njihova tržišna kapitalizacija prilično velika. Tako postoje dva uslova za tržište kapitala: dovoljno veliki broj velikih preduzeća i institucionalni investitori.

U tranzicijskim državama nema i neće biti velikih preduzeća koja bi mogla emitovati toliko svojih papira da bi se institucionalni investitori odlučili i kupovali te papire. U tranzicijskim državama se moraju preduzeća eksterno finansirati preko banaka i njihovih zajmova.

Kod problema tržišta kapitala u tranzicijskim državama je bez značaja da li postoje ili ne postoje institucionalni investitori. Postoji, naime, iluzija da treba sačekati razvitak institucionalnih investitora – na primjer penzionih fondova u državama koje su uvele i taj „funded” penzioni sistem. Institucionalni investitori, iako bi postojali, u malim ekonomija neće smjeti baš mnogo investirati u domaće papire. Oni moraju diverzifikovati svoj portfelj, a to znači, na primjer za Crnu Goru,

da moraju imati skoro u cjelini, osim možda nekoliko procenata, papire preduzeća (a i država) iz drugih država – na primjer iz država EU ili država Ekonomske i monetarne unije (EMU).

U Agendi ima mnogo iluzija o finansijskim tržištima ili o tržištu kapitala. Tekst bi se morao otarasiti tih iluzija a ono što je važnije mora se promijeniti filozofija o finansijskim tržištima i država se mora drukčije postaviti u odnosu do finansijskih tržišta i finansijskog sistema uopšte.

Nekoliko riječi o tome. Za tržište kapitala važi da je za državu bolje da nema tržište kapitala ako ono ne može dobro funkcionisati (Stiglitz, 1994). Ne važi možda izreka da je i slabo tržište kapitala bolje od tržišta koga nema. Moramo znati da se na tržištu kapitala trguje na osnovi informacija koje su javno svima jednako dostupne. Nije mi poznato, kako bi se to moglo obezbijediti u tako maloj državi kao što je Crna Gora, za koje pored toga važi, kao što je bilo rečeno da je to „Gemeinschaft” i ne „Gesellschaft”. Sve transakcije su po pravilu na osnovi unutrašnjih informacija, dogovaranja, izigravanja naivnih i sličnog. Dalje, nije mi poznato nijedno preduzeće u Crnoj Gori koje nije ili neće biti podružnica nekog stranog velikog preduzeća, koje bi moglo doći do zaključka da je jeftinije finansiranje preko finansijskih tržišta. Tako ne vidim ponude robe na tržištu kapitala, ako ostavimo po strani državu.

Što se tiče tražnje na tržištu kapitala, nije osnovni problem u tome da nema institucionalnih investitora, nego da će ih biti – na primjer penzionih fondova. Ukoliko ih i bude, oni će investirati skoro u cjelini u inostrane papire. Tako i što se tiče tražnje nema potreba za tržištem kapitala.

Kao razmišljanja o finansijskim tržištima ili uže o tržištima kapitala u nekoj maloj državi, mogla bi biti i mnogo veća od Crne Gore, moramo znati da je takva ekonomsko mala država još mnogo puta manja u finansijskom smislu. A u takvim malim okvirima ne može postojati nešto kao što je nacionalno finansijsko tržište ili nacionalno tržište kapitala. Ali to ne znači da su institucije i ljudi u takvoj maloj ekonomiji osuđeni na to da ne mogu uživati koristi od finansijskih ili kapitalnih tržišta.

Te koristi mogu uživati ali ne u okviru nekakvog nacionalnog finansijskog tržišta ili nacionalnog tržišta kapitala, jer nešto tako ne može postojati. Ono može postojati samo u izvrnutom obliku i donosi mnogo više štete nego eventualnih koristi. Odgovor je jednostavan. Mala ekonomija se mora finansijski potpuno otvoriti, ukoliko je po-

trebno da se njena velika preduzeća, kojih će biti po broju vrlo malo ili čak ništa, finansiraju i preko finansijskih tržišta, i/ili ukoliko postoje institucionalni investitori, kojima je potrebna roba kojom se trguje na finansijskim tržištima. Pored toga moramo uzeti u obzir i stanovništvo ili sektor domaćinstava kao značajnog (finansijskog) investitora.

To je generalni pravac razvoja finansija u maloj ekonomiji i u Agendi bi morao biti predviđen taj put razvoja. Za prihvatanje tog puta postoje prepreke. Jedna je, vjerovatno, u vezi sa nezavršenom privatizacijom. Drugo su problemi koji se mogu očekivati kod finansijskog otvaranja ekonomije. Ukoliko se radi o tome da nema nacionalnog tržišta kapitala, mora biti vjerovatno infrastruktura kapitalskog tržišta prilagođena tim novim uslovima (Ribnikar, 2000).

Iako će biti zbog navedenih razloga vrlo malo ili ništa javnih emisija („public placement”) hartija od vrijednosti od strane preduzeća, može biti nešto ili više privatnih emisija („private placement”), koje imaju drugačiju logiku. Emisije mogu biti i manje. Rizičnost papira može biti i veća od one što se podrazumijeva za papire, koji su prikladni za to, da ih kupuju institucionalni investitori. Ali i toga neće biti mnogo.

