

MONETARISTIČKI I KEJNZIJSKI TRANSMISIONI MEHANIZAM

MONETARY AND KEYNESIAN TRANSMISSION MECHANISM

Originalni naučni rad

DOI 10.7251/POS1208033R	COBISS.BH-ID 3065112	UDK 336.748.4
-------------------------	----------------------	---------------

Doc. dr Kristijan Ristić¹, Univerzitet Union Beograd
Prof. dr Slavko Vukša², Univerzitet za poslovne studije Banja Luka

Sažetak

Najveći deo teorijskih i empirijskih istraživanja³ monetarista u sklopu nove kvantitativne teorije novca posvećen je upravo tražnji novca, koji se shvata kao jedan od jednakovrednih oblika aktive⁴. Tražnja novca, po monetaristima, spada kako u kontekst teorije imovine (jer novac za pojedince predstavlja jedan od oblika imovine), tako i u kontekst teorije kapitala (jer novac za preduzeće predstavlja kapital). U Fridmanovom modelu tražnja novca krajnjih vlasnika imovine zavisi od visine ukupne vrednosti imovine, podele imovine na ljudski i fizički oblik, očekivane stope prinosa novca i ostalih oblika imovine i ostalih promenljivih (koje određuju korisnost usluga novca).

Ključne reči: transmisioni mehanizam, monetarizam, kejnzijizam, likvidnost, kamatna stopa, devizni kurs, efekat istiskivanja.

¹ Doc. dr Kristijan Ristić: E-mail: ristic.kristijan@yahoo.com

² Prof. dr Slavko Vukša: Mob: +38163/411-032; E-mail: slavkovuksa@gmail.com

³ J. Care i M. R. Darby, The Role of Money Supply Shocks in the Short-Run Demand for Money, Journal of Monetary Economics 2/81, st. 183-199, F. A. G. Butter i M. M. G. Fase, The Demand for Money in EEC Countries, Journal of Monetary Economics 2/8, st. 201-230., G. Show, On the Long-Run and Short-Run Demand for Money, Journal of Political Economy, april 1966, st. 111-131., B. Morgan Monetarism and Keynesians, The Macmillan Press, London, 1980.,

⁴ J. Tobin, Asset Accumulation and Economic Activity, Basil Blackwell, Oxford, 1980. i Financial Structure and Monetary Rules, Kredit und Kapital 2/83, st. 155-170.

Abstract

The largest part of theoretical and empirical researches of monetarists within the new quantitative theory of money is dedicated to money demand, which is thought as equally worth form of assets. Demand for money, according to monetarists, belongs to the theory of assets (because money represents a form of property to individuals), and to the theory of capital (because money represents a form of equity to enterprises). Friedman's model argues that for ultimate wealth holders, the demand for money, in real terms, depends on total wealth value, division of wealth between human and nonhuman forms, expected rates of return on money and other assets and other variables (determining the utility attached to the services rendered by money).

Keywords: *transmission mechanism, monetarism, keynesianism, liquidity, interest rate, exchange rate, crowding-out effect*

1. UVOD

U radu će biti prikazana teorijska i empirijska istraživanja monetarista u sklopu nove kvantitativne teorije novca. Poseban akcenat je stavljen na Fridmanovu tražnju novca.

2. ANALIZA MONETARISTIČKOG I KENZIJANSKOG TRANSFORMACIONOG MODELA

I

U tom kontekstu, Fridman definiše tražnju novca kvantitativnim modelom koji glasi:

$$Md = \left[\frac{V}{r}; W; P; r_b - \frac{1}{r_b} \cdot \frac{dr_b}{dt}; r_e + \frac{1}{p} \cdot \frac{dP}{dt} - \frac{1}{r_e} \cdot \frac{dr_e}{dt}; \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}; n \right]$$

Uvođenjem novih pretpostavki Fridman dobija jednostavniji oblik jednačine nominalne tražnje novca krajnjih korisnika imovine, čiji je cilj da se pokaže da tražnja realne količine novca ne zavisi od nominalnih promenljivih (Y i R):

$$\frac{Md}{p} = f\left[W; \frac{Y}{p}; rb; re; \frac{1}{p} \cdot \frac{dP}{dt}; n\right]$$

U suštini, tražnja realne količine novca preduzeća zavisi u krajnjoj instanci od istih promenljivih kao i tražnja realne količine novca krajnjih vlasnika imovine, s tim što su (1) različiti samo parametri, (2) što je promenljiva W neznačajna i (3) što promenljivu u određuju i drugi parametri. Sa dodatnim teorijskim pretpostavkama i empirijskim istraživanjima Fridman⁵ je identifikovao promenljive od kojih zavisi tražnja realne količine novca.

Tražnja realne količine novca u najvećoj meri objašnjava se promenama u trajnom realnom dohotku. Dugoročna tražnja realne količine novca nije značajnije zavisna od kamatne stope, iako ciklično postoje promene koje se mogu objasniti promenama kamatne stope. Time se svakako dokazuje stabilnost funkcije tražnje realne količine novca, pa, prema tome, i predvidljivost ponude novca pri određivanju uticaja promena nominalne količine novca u opticaju na nacionalni dohodak. No, Fridman je stremio da pokaže i podvuče razliku između sopstvenog, Fišerovog i Kejnzovog modela. Zbog toga je umesto trajnog dohotka upotrebio realni dohodak i jednačinu tražnje novca izrazio na sledeći način:

$$Md = P \cdot f\left[\frac{Y}{p}, r\right]$$

Međutim, ova jednačina simultano reprezentuje i Kejnzovu jednačinu preferencije likvidnosti, koja se može interpretirati kao elastičnost tražnje nominalne količine novca koja je u odnosu na promenu opšteg nivoa cena jednaka jedinici i koja zavisi od realnog nacionalnog dohotka i kamatne stope. Jasno je da iz Fridmanovih empiričkih istraživanja proističe da ostvareni realni nacionalni

⁵ M. Friedman, The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results, Journal of Political Economy, avgust 1959.

dohodak slabo objašnjava tražnju realne količine novca kao trajni realni dohodak, iako je u prvobitnim istraživanjima veći naglasak stavljan na značaj kamatne stope⁶.

Za razliku od tražnje novca, monetaristi mnogo manje pažnje pridaju ponudi novca, jer se zalažu, sa empirijskog stanovišta, za takvu definiciju novca koja omogućava maksimalan uticaj na kretanje realnog dohotka i opšti nivo cena. Pošto se pretpostavlja da postoji stabilna veza između rezervi poslovnih banaka (R) i ponude novca (M), da količina gotovog novca u opticaju zavisi od visine depozita kod banaka ($S = s \cdot D$), da visina depozita privrednog sektora kod banaka zavisi od rezervi poslovnih banaka ($D = R/P$), da visina rezervi zavisi od količine primarnog novca ($R = V - S$) i da r i s nastupaju kao konstante, onda se smatra da gotov novac u opticaju (S) i depoziti privrednog sektora kod poslovnih banaka (D) daju najbolju definiciju novca ($M = S + D$) iz koje se deriviraju promenljive od kojih zavisi ponuda novca:

$$Md = \frac{1 + c}{p + c} \cdot B$$

U tom kontekstu, koeficijent gotovog novca u opticaju (s) i koeficijent potrebnih rezervi (r) zavise od kamatne stope (r): $s = f(r)$ i $r = f(g)$ ⁷. Prema tome, ponuda novca zavisi od kamatne stope. Pri tome i visina primarnog novca (V), koju određuje centralna banka operacijama na otvorenom tržištu (kupovinom i prodajom hartija od vrednosti), utiče na ponudu novca, dok eskontna stopa centralne banke deluje na koeficijent potrebnih rezervi. No, i pri uticaju promena kamatne stope na ponudu novca monetaristi tvrde da je centralna banka sposobna da taj uticaj neutrališe posredstvom promena u količini primarnog novca i/ili promena eskontne stope.

⁶ Doprinos analizi promene količine novca zasnovanoj na funkcionalnom pristupu dali su Tiengen, De Leeuw, Goldfield, Tobin o Brainard (R. L. Teigen, Demand and Supply Functions for Money in the United States. Some Structural Estimates, Econometrica, oktobar 1964, F. De Leeuw, A Model of Financial Behaviour, y J. Duesenberry (Ed.), The Brookings Quarterly Econometric Model of the United states, Rand Mc Nally, Chicago, 1965

⁷ Više kamatne stope povećavaju oportunitetne troškove držanja novca i doprinose da poslovi banke drže manje sigurnosnih likvidnih rezervi.

