



ЕФИКАСНОСТ И ОГРАНИЧЕЊА МОНЕТАРНИХ ПОЛИТИКА БИХ, СРБИЈЕ И ХРВАТСКЕ

EFFICIENCY AND MONETARY POLICY LIMITS IN BIH, SERBIA AND CROATIA

Иван Мировић^{a,1}, Весна Петровић^{a,2}

^aУниверзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне економије Бијељина/University of East Sarajevo, Faculty of Business Economics Bijeljina

PODACI O ČLANKU

Primljen 14.03.2018.
Dostavljen na recenziju 26.03.2018.
Prihvaćen 03.10.2018.
Dostupan online od 31.10.2018.

Ključne riječi:

монетарна стратегија
валутни одбор
циљање инфлације
номинално сидро девизног курса
режим пливajuћег управљаног
девизног курса

ARTICLE INFO

Received 03/14/2018
Sent to revision 03/26/2018
Accepted 10/03/2018
Available online 10/31/2018

Keywords:

monetary strategy
the currency board
inflation targeting
the nominal anchor exchange rate
regime of managed floating
exchange rate
price stability

APSTRAKT

Економски проблеми у условима неолиберализма и транзиције, лоших и неуспјелих приватизација у БиХ, Србији и Хрватској су готово идентични, али се монетарни оквир разликује. БиХ има валутни одбор, Србија има политику циљања инфлације, а Хрватска номинално сидро девизног курса (режим пливajuћег управљаног девизног курса). На питање која се монетарна стратегија показала делотворном у управљању кризом и санирању њених посљедица, нема адекватаног и задовољавајућег одговора. Наиме, три посматране земље су мале, отворене транзиционе земље, високо евроизиране, са слабије развијеним институцијама и финансијском структуром, осјетљиве на промјене девизног курса трпе ограничења, из економског и финансијског система, посебно у условима кризе у вођењу активне и самосталне монетарне политике. Упркос циљу централне банке, да промовише генералну политику државе и различито институционално устројство централних банака у наведеним државама, и њихове несводиве функције, ЦБ БиХ функционише у режиму валутног одбора, док централне банке Србије и Хрватске у режиму „квази валутног одбора“, постоји јединство циља, стабилност цијена, курса, и финансијска стабилност. Заједнички именитељ монетарних политика централних банака БиХ, Србије и Хрватске да нису довољно самосталне, активне и развојно оријентисане.

ABSTRACT

Economic problems in terms of neo-liberalism and transition, poor and unsuccessful privatisation in BiH, Serbia and Croatia are almost identical, but the monetary framework differs. BiH has a currency board, Serbia has a policy of inflation targeting, and Croatia has nominal anchor exchange rate (managed regime of floating exchange rate). On the question what is the monetary strategy which proved effective in managing the crisis and its consequences there is no adequate and satisfactory answer. Namely, the three studied countries are small, open transitional countries, highly pro European, with underdeveloped institutions and financial structure, sensitive to changes in exchange rates, and suffer the limitations of economic and financial system, especially in conditions of crisis in the conduct of an active and independent monetary policy. Despite, the objective of the central bank, to promote the general policy of the state and a different institutional structure of central banks in these countries, and their irreducible functions, CB BiH operates in currency board regime, while the central Bank of Serbia and the Croatia operate in the regime of "quasi currency board", there is unity of purpose, price stability, exchange rate and financial stability. The common denominator of the monetary policies of the central banks of Bosnia and Herzegovina, Serbia and Croatia is that these are not sufficiently independent, active and developmentally oriented.

Увод

У монетарној теорији централне банке у односу на пословно банкарство су специфичне, обиљежава их привредни и монетарни систем, релативна независност и циљеви економског и

¹ ivan.mirovic@fpe.unssa.rs.ba

² vesna.petrovic@fpe.unssa.rs.ba

друштвеног развоја. Централна банка у пуном капацитету контролише пословне банке на начин да “промовише генералну политику државе” (Sayers,1958:64). Функција централне банке није да максимизира профит за њене власнике, у контроли пословних банака неопходна су јој средства и она је подређена држави. У нормалним тржишним привредама њене несводиве функције су вођење монетарне политике, контрола понуде новца и осигурање нормалног функционисања банкарског и финансијског система. Циљеви централне банке су стабилност цијена, економски раст, пуна запосленост, уравнотежен платни биланс. Централна банка је и зајмодавац у крајњој инстанци, посљедње прибежиште, одобрава зајмове банкама у вријеме кризе јер може да креира резерве. Рутинске функције централне банке у тржишној привреди су: емисија новца, услуге централне банке пословним банкама, („банка банака“) и послови контроле рада и пословања банака. Кад се посматра власничка структура централне банке, теоријски и практично можемо разликовати три облика својине и то државну, приватну и мјешовиту. Већина централних банака је у својини државе, а постоје и случајеви који одступају од овог модела. У случају гдје у структури власништва преовлађује приватни капитал (нпр: централна банка Италије и Грчке), влада обезбијеђује свој утицај кроз кадровску политику, односно именовање или давање сагласности на избор гувернера или именовањем управе централне банке.