Na kraju nekoliko riječi o međubankarskom novčanom tržištu. Ni kod „currency board” novčanog uređenja ni u slučaju kada se direktno upotrebljava strani novac, centralna banka, ako upotrijebimo taj izraz za instituciju, koja nije centralna banka (Lewis & Mizen, 2000), jer, na primjer, tako te institucije sebe zovu, ne može voditi monetarnu politiku ili je može voditi u krajnje ograničenom obimu. Kako u tom slučaju nema vertikalne cirkulacije sredstava („funds”) između banaka i centralne banke, ostavljamo po strani obavezne rezerve, jer se obična stopa obaveznih rezervi ne mijenja, bankama trebaju mehanizam za horizontalnu cirkulaciju sredstva, likvidnosti ili rezervi. Bankama treba nekakvo međubankarsko novčano tržište. Da li je ta horizontalna cirkulacija sredstava između banaka adekvatna zavisi od više stvari: od strukture bankarskog sistema, od stepena povjerenja između banaka, od vrsta robe, kojom se trguje na međubankarskom novčanom tržištu. Dok se ne pretvore sve banke u podružnice inostranih banaka, logika novčanog uređenja, kako je bilo rečeno, vodi ka tome, da je potreban opisani mehanizam horizontalne cirkulacije likvidnosti između banaka. Ali to opet nije neka velika tema, koja traži mjesto u Agendi. To je više tehnički problem za bankare.

7. *Nekonsistentnost između planirane stope rasta BDP i planirane stope inflacije*

Planirana relativno niska stopa rasta BDP u 2004. godini, naime samo 2,7 %, niska je za državu, koja mora loviti mnoge ispred sebe. Ali može biti realna i zbog toga ne vidimo problem u tom procentu. Na svaki način je bolje nego da je naduvana. Problem je taj procenat u kombinaciji sa predviđenom inflacijom od 4,5 %.

U proseku će se cijene uvozne i izvozne robe povećati onoliko, koliko će biti inflacija na području evra. To je obično oko 2 % godišnje, to je, naime, i srednjeročni cilj monetarne politike Evropske centralne banke, iako može biti ove godine zbog cijene nafte taj postotak viši. Ali to poskupljenje nafte se sigurno nije uzimalo u obzir u toku pisanja Agende i inflacija zavisi i u Crnoj Gori od cijene nafte na svjetskom tržištu. Iako je prosjek inflacije na području evra od 2 %, ostanimo kod tog procenta, prosjek vrlo različitih inflacija u 12 država evra – po pravilu najvišu inflaciju imaju države sa najvećom stropom rasta BDP – to znači, da će domaće cijene porasti za 4,5 % ili za 2,5 procentna poena više nego cijene izvozne i uvozne robe.

Porast BDP od 2,7 % vjerovatno nije prvenstveno posljedica povećanja produktivnosti nego vjerovatno povećanja zaposlenosti (možda i u državnoj upravi), nema ekonomskih razloga za realnu aprecijaciju novca (eura) u Crnoj Gori. Zbog toga će inflacija od 4,5 % dodatno smanjivati konkurentnost privrede u Crnoj Gori. Ta inflacija bila bi kompatibilna sa mnogo većim rastom BDP ili predviđeni rast BDP kompatibilan bi bio sa mnogo manjom inflacijom.

Kod takvih odnosa između stope rasta BDP i inflacije rastu relativne cijene roba i usluga, koje se nazivaju „nontradables”, prema robama u uslugama, koje se ubrajaju u „tradables”. Smanjivanje finansiranja deficita tekućeg dela platnog bilansa različitim oblicima pomoći iz inostranstva, a to će se, vjerovatno, događati u sledećim godinama, u Agendi bi moralo naći mjesto, ne samo kako spriječiti dalja pogoršavanja konkurentne sposobnosti privrede nego kako tu konkurentsku sposobnost povećati. Pored toga je od suštinskog značaja zbog svega onoga, o čemu je već bilo riječi, kako napraviti Crnu Goru privlačnu za inostrana direktna ulaganja.

Kako se u Crnoj Gori ne može voditi monetarna politika, inflacija ne može biti prouzrokovana monetarnim uzrocima. Isto tako se inflacija

ne može spriječavati novcem. Jedina makroekonomska politika, koju ima država, jesu fiskalna politika i djelimično politika plata u državnoj upravi ili šire shvaćenoj državi. Na žalost, o tome nema dovoljno ideja i predloga u Agendi.

*

Tri teksta (Vlada Republike Crne Gore, 2003, 2004 i 2004a), koja su nam služila kao osnova za kritički pogled na finansijski i monetarni sistem Crne Gore, znače hvale vrijedan pokušaj da se na konsistentan način prikažu sve ekonomske reforme, koju su pred Crnom Gorom i analizira ekonomska politika u prvoj godini, to jest u 2004. godini. Cilj diskusije i teksta jeste u tome da se upozori na pogrešna stanovišta, iluzije, nekonsistentnost, nedostatke i nepotrebne stvari kako bi reforme bile pravilno koncipirane i ekonomska politika pravilno vođena.