II

Empirijski rezultati (Brunner - Meltzer, Laidler, Feige, Tobin, Friedman, Hamburger, Miller-Or, Anderson, Johnson, Baumol, Thompson, Gramlich, Carlson, Cagan)⁸ istraživanja tražnje novca (tj. uticaja varijable X - dohodak ili imovina i varijable i - kamatna stopa) pokazuju delovanje pojedinih varijabla na tražnju novca⁹. Brunner i Meltzer su pokazali da vrednost imovine bolje objašnjava kretanje tražnje novca (kako M1 tako i M2) u odnosu na permanentni dohodak isto kao i permanentni dohodak u odnosu na ostvareni dohodak. Laidlerovi rezultati pokazuju da vrednost imovine i permanentni dohodak bolje objašnjavaju kretanje tražnje novca u odnosu na ostvareni dohodak po stalnim cenama. Feige je pokazao da očekivani dohodak bolje objašnjava tražnju novca nego ostvareni dohodak. Chow je, uključivanjem odgođenosti efekata, došao do rezultata da ostvareni dohodak bolje objašnjava tražnju novca od permanentnog dohotka¹⁰ i obrnuto, u slučaju isključenja vremenske odgođenosti prilagođavanja tražnje novca promenama dohotka. Međutim, po Tobinu, statističke pravilnosti, koje su zapažene između novčane mase i ukupne potrošnje, koje su zabeležene u razdoblju kada su monetarne vlasti bile usmerene na kamatne stope i uslove kredita, a ne na monetarne agregate, postale su manje pouzdane, kada su vlasti više monetaristički orijentisane na

⁸ A. Meltzer, The Demand for Money. The Evidence from the Time Series, Journal of Political Economy, juni 1963, D. Laidler, Some Evidence on the Demand for Money, Journal of Political Economy, februar 1966, C. Chow, On the Long-Run and Short-Run Demand for Money, Journal of Political Economy, april 1966,

⁹ O različitim definicijama i metodima statističke identifikacije tražnje novca videti: D. R. Tucker, Macroeconomic Model and the Demand for Money under Market Disequilibrium, Journal of Money, Credit and Banking, februar 1971., J. Hicks, The Yield Concols, u Critical Essays in Monetary Theory, Oxford University Press, Oxford, 1967, st. 90-93., F. de Leeuw i E. M. Gramlich, The Channels of Monetary Policy, Federal Reserve Bulletin, maj 1969, st. 480-481.

¹⁰ Konceptije "permanentnog" (stalnog) dohotka (Fridman) i dohotka "životnog ciklusa" (Modigliani) u okviru funkcije potrošnje objašnjavaju ponašanje pojedinaca u pogledu potrošnje. Na to se nadovezuje pojam "očekivanog dohotka", koji se menja u zavisnosti od mesta pojedinca u životnom ciklusu, i pojam "radne sposobnosti", koja se definiše kao diskontovana vrednost budućih dohodaka (I. Willasen, A Theoretical and Empirical Stud of the Consumption Function, Institute of Economics of the University of Oslo, Oslo, 1976).

kontrolu monetarnih agregata, odnosno novčane mase¹¹. Empirijska istraživanja uticaja kamatne stope na tražnju novca pokazuju inverznu zavisnost¹²: Stabilnost funkcionalne zavisnosti promene tražnje novca od promena kamatne stope je relativno mala, dok je povezanost nivoa tražnje novca i kamatne stope relativno velika. Brunner i Meltzer su ukazali na relativno visoku osetljivost tražnje novca (kako M1 tako i M2) na kamatnu stopu (dugoročnu). Laidler i Tobin su pokazali da je osetljivost tražnje novca veća na dugoročne kamatne stope u odnosu na kratkoročne. Lee je istraživao uticaj alternativnih vrsta kamatnih stopa na tražnju novca, a Smith i Winder paralelni uticaj kamatne stope i stope porasta cena na tražnju novca. Fridman je, pak, pobijao svaki značajan uticaj kamatne stope na tražnju novca. Empirijska istraživanja tražnje novca od strane preduzeća (Meltzer i Miller), tražnje novca od strane domaćinstava (Hamburger i Santomero), tražnje novca sektora preduzeća i sektora domaćinstva (Wilbrat), tražnje novca za spekulativne svrhe (Fisher), tražnje novca za transakcione svrhe (Baumol, Johnson, Tobin i Anderson), tražnje novca za držanje "neaktivnog" novca (Tobin), tražnje novca zasnovane na očekivanjima (Smith i Minder) i tražnje novca sa stanovišta tražnje gotovog novca (Lewis i Brean) i tražnje novca po pojedinim zemljama (Fase, Kune, Hacche, Frowen, Hamburger, Rausser i Laumas), bez obzira na dobijene rezultate, značajna su sa stanovišta razvoja monetarne teorije¹³.

¹¹ J. Tobin, Asset Accumulation and Economic Activity, op. cit., st. 47. i M. N. Bailly, Stabilization Policy and Private Economic Behavior, Brookings Papers on Economic Activity 1/78.

¹² K. Brunner i A. Meltzer, Predicting Velocity: Implication for Theory and Policy, Journal of Finance, maj 1963, D. Laidler, Some Evidence on the Demand for Money, Journal Political Economy, фебруар 1966. i The Demand for Money: Theories and Evidence, International Textbook Company, Scranton, 1969, J. Tobin, The Monetary Interpretation of History, American Economic Review, juni 1965.,

¹³ A. Meltzer, The Demand for Money: A Cross Section Study of Business Firms, Quarterly Journal of Economics, avgust 1963, M. Müller i D. Orr, The Demand for Money by Firms-Extension of Analytical Results, Journal of Finance, decembar 1968, M. J. Hamburger, The Demand for Money by Households, Money Substitutes and Monetary Policy, Journal of Political Economy, decembar 1966, A. Santomero, A Model for Demand for Money by Households, Journal of Finance, mart 1974, B. J. Wilbrat, Some Essential Differences in the Demand for Money by Households and Firms, Journal of Finance, novembar 1975.

III

Monetaristi stavljaju težišta na ponudu i tražnju realne količine novca, što reprezentuje monetarističku verziju transmisionog procesa i reflektuje uticaj promene novčane mase na dohodak¹⁴. U okviru transmisionog procesa Fridmanova varijanta naglašava dejstva substitucije i uticaj promena novčane mase na nominalnu kamatnu stopu, a Brunner-Meltzerova varijanta naglašava dejstva relativnih cena i zaliha. Pridavajući veći značaj promenama cena (nego kejnzijanci), obe varijante naglašavaju značaj razlikovanja nominalne i realne kamatne stope. Majer, za razliku od Fridmana i Brunner-Meltzera, razmatra transmisioni proces samo u vezi sa promenama količine novca, ali ne i sa fiskalnom politikom. Jer, promene fiskalne politike izazivaju tzv. istiskivanje privatnog sektora sa tržišta (monetaristički argument). Monetaristi tvrde da nefinansijski sektori, ukoliko raspolažu velikom količinom novca, povećavaju izdatke na robu i obveznice i time smanjuju količinu novca; dok fiskalisti (kejnzijanci), naglašavajući relativni prinos, tvrde da nefinansijski sektori, koji imaju suviše novca, imaju manji prinos od količine novca koju drže od prinosa koji mogu dobiti od drugih vrsta aktiva (i stoga kupuju druge vrste aktiva). Usklađivanje portfelja u funkciju izjednačavanja prinosa obuhvata hartije od vrednosti (dakle, aktivu koja je slična novcu), a ne robu. Iz tog razloga fiskalisti i monetaristi operišu sa različitim oblicima aktive u okviru procesa transmisije. Monetaristi posmatraju novac kao pojam suprotan nivou cena, (jer se novac upotrebljava za kupovinu robe), a fiskalisti cenu novca nazivaju kamatnom stopom (s obzirom na to da se novac opservira kao sredstvo koje može da se plasira u vidu zajma ili da se drži u vidu novca)¹⁵. U

¹⁴ M. Monti, *Problem di conomica monetaria*, Milano, Etas Kompass, 1969, G. G. Kaufman, *Money, The Financial system and the Economy*, Chicago-London, McNally and Co., 1973., D. Laidler, *Monetarist Perspective*, Philip Allan, Oxford, 1982., L. B. Thomas, *Money, Banking and Economic Activity*, Englewood Clifts, Prentice-Hall, 1982., J. A. Cochran, *Money, Banking and the Economy*, Macmillan, N. York, 1983., H. C. Wallich, *Monetary Policy and Practice*, Heath, Lexington Books, Lexington, 1982.

¹⁵ Pesek i Saving smatraju da svaki novac predstavlja čistu imovinu (V. Pesek i L. Saving, *Money, Wealth and Economic Theory*, Collier Macmillan, N. York, 1967). Gurley i Shaw, pak, prave razliku između novca koji ima protivstavku u obavezama (tj. spoljni novac ili outside Money) i novca koji ima protivstavku u obavezama (tj. unutrašnji novac ili inside Money) i ističu sa samo spoljni novac (kreiran izdavanjem obveznica države) predstavlja čistu

suštini, razlika između kejnzijanskog i monetarističkog gledišta svodi se na razliku između novca i kredita i na poimanje cene novca (Fridman). Po mišljenju monetarista, kamatna stopa je cena kredita (a inverzni nivo cena je cena novca), dok je po fiskalistima kamatna stopa cena novca¹⁶. Ove razlike su, dakle, značajne kada se upotrebljava kriva tražnje novca.

Monetaristi mogu preformulisati monetarističku koncepciju respektovanjem kamatne stope, dok fiskalisti mogu redefinisati kejnzijansku teoriju izostavljanjem kamatne stope. Porast realne količine novca deluje na smanjenje uračunate kamatne stope na novčana sredstva. Usled toga, ističe Majer, monetaristi mogu da tvrde da se uračunata kamatna stopa na novčana sredstva koja drže nefinansijski sektori smanjila (umesto da tvrde da nefinansijski sektori drže više novca nego što žele i da zbog toga povećavaju izdatke). Nefinansijski sektori neposredno povećavaju izdatke da bi izjednačili marginalne prinose i posredno usled porasta količine novca (jer je prinos od ostalih oblika aktive konstantan). Fiskalisti, po mišljenju Majera, mogu koristiti grafikon sklonosti ka likvidnosti da bi pokazali kako povećanje količine novca kod nefinansijskog sektora iznad optimalnog dovodi do kupovine hartija od vrednosti radi izjednačavanja stope marginalnih prinosa¹⁷.

Međutim, za razliku od merenja stabilnosti, tražnja novca je daleko značajniji aspekt polemike monetarista i kejnzijanaca, s obzirom na to da se odnosi na promene nominalnog dohotka koje zavise od promene količine novca. Usled drugačije teorije kamatne stope kejnzijanci mnogo ozbiljnije shvataju nestabilnost tražnje novca od monetarista. Ukoliko je, naime, tražnja novca nestabilna, usled promena marginalne efikasnosti investicija, utoliko povećana količina novca ne omogućava sigurnu prognozu povećanja izdataka bez obzira

imovinu (J. Gurlly i E. Show, *Money in a Theory of Finance*, Allen and Unwin, Washington, 1960.

¹⁶ G. C. Chow, On the Long-Run and Short-Run Demand for Money, *Journal of Political Economy*, april 1968, st. 111-132., E. W. Gibson, Interest Rates and Monetary Policy, *Journal of Political Economy*, maj-juni 1970, st. 431-455, M. J. Hamburger, Alternative Interest Rates and the Demand for Money, *Comment*, *American Economic Review*, juni 1969, st. 407-412.

¹⁷ Y. C. Park, Some Current Issues on the Transmission Process of Monetary Policy, *Staff Papers*, mart 1972, st. 38-39. i M. Friedman, A Theoretical Framework for Monetary Analysis, *National Bureau of Economic Research, Occasional Papers*, No. 112, 1971, st. 28.

na to da li se proces formuliše sa monetarističkog ili fiskalističkog stanovišta. Monetaristi ističu da će povećanjem količine novca opadati nominalna kamatna stopa u kraćem periodu. Ona će se, doduše, brzo vratiti na prvobitan nivo (ili na viši nivo usled Fišerovog dejstva). Stoga monetaristi smatraju predviđenu realnu kamatnu stopu relativno stabilnom veličinom. Promene realne kamatne stope (predviđene), kao faktor fluktuiranja tražnje novca, manje je indikativan monetaristima nego fiskalistima. Monetaristi, zapravo, smatraju da je predviđena realna kamatna stopa i tražnja stabilnija (u odnosu na kejnzijance), jer su podsticaji za trošenje stabilniji nego što misle fiskalisti. Kejnzijanci (za razliku od monetarista) u procesu predviđanja kretanja izdataka radije preferiraju posmatranje kretanja kamatnih stopa i respektuju promene tražnje novca i promene novčane mase. Savremeni kejnzijanci, nasuprot Kejnzu (koji je tražnju novca smatrao nestabilnom), više veruju u stabilnost tražnje novca. Ali, i pristalice kvantitativne teorije, tvrdi Fridman, ne tvrde više da tražnja novca mora biti stabilna varijabila u numeričkom smislu¹⁸.

Promene kamatne stope pružaju više informacija od promene novčane mase jer beleže i promene u domenu ponude i tražnje. No, pitanje izbora između promena novčane mase i promena kamatne stope svodi se na pitanje merenja, budući da monetaristi više koriste novčanu masu nego kamatnu stopu (a kejnzijanci obrnuto, radije koriste kamatnu stopu nego novčanu masu). Po monetaristima se novčana masa preciznije meri, dok je kamatna stopa amalgam mnogih kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa, koje je teško svesti na jednu meru. S druge strane, teorija ročne strukture nije potpuno pouzdana, a sve kamatne stope na tržištu ne mogu da se prate. Nadalje, valja obuhvatiti uračunate kamatne stope i troškove zaduživanja. Najzad, predviđena realna kamatna stopa ne može pouzdano da se aproksimira ekonometrijskim modelima, pošto su velike oscilacije stope inflacije. Samim tim, promene nominalnih kamatnih stopa postaju nepouzdan orijentir za potrebne promene predviđene realne kamatne stope. Usled toga, monetaristi se okreću upotrebi novčane mase iako fiskalisti tvrde da se ni novčana masa ne može precizno meriti. Majer je, zato, potpuno u pravu kada kaže da novac, kako ga shvataju monetaristi, nema precizan empirički kontrapart.

¹⁸ M. Friedman, *The Quantity Theory of Money: A Restatement*, op. cit., cr. 17-19.

Pored iznetog, obuhvaćene vrste aktive reprezentuju, isto tako, razliku između monetarista i kejnzijanaca u eksplikaciji transmisionog procesa. Kejnzijanci smatraju da porast novčane mase ne utiče na potrošnju, već samo na investicije iz dva razloga: prvo, porast novčane mase utiče na smanjenje kamatne stope, koje, kao troškovi zaduživanja, podstiču tražnju robe, koja se kupuje na kredit (dakle, niži troškovi zaduživanja podstiču privredne investicije), i drugo, kamatna stopa neposredno ne utiče na sklonost ka potrošnji, a porast stope posmatraju samo sa stanovišta zaduživanja). Doduše, ovo je gledište postkejnzijansko, a ne kejnzijansko - tvrdi Brunner¹⁹. Ali, i kejnzijanski dokazi o neelastičnosti potrošnje u odnosu na kamatnu stopu poslužili su samo za razlaganje modela na odluke o strukturi imovine (da li držati novac ili obveznice) i na odluke o raspolaganju dohotkom (da li štedeti ili trošiti) ne respektujući povratno dejstvo odluke o držanju imovine na potrošnju usled promena sklonosti ka potrošnji pri promeni kamatne stope. Suprotno od kejnzijanaca, monetaristi podvlače da porast novčane mase utiče na količine hartija od vrednosti i ostalih oblika aktive. Iz tog razloga, nefinansijski sektori troše višak sredstava za kupovinu hartija od vrednosti, investicionih dobara i potrošne robe kako bi uravnotežili marginalne prinose. Da li promene novčane mase utiču na promene nominalnog dohotka i da li izbor aktive upliviše na snagu dejstva koje ima sama promena novčane mase? Ukoliko promene novčane mase utiču i na investicije i na potrošnju, utoliko novac ima mnogo veći efekat na dohodak nego kada bi on delovao na investicije - odgovara Majer u ime monetarista²⁰.

U suštini, ekonomisti mogu da prihvate monetarističko gledište o transmisionom procesu²¹ i da odbace kvantitativnu teoriju u smislu

¹⁹ K. Brunner, *The Monetarist Revolution in Monetary Theory*, op. cit. st. 3. i M. Tonveronachi, *Friedman and Schwartz on Monetary Trends in the USA and the UK from 1867. to 1975. A First Assesment*, Banca Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review*, juni 1983, st. 117-140

²⁰ W. H. Buijer, *Real Exchange Rate Overshooting and the Cost of Bringing Down Inflation*, *European Economic Review*, maj-juni 1982. st. 85-125., R. C. Fair, *Estimated Output, Price, Interest Rate and Exchange Rate Linkages Among Countries*, *Journal of Political Economy*, juni 1982, st. 507-536.

²¹ Transmisioni mehanizam monetarnih procesa reprezentuje sistem funkcioialnih povezanih varijabila koje objašnjavaju međusobne uticaje promene iznosa monetarnih agregata i tražnje monetarnih agregata na nemonetarne varijabile u procesu uspostavljalja monetarne ravnoteže (proces monetarnog uravnoteženja). Simultano, traismisioni mehanizam eksplicira i uticaje egzogenih promila nemonetarnih varijabila na promene monetarne varijabile i moietarnu

dominantnog uticaja novčane mase na promene nominalnog dohotka. I, obrnuto posmatrano, ekonomisti mogu prihvatiti kejnzijansku verziju transmisionog procesa, a da se ne odbaci teza monetarista da monetarni faktori imaju dominantan uticaj na nominalni dohodak (pod uslovom da je elastičnost investicija na kamatne stope velika i da je elastičnost funkcije sklonosti ka likvidnosti mala). Monetaristi, dakle, već uobičajeno ističu predominantnost delovanja impulsa monetarnih faktora na nominalnih dohodak, mada neokvantitativna teorija, kao teorija nominalnog dohotka, postaje trivijalna ukoliko ne dokaže razlaganje monetarnog impulsa u realni efekat (efekat proizvodnje i zaposlenosti) i efekat cena (Frisch).

Međutim, Brunner i Meltzer su, razrađujući novu verziju monetarističkog transmisionog procesa ukazali na još jednu bitnu razliku između monetarista i kejnzijanaca²². Utvrđujući da je Fridmanova verzija u suštini kejnzijanska po postavkama i kritički ocenjujući kejnzijanski transmisioni proces, Brunner i Meltzer su isticali dejstvo procesa relativnih cena i zaliha, i time sistem više približili klasičnoj nego kejnzijanskoj ravnoteži²³.