U kritici pomenutih tekstova a time i planiranim reformama i ekonomskoj politici ograničili smo se na finansijski i monetarni sistem. Kako je finansijski sistem u velikoj meri određen načinom ukidanja društvenog vlasništva preduzeća, to nismo mogli mimoći. Mislimo u prvom redu na tobožnju potrebu po sekundarnom tržištu kapitala a time i uopšte na tržište kapitala i na finansijska tržišta, kako bi se vlasništvo preduzeća koncentriralo u rukama malobrojnih po „tržišnoj logici” i time na način za kojega se ne bi moglo kazati da nije pošten ili „fair”. Ono što trebaju u prvom redu male tranzicijske ekonomije je efikasan bankarski sistem, a do njega se ne može doći samo od sebe ili samo privatizacijom, za koju se ne zna šta bi trebalo da znači.

Monetarni sistem Crne Gore, o kojem nema ni reči u pomenutim tekstovima, nije najbolji od mogućih i o njemu bilo bi dobro ozbiljno razmisliti. On je kompatibilan sa bankarskim sistemom, gde su banke podružnice većih inostranih banaka. I zbog toga i ne samo zbog problema vlasništva banaka i finansijskih institucija (Ribnikar) će ići crnogorski bankarski sistem u tom pravcu. Sve tranzicijske ekonomije, pa i mnogo veće od crnogorske, biće bankarske, pa je razumljivo da su od suštinskog značaja banke. Finansijska tržišta ne mogu biti značajna, a u prvom redu ne može postojati nešto tako kao što je crnogorsko tržište kapitala.

Ali ne samo finansijska tržišta nego i finansijske institucije ne mogu postojati u pravom smislu, ukoliko ne dođe do utapljanja finansijskog

sistema Crne Gore, uzmimo, da možemo govoriti o sistemu, u velikom moru, koje se zove evropski finansijski sistem (Ribnikar). Samo tako moći će preduzeća, finansijska i nefinansijska, i stanovništvo koristiti ono što nude finansijska tržišta i finansijske institucije.

LITERATURA

- Allen, F. & D. Gale, 2000, „Comparing Financial Systems”, The MIT Press, 507.
- Barro, R. J. & V. Grilli, 1994, „European Macroeconomics”, MacMillan, 483.
- Burda, M. & C. Wyplosz, 2001, „Macroeconomics. A European Text”, 3. izd., Oxford Univ. Press.
- Dore, R., 2000, „Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism”, Oxford Univ. Press, 264.
- Frenkel, J. A. & H. G. Johnson (urednici), 1976, „Monetary Approach to the Balance of Payments”, George Allen & Unwin, 388.
- Lewis, M. K. & P. D. Mizen, 2000, „Monetary Economics”, Oxford Univ. Press.
- Mikdashi, Z., 1998, „Les banques à l'ère de la mondialisation”, *Economica*, 365.
- Mishkin, F. S., 1997, „The Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, 5. izd. Harper Collins, 732.
- Ribnikar, I., 1994, „Prehod v tržno gospodarstvo po slovensko”, CISEF, Ljubljana, 318.
- Ribnikar, I., 1997, „Sistem ali režim deviznega tečaja”, *Bančni vestnik*, 1-2, 48-50.
- Ribnikar, I., 2000, „Financial Intermediation in a Small (Transition) Economy”, *Economic and Business Review*, Ljubljana, vol. 2, no. 2, 113-125.
- Ribnikar, I., 2000a, „Denarna uprava, denarni odbor, svet ali urad”, *Bančni vestnik*, br. 3, 47-49.
- Ribnikar, I., 2001, „Abolishment of the Social Ownership of Business Enterprises, Privatization, and Demutualization of Insurance Institutions”, *Macedonian Academy of Sciences and Arts & Faculty of Economics*, Skopje, 157-165.
- Ribnikar, I., 2001a, „Lastniki bank (v EU in Sloveniji)”, *Bančni vestnik*, Ljubljana, br. 12, 50-54.
- Ribnikar, I., 2002, „Privatizacija bank in drugih podjetij”, *Bančni vestnik*, 5, str. 52-54.
- Ribnikar, I. & P. Zajc, 2002, „How to Privatize and/or Sell Business Enterprises Like Banks to Foreigners”, *Proceedings of Rijeka Faculty of Economics, Journal of Economics and Business*, vol. 20, no. 2, 7-21.
- Stiglitz, J. E., 1994, „Whither Socialism?”, The MIT Press, 338.

Vlada Republike Crne Gore, 2003, „Agenda ekonomskih reformi u Crnoj Gori”, 59.

Vlada Republike Crne Gore, 2004, „Ekonomska politika Crne Gore za 2004. godinu”, 28.

Vlada Repulike Crne Gore, 2004a, „Godinu dana implementacije Agende ekonomskih reformi”, 49.