IV

U Hiksovskoj verziji IS-LM okvira, tvrdi Bruner, novac ima ograničen opseg supstitucionalnih odnosa, s obzirom na to da se supstitucija može obavljati samo između novca i obveznica, kao oblik finansijske aktive (ali ne i između realne aktive i novca ili hartija od vrednosti, jer se, usled značajnih troškova transakcija, realna aktiva zamrzava u portfeljima). S druge strane, kamatna stopa reprezentuje stopu prinosa na finansijsku aktivu, pri čemu se elastičnost ukupne tražnje na kamatu objašnjava troškovima uzimanja zajmova. Suprotno

neravnotežu, kanale delovanja monetarne neravnoteže na obim proizvodnje i nivo cena, uticaje agregatnih promena proizvodnje i cena na monetarnu ravnotežu i povratne efekte, kao i monetarne uticaje na realna kretanja (dr D. Dimitrijević, *Monetarna analiza*, Niš, 1981, st. 260-262).

²² K. Brunner - A. Meltzer, *Money Debt and Economic Activity*, *Journal of Political Economy*, Vol. 80, septembar- oktobar 1972, st. 951-977.

²³ Y. Ch. Park, op. cit., st. 31 i *The Transmission Process of Monetary Policy*, Staff papers, mart 1972. i R. W. Spencer, *Channels of Monetary Influence: A Survey*, Federal Reserve Bank St. Louis, Review, novembar 1974.

od hiksijanske verzije, Meltzerova verzija pokazuje da je moguća svaka zamena finansijske i realne aktive. Kamatna stopa izražava realnu stopu prinosa na realnu aktivu dopunjenu očekivanom stopom inflacije s tim što se odbacuje eksplikacija elastičnosti ukupne tražnje na kamatnu stopu i pojava klopke likvidnosti sa stanovišta troškova uzimanja kredita²⁴.

Meltzerova pretpostavka o savršenoj zamenljivosti može se tumačiti sa stanovišta čvršćih supstitucionalnih odnosa između različitih vrsta nenovčane finansijske aktive i realne aktive, s jedne strane, i sa stanovišta labilnijih supstitucionalnih odnosa između novca i finansijske i realne aktive, s druge strane. Brunner prihvata drugu verziju alternativnih tumačenja poznate paradigme, odbacujući hiksovski postulat o ograničenom opsegu supstituta i prvu interpretaciju Meltzerove verzije. Novac, po Brunnerovom mišljenju, ima opšti opseg zamenljivosti u svim pravcima, što se kao pretpostavka u analizu uvodi pomoću jednačine kreditnog tržišta, koja dopunjuje jednačinu novčanog tržišta i što se pri usklađivanju portfelja podrazumeva međusobno delovanje tržišta na realnu i finansijsku aktivu²⁵. No, ova postavka o zamenljivosti ili o supstitucionalnim odnosima istovremeno potvrđuje stav da nagibi IS-LM krivih nisu dovoljni uslovi za potvrdu postavke o relativnoj efikasnosti monetarnih impulsa²⁶, jer postavke o monetarnoj i fiskalnoj politici bitno ne zavise od stepena elastičnosti tražnje novca na kamatu. Opšta zamenljivost samo proširuje opseg kanala transmisije monetarnih impulsa na tempo ekonomske aktivnosti i nivo cena²⁷, ali eksplicitna formalizacija osnovne ideje varira, jer Brunner-Meltzerov model npr. sadrži posebnu predstavu ove ideje, koja potencira ulogu usklađivanja relativnih cena svih oblika aktive i između aktive i realne potrošnje ili prinosa od aktive²⁸.

²⁴ E. Classen i P. Salin, *Recent Issues in the Theory of Flexible Exchange Rates*, North-Holland, Amsterdam, 1983. i J. Huston McCulloch, *Money and Inflation. A Monetarist Approach*, Academic Press, N. York, 1982.

²⁵ K. Brunner i A. Meltzer, Reply - Monetarism, op. cit., cr. 186.

²⁶ T. Mayer, *The Structure of Monetarism*, op. cit., cr. 203.

²⁷ K. Brunner, *Survey of Selected Issues in Monetary Analysis*, op. cit., cr. 4.

²⁸ K. Brunner i A. Meltzer, *Money, Debt and Economic Activity*, *Journal of Political Economy*, septembar-oktobar, 1972, st. 951-977. i *An Aggregative Theory for a Closed Economy*, u J. L. Stein (Ed.), *Monetarism*, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 69-103.

Mayer tvrdi da monetariste interesuju ljudi kao imaooci novca i da zato posmatraju samo ponudu i tražnju novca. Međutim, ova tvrdnja nije uvek tačna za opšti opis monetarističke analize iz više razloga: (1) monetarni pristup platnom bilansu²⁹ često uključuje formulacije u kojima se težište stavlja na tržište novca i ponudu i tražnju novca, (2) BrunnerMeltzerova analiza ističe ulogu kreditnog tržišta i analizira međusobno delovanje finansijskog i robnog tržišta, koja su pod uticajem povratnog dejstva odnosa u državnom budžetu³⁰ i (3) monetaristička analiza ne proučava isključivo prilagođavanje privrede prekomernoj ponudi novca³¹.

Mayer, isto tako, tvrdi da nije teško shvatiti zašto bi se kejnzijanac saglasio sa pristalicom kvantitativne teorije da treba posmatrati novčanu masu, a ne kamatnu stopu u opusu transmissionog mehanizma, s jedne strane, i da je teško shvatiti zašto bi monetarista radije koristio kamatnu stopu umesto novčane mase u istom opusu, s druge strane³². Međutim, probleme u oblasti odnosa supstitucije nije logično objašnjavati kao izbor između posmatranja kamatnih stopa i posmatranja novčane mase. Jer, novčana masa, po Brunneru, predstavlja samo manji deo mehanizma transmisije, koji je u suštini određen procesom relativnih cena koji obuhvata sve vrste aktive i prinos od svih oblika aktive, i nekoliko kamatnih stopa na finansijskom aktivu.

Najzad, Mayer tvrdi, pri razmatranju relativne merljivosti i grešaka merenja novčane mase i kamatne stope, da monetaristi radije koriste novčanu masu nego kamatnu stopu, (jer se novčana masa

²⁹ Opširnije o uticaju platnog bilansa na monetarna kretanja i uticaju monetarnih kretanja na platni bilans konsultovati tzv. monetarnu teoriju platnog bilansa: N. G. Johnson, *The Monetary Approach to Balance-of-Payments Theory, Further Essays in Monetary Economics*, London, 1974, R. A. Mundell, *Monetary Theory: Inflation, Interest, and Growth in the World Economy*. Pacific Palisades, Goodyear, California 1971., T. M. Humphrey i R. E. Keleher, *The Monetary Approach to the Balance of Payments, Exchange Rates and World Inflation*, Praeger, N. York, 1982.

³⁰ K. Brunner i A. H. Meltzer, *A Monetarist Framework for Aggregati ve Analysis*, Kredit und Kapital, No. 1. 1972.

³¹ Mayer, Brunner i Meltzer su detaljno proučili kratkoročne i dugoročne posledice javnog duga i razradili dugoročne posledice sve veće nesigurnosti u pogledu trendova politike, ili sve veće nesigurnosti pravila igre sa kojima se susreću investitori i proizvođači.

³² Kao problem u vezi sa prirodom mehanizma transmisije, Mayer naglašava relativnu stabilnost tražnje novca, dok Brunner smatra da se tvrđenje o relativnoj stabilnosti novca ne odnosi na prirodu mehanizma transmisije.

mnogo tačnije može meriti) i da relativna merljivost ovih veličina utiče na svojstva mehanizma transmisije. No, Brunner smatra da relativne greške u merenju nemaju logične veze sa pitanjem transmissionog mehanizma, jer relativne greške u merenju zahtevaju odgovarajuće strategije empirijskog istraživanja (koje ne utiču na razliku između različitih gledišta o mehanizmu transmisije) iako utiču na izbor cilja, tj. izbor optimalne strategije monetarne politike. Time što monetaristička analiza mehanizma transmisije implicitno podrazumeva relativno malu grešku u merenju novčane mase i što kejnzijanska analiza implicitno podrazumeva relativno malu grešku u merenju kamatnih stopa, polemika između monetarista i kejnzijanaca ne dobija u snazi sa stanovišta argumenata, jer u osnovi ne predstavljaju ništa drugo nego nadmudrivanje - omiljena opaska Modiglianija.³³

Mayerova razlika između numeričke i funkcionalne stabilnosti odnosi se na pitanje varijabila funkcije ponašanja. Funkcija tražnje novca $M = f(Y)$, koju Fridman upotrebljava, promenljiva je, jer ne obuhvata uticaj tekuće kamate poput modela zaliha Baumola i Tobina³⁴. U Kejnšovom modelu tražnja novca u spekulativne svrhe, $M = f(Y, r)$ je takođe promenljiva jer ne obuhvata razliku između tekuće kamate i očekivane kamate. Pošto Fridmanova definicija funkcije tražnje novca dopušta mnoge varijabile na desnoj strani jednačine i pošto modeli tražnje novca obuhvataju kamatne stope kao varijabile na desnoj strani jednačine (poput Godfelda u kejnzijanskom pristupu)³⁵, pitanje stabilnosti funkcije tražnje očigledno postaje empirijsko, a ne teorijsko pitanje³⁶.

³³ F. Modigliani, *The Monetarist Controversy or Should we Forsake Stabilization Policies?*, *American Economic Review*, Vol. 6, 977, st. 1-19.

³⁴ M. Friedman, *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*, *Journal of Political Economy*, avgust 1959, st. 327-351., W. J. Baumol, *The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach*, *Quarterly Journal of Economics*, novembar 1952, st. 545-556. i J. Tobin, *The Interest Elasticity of Transactions Demand for Cash*, *Review of Economics and Statistics*, avgust 1956, st. 241-247.

³⁵ A. H. Meltzer, *The Demand for Money: The Evidence from the Time Series*, *Journal of Political Economy*, juni 1963, st. 219-246, S. M. Goldfeld, *The Demand for Money Revisited*, *Brooking papers* 3/73, st. 577-638.

³⁶ Korišćenje količine novca kao varijabile međucilja predstavlja optimaliju strategiju monetarne politike pod uslovom da je funkcija tražnje novca neelastična u odnosu na kamatu i stabilna u smislu nulte rezidualne varijante (B. Fridman).

V

Problem zamki likvidnosti u literaturi o tražnji novca i crowdingout efekta u vezi sa "kreditiranjem" mera fiskalne politike, u suštini su empirijska pitanja stabilnosti funkcije tražnje novca, koja inkorporiše prisustvo varijabile imovine. Kejnzijanska zamka likvidnosti³⁷ implicuje oblik funkcije $M = f(Y, r)$, koja nije definisana za $r < r_x$; dok opšte definisana funkcija $M = f(Y, r, W)$ odražava zamku likvidnosti pod uslovom da je $9M/3W = 1$ za $r < r_x$. Crowding effect zavisi od promene funkcije $M = f(Y, r)$, jer sistem prima injekciju od dugoročnih obveznica (B. Fridman); što su svojevremeno dokazali Blinder, Solow i Tobin³⁸. Prema tome, funkcija $M = f(Y, r)$ je promenljiva usled toga što tačno definisana funkcija tražnje novca treba da glasi $M = f(Y, r, W)$, iako Ando i Modigliani teorijski potvrđuju nezavisnost tražnje novca u odnosu na varijabilu imovine³⁹ (što je suprotno od Goldfeldove tvrdnje da je zavisnost imovine a priori racionalna).

Mayerovo razmatranje mehanizma transmisije odnosi se na problem merenja količine novca i kamatne stope. Promene preferencija u pogledu držanja aktive i institucionalnih okvira otežavaju utvrđene količine novca, a promene očekivane inflacije cena u budućnosti i razlike u pogledu rizika držanja aktive, otežavaju utvrđivanje kamatne stope. Jasno je, pri tome, tvrdi B. Fridman, da se uzroci promena a priori ne mogu znati i da se greške merenja a priori ne mogu izbeći. Međutim, i vrste aktive (za koje neto višak tražnje može da se poveća ili smanji u odnosu na povećanje ili smanjenje držanja novčanih sredstava) predstavljaju potencijalni problem transmisijog procesa. Monetaristi koriste opšti pristup preko portfelja (tj. da je reakcija ravna nuli za sve vrste aktive, uključujući hartije od vrednosti i realna

³⁷ D. Patinkin, *Money, Interest and Prices*, Harper and Unwin, N. York, 1965.

³⁸ A. S. Blinder i R. M. Solow, *Does Fiscal Policy Matter?*, *Journal of Public Economics*, novembar 1973, st. 318-337 i *Analytical Foundations of Fiscal Policy*, u A. Blinder i dr., "The Economics of Public Finance", The Brookings Institution, Washington, 1974. i J. Tobin, *Long Run Effects of Fiscal and Monetary Actions on Aggregate Demand*, u J. Stein, "Monetarism", North-Holland, Amsterdam, 1976.

³⁹ A. Ando i F. Modigliani, *Some Reflections on Describing Structures of Financial Sectors*, u From and Klein, "The Bookings Model: Perspective and Recent Developments", North-Holland, Amsterdam, 1975.

sredstva - proizvodna i potrošna dobra), dok kejnzijanci koriste segmentni pristup (tj. da je reakcija nulta za potrošna dobra)⁴⁰. Pogrešno je stoga zaključivati da monetaristi tvrde da povećana novčana sredstva deluju na uspostavljanje ravnoteže marginalnih prihoda putem potrošnje viška sredstva za kupovinu potrošnih dobara. Svojevremeno su Samuelson i Merton ukazali na problematično utvrđivanje međuzavisnosti odluka u pogledu štednje i portfelja,⁴¹ da bi Modigliani, Brumberg i Ando dali standardno rešenje modela štednje u toku tzv. životnog ciklusa, u kome vrednost zaliha potrošnih dobara, uključujući i novčana sredstva, predstavlja glavnu determinantu kretanja izdataka za potrošnju,⁴² što je poslužilo kao osnova kejnzijancima za ispitivanje uticaja imovine na izdatke za potrošnju. U tom kontekstu, Gramlich, De Leeuw, Modigliani, Tobin, Dolde, Friend, Lieberman i Bosworth naglasak su stavili na značaj tržišne vrednosti imovine potrošača u obliku akcija u poređenju sa novčanim sredstvima ili drugim oblicima imovine.⁴³ Međutim, da li su izdaci za potrošna dobra od istog značaja kao i drugi oblici potrošnje i da li su novčana sredstva od značajnog uticaja kao i druge vrste aktive, pitanja su empirijskog karaktera, jer je, po B. Fridmanu, teško teorijski dokazati homogenost efekata među različitim kategorijama izdataka i različitim vrstama imovine⁴⁴.

⁴⁰ Keynes je u "Opštoj teoriji" svojevremeno tvrdio da je elastičnost potrošnje u poređenju sa kamatom dovoljno mala da efekte potrošnje indukovane kamatom učini beznačajnim u poređenju sa efektima potrošnje indukovane dohotkom, koji se nalaze u suštini njegovog procesa multiplikacije (J. M. Keynes, op. cit., st. 93-94).

⁴¹ R. S. Merton, Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: The Continuous-time Case, *Review of Economics and Statistics*, avgust 1969, st. 247-257 i P. A. Samuelson, Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming, *Review of Economics and Statistics*, avgust 1969, st. 239-246.

⁴² A. Ando i F. Modigliani, The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests, *American Economic Review*, maj 1963, st. 55-84. i F. Modigliani i R. Brumberg, Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross Section Data, u Kurihara, "Post-Keynesian Economics", Rutgers University Press, New Brunswick, 1954.

⁴³ F. De Leeuw i E. Gramlich, The Channels of Monetary Policy, *Federal Reserve Bulletin*, juni 1969, st. 472-491, B. Bosworth, The Stock market and the Economy, *Brookings papers on Economic Activity* 2/75, st. 257-290, I. Friend i Ch. Lieberman, Short-Run Asset Effects on Household Saving and Consumption: The Cross-Section Evidence, *American Economic Review*, septembar 1975, st. 624-633.

⁴⁴ Karl Brunner - Allan H. Meltzer, An Aggregate Theory for Closed Economy, u J. L. Stein (Ed.), "Monetarism" (A Conference on Monetarism), North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 69-103 i James Tobin, A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, februar 1969, st. 15-29.

Fridmanova teorija u suštini nije ni klasična kvantitativna teorija ni kejnzijanska teorija, smatra Melcer. Fridmanova funkcija tražnje novca razlikuje se od kejnzijanskih shvatanja, iako je priznao ulogu kamatne stope u funkciji tražnje novca koju klasična kvantitativna teorija nije prihvatila. U stvari, Fridman⁴⁵ je zamenio tekući dohodak sa imovinom kao determinantu tražnje novca, pošto realna količina novca koju sektor stanovništva želi da drži zavisi od imovine i dohotka (kao kapitalisane vrednosti svih izvora usluga koje se mogu koristiti), a ne od tekućih primanja (jer dugoročna koncepcija dohotka značajno odstupa od koncepcije tekućeg dohotka). Suprotno od Fridmanovog koncepta, Ando i Modigliani su analitičkim putem dokazali da imovina ne utiče na tražnju novca već tekući dohodak i kratkoročne kamatne stope. Selden je pak pokazao da je dohodna brzina opticaja novca u bližoj vezi sa prinosom od akcijskog kapitala nego sa prinosom od obveznica i kamatnih stopa na menice, što je Hamburger prihvatio i nastavio da istražuje⁴⁶.

VI

Fridmanova analiza delovanja novca na privrednu aktivnost razlikuje se od kejnzijanske analize, jer ispituje dejstvo tražnje novca na promene prinosa od obveznica, akcija, fizičkih dobara i radnog kapaciteta pojedinca (što je suprotno od argumenata kejnzijanske funkcije tražnje novca). Empirijski radovi Goldfelda i Hamburgera o tražnji novca ukazuju na postojeće razlike između monetaraca i kejnzijanaca, ali ne dokazuju da je tražnja novca nestabilna. Istraživanja pokazuju da je tradicionalna kejnzijanska funkcija tražnje, u kojoj se novac upotrebljava samo kao supstitut obveznica, manje pouzdana od funkcije koja dozvoljava više supstituta. Fridmanovo shvatanje transmisionog mehanizma razlikuje se od kejnzijanskog shvatanja,⁴⁷ pošto su kejnzijanci tvrdili da se promene količine novca

⁴⁵ M. Friedman, *The Quantity Theory of Money - A Restatement*, u M. Friedman (Ed.), *Studies in the Quantity of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956, st. 3-20.

⁴⁶ A. Ando i F. Modigliani, *Some Reflections on Describing Structures of Financial Sectors*, u From i Klein (Ed.), *The Brookings Model: Perspectives and Recent Development*, North-Holland, Amsterdam, 1975.

⁴⁷ J. Tobin, *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 1, 1969, st. 15-29.

svode na reagovanje kratkoročnih kamatnih stopa na novac i investicija na kamatne stope. Tobinov model opšte ravnoteže je izuzetak, jer pokazuje da je u domenu transmisije i usklađivanja ostalo malo spornih pitanja u nadmetanju monetarista i kejnzijanaca. Isto tvrdi i B. Fridman u komentaru Mayerovih postavki monetarizma. Međutim, razlike se javljaju pri upoređenju Tobin-Buitterovog modela opšte ravnoteže i Brunner-Meltzerovog modela imovine.⁴⁸ Sa stanovišta politike stabilizacije, Tobinove predikcije baziraju se na IS-LM paradigmi, koja implicuje kamatnu stopu i zanemaruje usklađivanje relativnih cena. U osnovi, stopa promena cena zavisi od Filipsove krive koja se ne menja ili se sporo menja pod uticajem predviđenih i nepredviđenih mera fiskalne i monetarne politike. Brunner-Meltzerov model respektuje promene relativnih cena i očekivanu stopu inflacije, koja, između ostalog, zavisi od ranijih stopa monetarnog rasta. Današnje kejnzijansko shvatanje pokazuje, pak, da je relativno reagovanje na monetarnu i fiskalnu politiku zapravo elastičnost investicija (kriva IS) i tražnje novca (kriva LM) na kamatne stope; dok monetarističko gledište pokazuje da stabilizaciona politika utiče na privrednu aktivnost mnogim kanalima, naglašavajući ulogu imovine i ostalih relativnih cena pored uloge kamatne stope.

Tzv. klopki likvidnosti pripada značajno mesto u kejnzijanskoj teoriji usled čega kejnzijanci biraju kratkoročnu kamatnu stopu kao značajnu stopu za tražnju novca (Modigliani i Ando). Monetaristi negiraju klopku likvidnosti i smatraju da tražnja novca zavisi, kako od kamatnih stopa ka kratkoročne hartije od vrednosti, tako i od mnogih relativnih cena (Fridman i Meltzer).

Transmisioni proces Fridmanove reformulisane kvantitativne teorije u osnovi se razlikuje od klasične kvantitativne teorije, koja se, u ekspoziciji Thortona, Ricarda i Hume, zasniva na dejstvu promene količine novca na izdatke, a mnogo manje na promenama relativnih cena i kamatnih stopa.⁴⁹ U klasičnoj kvantitativnoj teoriji ne naglašava

⁴⁸ J. Tobin i W. Buitter, Long-Run Effect of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demande, u J. L. Stein (Ed.), *Monetarism*, North-Holland, Amsterdarn, 1976, st. 273-309 i K. Brunner i A. Meltzer, *The Place of Financial Intermediaries in the Transmission of Monetary Policy*, *American Economic Review*, Vol. 53, 1963, st. 372-382

⁴⁹ C. E. Brown i R. M. Solow (Ed.), *Paul Samuelson and Modern Economic Theory*, McGraw-Hill, N. York, 1983., B. Herricki Ch. P. Kindleberger, *Economic Development*, McGraw-Hill, N. York, 1983.

se teorija portfelja, već se kao glavna alternativa držanja novca javljaju izdaci za robu. Nasuprot tome, po kejnzijskoj i monetarističkoj teoriji novac se drži u obliku hartije od vrednosti, iako se determinante tražnje novca i reagovanje na promene količine novca shvataju i objašnjavaju različito.

Ceo sistem, po Meltzeru, Frenkelu i Vineru, determiniše ravnotežne vrednosti, koje se prilagođavaju realnim (E) i monetarnim (D) poremećajima ravnoteže u uslovima određene tehnologije i sredstava F (K, L) i određenih predviđanja dugoročne proizvodnje. U sistemu, dakle, proizvodnja fluktuirá i reaguje na realne poremećaje, ali ne i na monetarne poremećaje. Promenama relativnih cena proizvodnja reaguje na nominalne poremećaje ravnoteže samo u onoj meri u kojoj zavisi od nivoa cena. Patinkin je opravdano ovde zamerio klasičarima što nisu predvideli mehanizam putem koga promene novca utiču na proizvodnju i nivo cena, iako Meltzer, navodeći Thorntonovu eksplikaciju odnosa nominalnih cena i proizvodnje, tvrdi da nivo cena i proizvodnje reaguju na promene novca usled sporijeg menjanja nominalnih nadnica u odnosu na nivo cena. Doduše, Thornton promene koje opisuje smatra privremenim (a savremeni ekonomisti nepredviđenim), iako utiču na nivo proizvodnje preko menjanja realnih nadnica. Prema Thorntonovoj hipotezi, poremećaji u realnom i monetarnom sektoru izazivaju pomeranje tražnje radne snage na krivoj ponude, pa, sledstveno tome, i nivo zaposlenosti i proizvodnje.

U klasičnoj kvantitativnoj teoriji proizvodnja se posmatra kao složeno dobro, kako u dugom, tako i u kratkom roku, pri čemu se kratkoročnim promenama relativnih cena domaće i strane robe, i troškova proizvoda ili nadnica u poređenju sa tržišnom cenom pridaje izuzetan značaj. U monetarističkom pristupu platnog bilansu koristi se, poput prethodnog mišljenja, tzv. zakon jedne cene, radi redukovanja dejstva kratkoročnih promena relativnih cena i primenjivanju na cene na svetskim tržištima (Meltzer). No, mišljenja se u osnovi razlikuju u pogledu uloge kamatnih stopa u funkciji tražnje novca i uravnoteženju platnog bilansa. U monetarističkoj teoriji se uobičajeno značaj pridaje determinantama ukupne količine rezervi i ukupne količine novca na dugi rok oslobođanjem teorije uravnoteženja platnog bilansa od kejnzijskih uticaja, ali, neopravdano se, ističe Meltzer, zanemaruje kratkoročno uravnotežavanje.

U okviru kejnzijanske teorije usklađivanje aktive reprezentuje ključni aspekt usklađivanja sa monetarnom politikom, pri čemu se naglasak stavlja na promene tržišne kamatne stope. Relativne cene poistovećuju se sa tržišnom kamatnom stopom, dok se tržišna stopa poistovećuje sa troškovima držanja novca, a ne sa troškovima zaduživanja, odnosno kratkoročnom aktivom. Nagib krive IS, odnosno reagovanje potrošnje na kamatne stope određuje efikasnost monetarne politike, a nagib krive LM, odnosno reagovanje tražnje novca na kamatne stope, određuje efikasnost fiskalne politike Tobin, Buitter i Johnson)⁵⁰.

Za razliku od klasične kvantitativne i kejnzijanske teorije, monetaristička analiza pridaje znatno važnije mesto ulozi relativnih cena u transmisionom mehanizmu monetarne politike. Promene kamatne stope obuhvataju relativne cene različitih oblika imovine i proizvodnje, i nisu ograničene samo na promene troškova zaduživanja. Kolebanja relativnih cena i komponenata realne imovine Meltzer ocenjuje najvažnijim načinom na koji se reagovanje na vladinu politiku širi sa finansijskog tržišta na proizvodnju i nivo cena. Promene nivoa cene, koje se javljaju u klasičnom mehanizmu uravnotežavanja, dovode do supstitucije između nove proizvodnje i postojeće aktive, i između domaće strane aktive i proizvodnje⁵¹. Supstitucija između relativno mnogih različitih oblika aktive utiče na promenu relativnih cena aktive i cene aktive u odnosu na novu proizvodnju (Brunner i Meltzer).

⁵⁰ H. G. Johnson, The General Theory after Twenty Five Years, American Economic Review, Vol. 51, 1961, st. 1-17. i J. Tobin i W. Buitter, Long-Run Effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demand, op. cit., st. 273-309.

⁵¹ A. Meltzer, Anticipated Inflation and Unanticipated Price Change: A Test of the Price - Specie Flow Theory and the Philips Curve, Journal of Money, Credit and Banking, No. 9, 1977, st. 182-203

VII

U kejnzijskoj teoriji Tobina i Buittra se obično pretpostavlja da klasičan mehanizam uravnotežavanja ne postoji, jer je nivo cena fiksiran u uslovima u kojima nije dostignuta puna zaposlenost. Usklađivanjem portfelja, kao supstitucija između novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, "obavlja se posao" u makromodelu opšte ravnoteže (Meltzer), budući da se obveznice i realni kapital, odnosno obveznice i novac smatraju savršenim supstitutima. No, kamatne stope u Fridmanovoj funkciji tražnje novca ne mogu se svesti na jedinstvenu stopu prinosa, tj. na kamatnu stopu u kejnzijskoj teoriji pretpostavkom o potpuno predviđenoj stopi promena cena. Razlika između kamatne stope na obveznice i kamatne stope na akcije svodi se na Fridmanovu formulu:

$$r_b - r_e = \frac{1}{r_b} \cdot \frac{dr_b}{dt} - \frac{1}{r_e} \cdot \frac{dr_e}{dt} + \frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{dt}$$

gde su: r_b - kamatna stopa na obveznice, r_e - kamatna stopa na akcije,

$$\frac{1}{r_b} \cdot \frac{dr_b}{dt}$$

predviđeno ili dobijeno povećanje ili smanjenje prinosa na obveznice,

$$\frac{1}{r_e} \cdot \frac{dr_e}{dt}$$

predviđeno ili dobijeno povećanje ili smanjenje prinosa na akcije,

$$\frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{dt}$$

predviđena ili stvarna stopa inflacije. Međutim, stvarna i predviđena stopa inflacije nisu jednake, kako se obično smatra u teoriji "racionalnih očekivanja" niti su dovoljne za izjednačavanje realnog prinosa na obveznice i na akcije. Jer, kolebanja tokova primanja, piše Meltzer, prouzrokuje kratkoročne promene relativnih cena aktive i proizvodnje, tako da vladina politika utiče na predviđanja u pogledu budućih primanja, bilo menjanjem odgovarajuće poreske stope, bilo povećanjem ili smanjenjem neto koristi subjektima koji snose rizik.

Ciklične fluktuacije izazvane poremećajima u realnom sektoru ili promenama ukupne količine finansijske aktive, prema tome, utiču na tekuće i buduće cene aktive i proizvodnje. Meltzer, pored toga, ističe da promene predviđene stope inflacije deluju na Fridmanovu tražnju novca delovanjem na promene cena dobara, koja se drže kao zalihe u odnosu na korist koja se od njih dobija. Fridman, poput Thorntona, zanemaruje dejstvo promena vrednosti aktive na imovinu. Međutim, za Meltzera je ovaj kanal važan za kratkoročno usklađivanje, jer relativne stope promena cena aktive i proizvodnje ulaze u tražnju novca i postaju sastavni deo procesa usklađivanja.

U aktuelnom trenutku pojedini nemonetaristi ili kejnzijanci prihvataju monetarističku teoriju usklađivanja ne odbacujući fiskalnu politiku isto onako kao što su nekada pojedini monetaristi prihvatili kejnzijansku teoriju usklađivanja ne smatrajući monetarnu politiku nemoćnom. Teorije uravnoteženja, ili teorije transmisije, u savremenom smislu svakako daju okvire za ocenu podataka i za donošenje zaključaka o relativnim dejstvima, o veličini, o veličini efekata i o vremenu uravnoteženja bilo da je reč o čistim teorijskim ili o empirijskim pitanjima.⁵² Kejnzijansku, odnosno fiskalističku politiku, mogu da preporučuju i oni ekonomisti koji prihvataju monetarističku teoriju transmisije, ukoliko poriču pretpostavke o empirijskim pitanjima, dok monetarnu politiku mogu preporučivati i oni ekonomisti koji prihvataju kejnzijansku teoriju transmisije, ukoliko poriču pretpostavke o teorijskim pitanjima.

Tobin i Buitter, kao pristalice kejnzijanske teorije, negiraju važan deo monetarističkog procesa uravnotežavanja (pošto polaze od postavke po kojoj nivo cena i stopa inflacije ostaju nepromenljivi, kada postoji nezaposlenost) ne negirajući ispravnost teorijskih okvira monetarista⁵³. Modigliani i Tobin, s druge strane, pobijaju mišljenje po kome tražnja novca zavisi od imovine i relativnih cena, ali ne negiraju doprinos monetarista rešavanju empirijskih pitanja. Nasuprot tome, Brunner i Meltzer u svojoj verziji monetarističke teorije,

⁵² E. R. Weitraub, *Microfoundations*, Cambridge University Press Cambridge, 1979. i A. K. Dixit, *The Theory of Equilibrium Growth*, Oxford University Press, Oxford 1976.

⁵³ F. Modigliani, *The Monetarist Controversy or Should we Forsake Stabilization Policies?*, *American Economic Review*, Vol. 67, 1977. st. 1-19., S. Fischer i F. Modigliani *Towards and Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation*, *Welwirtschaftliches Archiv*, Vol. 114, 1978., st. 810-833

reagovanje proizvodnje na promene novca i duga, koji se finansira putem fiskalne politike, zavisi od elastičnosti reagovanja cena na monetarnu bazu, utoliko je veće reagovanje na monetarnu politiku i, obrnuto, ukoliko je manje reagovanje nivoa cena na javne rashode i na javni dug, koji se emituje za finansiranje budžetskog deficita, utoliko je manje reagovanje na fiskalnu politiku. Ocene relativnog reagovanja cena na monetarne i fiskalne varijabile dovele su Brunnera i Meltzera do monetarističkih zaključaka u oblasti monetarne politike, odnosno politike stabilizacije. Mayer Kagan, Stein, Laidler, Anderson i Bronfenbrenner dolaze do istih zaključaka testirajući empirijske podatke (tj. dokazujući da je reagovanje domaćih cena na domaću fiskalnu politiku, neznatno i zanemarljivo). No, prihvatanje iste teorije uraviotežavanja niti eliminiše razlike u politici niti čini sve ostale razlike zavisnim od ocene vrednosti (Meltzer).

Poznati instrumenti politike likvidnosti i kamatnih stopa mogu se proveriti, sa stanovišta pogodnosti, u smislu da se, u koordiniranom angažovanju, tokovi nastojanja novca (bankarski krediti i devizne transakcije, u prvom redu) i poništavanja novca (formiranje novčanog kapitala, u prvom redu) tako regulišu i podese da proistekne poželjna promena ukupne količine novca i da se na taj način izbegne nepotrebna propagandistička fascinacija jednostavnih recepata neokvantitativnih teoretičara koji nisu prilagodljivi svakoj privredi. Srž monetarističke kvantitativne teorije novca i njenog transmissionog mehanizma sastoji se u tome da se privreda prilagodi u određenom vremenu novčanoj masi koja je neodmereno visoka ili nedopustivo niska. Međutim, ako se saglasimo da se u prošlosti tako događalo, da li su uticaji kojima dominira novčna masa bazirani na kretanju realnog ili nominalnog društvenog proizvoda. Monetaristi tvrde da se u tom kontekstu dominirajućeg uticaja ne insistira na nivou cena, već na realnom društvenom proizvodu. Fridman, pružajući empirijske dokaze sa hipotezama o razdeljivanju, objašnjava kako se monetarno indukovane promene nominalnog društvenog proizvoda razdeljuju na promene nivoa cena i na promene realnog društvenog proizvoda.

Empirijska potvrda, doduše, ima za teorijsku osnovu kvantitativnu jednačinu u raznim kombinacijama, iako pretpostavljeni kauzalni mehanizam, tj. prilagođavanje strukture na promenjene relativne cene, implikuje drugačiji empirijski pristup (pošto empirijska potvrda za usku povezanost kretanja novčane mase i društvenog

proizvoda nije dala zadovoljavajuće rezultate). Idući za misaonom shemom kvantitativne jednačine, može se proveriti promenama brzine opticaaja ($V_t = Y_t/M_t$) u toku vremena i ispitivati vremenski nizovi Y_t i M_t sa stanovišta njihovog sinhronizovanog toka (pomoću analize korelacije i regresije). Međutim, pošto se stopa porasta društvenog proizvoda sastoji od stope porasta novčane mase, i dodatno, od stope brzine opticaaja novca, onda se promene V moraju prosuđivati u poređenju sa stopom porasta društvenog proizvoda. Da li stope promena brzine opticaaja imaju sličan redosled veličina kao stope promena društvenog proizvoda, kako misle Frid-Mai-Schwartz ili je stvar uočljivija, ako se izračuna vremenski niz odnosa RY/RM ili koeficijenti korelacije između RY i RM , odnosno AY i AM . Svi dosadašnji proračuni u Nemačkoj pokazuju da je veza između promena novčane mase i promena društvenog proizvoda toliko labava da se ne može koristiti u empirijskim dokazima⁵⁴.

U međuvremenu, monetaristi su uneli više promena, i to: (1) Fridmanov koncept "stalnog dohotka", (2) prelaz sa određujuće hipoteze $RY_t = f(RM_t)$ na uprošćenu hipotezu $RY_t = f(RM_{t-1} \dots RM_{t-k})$, (3) Brunnerov zaokret⁵⁵ u smislu tvrdnje da za kratkoročno kretanje proizvodnje i zaposlenosti nije odlučujući nivo stope porasta novčane mase već njena akceleracija, odnosno deceleracija, i (4) nebranjeno postojanosti brzine opticaaja i netvrđenje da je postojanost brzine opticaaja novca nužna za kvantitativnu teoriju (jer V nije konstantna, iako je stabilna funkcija ograničenog broja eksplikativnih varijabli).

Međutim, čak i kada se nestabilnost brzine opticaaja novca svede na vremenski skup društvenog proizvoda, koji ima jače konjunkturane devijacije od novčane mase, i tada brzina opticaaja novca dobija u postojanosti, jer se vremenski skup realnog društvenog proizvoda može zameniti smirenijim nizom via Neubauevovog kliznog niza. S druge strane, i moguće dejstvo M na u , koje se pojavljuje posle nekoliko perioda, ne potvrđuje tezu o dominirajućem uticaju novčane

⁵⁴ W. Neubauer, Ueber Adaquationsprobleme in der Geldstatistik, Allgemeines Statistisches Archiv, Bd. 60, Deppelheft 3-4, 1976, W. Woler, G. Vola i A. Woll, Moderne Quantitativs-versus Liquiditatstheorie: Ein Test Konkurrierender Hypothesen, Kredit und Kapital 4/71, st. 158.

⁵⁵ K. Brunner, H. G. Monnissen i M. J. Neumann, Geldtheorie, Stuttgart, 1974, st. 12-15 i 349-351.

mase na društveni proizvod, budući da ni regresione funkcije sa višestrukim odgođenostima i raspodeljenim zaostajanjem dejstva empirijski ne menjaju sliku. Izučavanja u Nemačkoj pokazuju čak da ne postoji dovoljno pouzdana i jaka (čvrsta) veza ni između promena $M1$ i Y .

Tandem Fridman - Schwartz je svojevremeno ukazao na neizvesnost stabilnosti kao kriterijuma, iako definicija novčane mase mora da garantuje stabilnost funkcije tražnje novca, jer ne postoji instrumentalna varijabla monetarne politike, koja bi doprinela stabilizovanju brzine opticaja (odnosno sprečila povećanje perioda ekspanzije i opadanje u periodu recesije) bez modifikacije politike novčane mase. Kamatne stope bi mogle u tom kontekstu da odigraju relativno značajnu ulogu, no česte fluktuacije kamatnih stopa ne izazivaju anticiklične oscilacije brzine opticaja već prociklične fluktuacije, jer su kamate visoke u periodu restriktivne monetarne politike i obrnuto. Ali, ukoliko monetaristička politika, odana kvantitativnom purizmu, pledira da kamatne stope prepusti igri tržišta, utoliko funkcija brzine opticaja ne može biti upotrebljena za prognozu budućih promena Y , zaključuje Neubauer.

3. ZAKLJUČAK

Nemogućnost empirijske potvrde uskog kauzalnog odnosa između novčane mase i društvenog proizvoda, kao razočaravajuće saznanje, nagnalo je monetariste na iznalaženje ekonomske uverljivosti u tzv. transmisioni mehanizam nezavisno od nepodesnih metoda merenja. Monetaristi složno ističu da transmisioni mehanizam predstavlja mehanizam prilagođavanja strukture aktive, koji je izazvan monetarno prouzrokovanim promenama relativnih cena. Kreiranje, odnosno povlačenje novca, može da ima uspeha u privredi bogatoj novcem u kojoj privredni sektori raspolazu velikim zalihama fungibilnih obveznica (hartije od vrednosti sa fiksnom kamatom, obveznice državne blagajne), pod uslovom da centralna banka otkupi obveznice od nebankarskih sektora pod povoljnijim uslovima i da kreditnim ustanovama omogući takve kupovine putem jeftinog primarnog novca. Držaoci obveznica tada mogu da prodaju papire i da dođu do više novca nego što na duži rok žele da drže u obliku

gotovine. U tom slučaju kreiranje novca ostvaruje se, dakle, čistom zamenom aktive. No, pitanje da li likvidna sredstva ostaju u finansijskoj sferi, da li likvidna sredstva apsorbuju finansijska tržišta (konverzijom u dugoročne depozite, amortizacijom kredita, kupovinom bankarskih obveznica), da li se sredstva koriste za kupovinu robe (transmisija na robnom tržištu) i da li se kamata, prinosi i cena robe menjaju u osnovi, zavisi od nivoa i strukture imovine, nivoa sklonosti potrošnji i investiranju, i sl.⁵⁶

LITERATURA

1. Ando i F. Modigliani, *The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests*, American Economic Review, maj 1963 i F. Modigliani i R. Brumberg, *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross Section Data*, u Kurihara, *"Post-Keynesian Economics"*, Rutgers University Press, New Brunswick, 1954.
2. A. Meltzer, *The Demand for Money*. The Evidence from the Time Series, Journal of Political Economy, juni 1963, D. Laidler, *Some Evidence on the Demand for Money*, Journal of Political Economy, februar 1966, C. Chow, *On the Long-Run and Short-Run Demand for Money*, Journal of Political Economy, april 1966.
3. C. E. Brown i R. M. Solow (Ed.), *Paul Samuelson and Modern Economic Theory*, McGraw-Hill, N. York, 1983., B. Herricki Ch. P. Kindleberger, *Economic Development*, McGraw-Hill, N. York, 1983.
4. D. Patinkin, *Money, Interest and Prices*, Harper and Unwin, N. York, 1965.
23. J. Tobin i W. Buiter, *Long-Run Effect of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demand*, u J. L. Stein (Ed.), *Monetarism*, North-Holland, Amsterdam, 1976 i K. Brunner i A. Meltzer, *The Place of Financial Intermediaries in the Transmission of Monetary Policy*, American Economic Review, Vol. 53, 1963.

⁵⁶ B. Griffiths i G. E. Vood (Ed.), *Monetary Targets*, Macmillan, London, 1981.

5. E. Classen i P. Salin, *Recent Issues in the Theory of Flexible Exchange Rates*, North-Holland, Amsterdam, 1983. i J. Huston McCulloch, *Money and Inflation. A Monetarist Approach*, Academic Press, N. York, 1982.
6. F. Modigliani, *The Monetarist Controversy or Should we Forsake Stabilization Policies?*, *American Economic Review*, Vol. 6, 1977.
7. G. C. Chow, *On the Long-Run and Short-Run Demand for Money*, *Journal of Political Economy*, april 1968, E. W. Gibson, *Interest Rates and Monetary Policy*, *Journal of Political Economy*, maj-juni 1970, M. J. Hamburger, *Alternative Interest Rates and the Demand for Money*, *Comment*, *American Economic Review*, juni 1969.
8. K. Brunner i A. H. Meltzer, *A Monetarist Framework for Aggregative Analysis*, *Kredit und Kapital*, No. 1. 1972.
9. J. Care i M. R. Darby, *The Role of Money Supply Shocks in the Short-Run Demand for Money*, *Journal of Monetary Economics* 2/81, st. 183-199, F. A. G. Butter i M. M. G. Fase, *The Demand for Money in EEC Countries*, *Journal of Monetary Economics* 2/8, G. Show, *On the Long-Run and Short-Run Demand for Money*, *Journal of Political Economy*, april 1966, B. Morgan *Monetarism and Keynesians*, The Macmillan Press, London, 1980.
10. J. Tobin, *Asset Accumulation and Economic Activity*, Basil Blackwell, Oxford, 1980. i *Financial Structure and Monetary Rules*, *Kredit und Kapital* 2/83.
11. M. Friedman, *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*, *Journal of Political Economy*, avgust 1959.
12. K. Brunner i A. Meltzer, *Money, Debt and Economic Activity*, *Journal of Political Economy*, septembar-oktobar, 1972 i *An Aggregative Theory for a Closed Economy*, u J. L. Stein (Ed.), *Monetarism*, North-Holland, Amsterdam, 1976.
13. K. Brunner i A. Meltzer, *Predicting Velocity: Implication for Theory and Policy*, *Journal of Finance*, maj 1963, D. Laidler, *Some Evidence on the Demand for Money*, *Journal Political Economy*, фебруар 1966. i *The Demand for Money: Theories and Evidence*, International Textbook Company, Scranton, 1969, J. Tobin, *The*

- Monetary Interpretation of History*, American Economic Review, juni 1965.
14. K. Brunner, *The Monetarist Revolution in Monetary Theory* i M. Tonveronachi, *Friedman and Schwartz on Monetary Trends in the USA and the UK from 1867. to 1975. A First Assesment*, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, juni 1983.
 15. K. Brunner - A. Meltzer, *Money Debt and Economic Activity*, Journal of Political Economy, Vol. 80, septembar- oktobar 1972.
 16. M. Monti, *Problem di conomica monetaria*, Milano, Etas Kompass, 1969, G. G. Kaufman, *Money, TheFinancial system and the Economy*, Chicago-London, McNally and Co., 1973., D. Laidler, *Monetarist Perspective*, Philip Allan, Oxford, 1982., L. B. Thomas, *Money, Banking and Economic Activity*, Englewood Clifts, Prentice-Hall, 1982, J.A. Cochran, *Money, Banking and the Economy*, Macmillan, N. York, 1983., H. C. Wallich, *Monetary Policy and Practice*, Heath, Lexington Books, Lexington, 1982.
 17. M. Friedman, *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Resuits*, Journal of Political Economy, avgust 1959, st. 327-351., W. J. Baumol, *The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach*, Quarterly Journal of Economics, novembar 1952, st. 545-556. i J. Tobin, *The Interest EIasticity of Transactions Demand for Cash*, Review of Economics and Statistics, avgust 1956.
 18. Pesek i L. Saving, *Money, Wealth and Economic Theory*, Collier Macmillan, N. York, 1967 i Gurly i E.Show, *Money in a Theory of Finance*, Allen and Unwin, Washington, 1960.
 19. W. H. Buiter, *Real Exchange Rate Overshooting and the Cost of Bringing Down Inflation*, European Economic Review, maj-juni 1982. i R. C. Fair, *Estimated Output, Price, Interest Rate and Exchange Rate Linkages Among Countries*, Journal of Political Economy, juni 1982.
 20. Y. Ch. Park, op. cit., st. 31 i *The Transsmision Process of Monetary Policy*, Staff papers, mart 1972. i R. W. Spencer, *Channels of Monetary Influcnce: A Survey*, Federal Reserve Bank St. Louis, Review, novembar 1974.

21. Y. C. Park, *Some Current Issues on the Transmission Process of Monetary Policy*, Staff Papers, mart 1972 i M. Friedman, *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*, National Bureau of Economic Research, Occasional Papers, No. 112, 1971.

Rad zaprimljen: 04.06.2012.

Rad odobren: 11.06. 2012.