У организационом смислу централна банка функционише као;

- јединствена централна банка,
- сложен систем централне банке, и
- супранационална централна банка

У савременим условима пословања најзаступљенији модел је јединствена централна банка. Правило организовања централне банке према овом принципу гласи: једна држава једна банка. По наведеном организационом моделу устројене су централне банке БиХ, Србије и Хрватске. Други организациони модел је карактеристичан за државе федералног и конфедералног уређења, тако да се јављају у виду сложене система централне банке. Најпознатији примјер овако организоване централне банке је систем федералних резерви ФЕД (Federal Reserve System) у САД, као и Швајцарска национална банка СНБ (Swiss National Bank). Супранационална банка карактеристична је за монетарну унију групе земаља. Монетарна политика чини саставни дио економске политике коју креира и проводи централна банка, а којом се регулише понуда и тражња за новцем у складу са потребама економског живота. Појављује се средином 19 вијека, са првим економским кризама у систему либералног капитализма, које на неки начин указују да такав систем не доводи до економског просперитета или повећања запослености, те да је потребна државна интервенција..

Професор Мишкин, наводи седам основних начела којим се руководе централне банке у вођењу успјешне монетарне политике. (Mishkin, 2000:284)

1. стабилност цијена омогућава значајне користи;
2. фискалну политику треба водити у складу са монетарном политиком;
3. временска неконзистентност је озбиљан проблем који се не смије занемарити;
4. монетарна политика треба бити усмјерена на будућност;
5. одговорност је основно начело демократије;
6. монетарна политика треба се бавити остварењем оутпута, баш као и флукуацијама цијена;
7. велики економски подбачаји повезани су с финансијском нестабилношћу.

Из наведених начела као и самог провођења монетарне политике, очигледно је да је фокус на стабилности цијена. То је пожељно из неколико разлога који укључују избјегавање преваљивања трошкова инфлације, смањивање неизвјесности и смањивање дисторзија у пореском систему. Друго, фискална и монетарна политика требају бити координиране јер неодговорна фискална политика може довести до притиска на монетарну политику да повећа понуду новца и тако угрози стабилност цијена. Треће о чему треба водити рачуна при вођењу монетарне политике је временска неконзистентност. Наиме, акције на подручју монетарне политике морају бити временски конзистентне повезујући прошле, садашње и будуће акције на јединственој линији. Банкарски системи Босне и Херцеговине, Србије и Хрватске реконструисани су и консолидовани прије кризе, захваљујући прије свега наступу страних банака и приватизацији домаћих банака (продаја банака). (Мировић, 2016:192). До појаве финансијске и дужничке кризе у еврозони сви банкарски системи су обновили банкарске послове претежно комерцијалног банкарства, знатно мање инвестиционог банкарства и сви су имали убрзани раст понуде кредита и инвестирања у целини. Међутим, појавом кризе у еврозони, а обзиром на високу зависност од спољног финансирања и

евидентан пад прилива капитала банкама супсидијарима, у све три државе дошло је до смањивања домаће потрошње, повлачења депозита и заоштравања услова кредитирања. Директан синергијски учинак кризе је пад производње, привредног раста и економске активности у свим посматраним земљама. Државе су антикризним политикама сходно капацитету својих влада и централних банка биле усмјерене на чување финансијске стабилности, стабилности екстерног задуживања, смањивању обавезних резерви и одржавање раста понуде кредита. (Живковић, 2011:62). Међутим, у све три посматране државе учинци економске политике, посебно монетарне политике нису задовољавајући јер се негативне тенденције у свим наведеним доменима продубљују и настављају. Наравно, није то посљедица искључиво лоше вођене економије, већ синергетског ефекта глобалне кризе која није стављена под контролу.

1. Криза и монетарна стратегија Америчких федералних резерви (ФЕД- а)

У истраживању ефикасности и ограничења монетарних политика на просторима Босне и Херцеговине, Србије и Хрватске, незаобилазно је поменути свјетску глобалну кризу и њен негативни утицај како на земље Европске уније, исто тако, али интензивније, директно, али и индиректно и на земље у транзицији које су предмет анализе. Глобална криза у развијеним земљама значајно успорава привредни раст. Емпиријски подаци говоре о мањим стопама привредног раста него у земљама у транзицији и тржиштима у настајању, што се реперкурира на смањење извоза и отплату њиховог спољног дуга. Кинделбергер је глобалну финансијску кризу назвао „издржлива многогодишња биљка“. Много тога је већ виђено, али постоје и нови моменти као резултат новог које је на премиси старог изњедрио глобални капитализам. Наиме, Закарија је примијетио да је свјетска привреда постала скуп спортски аутомобил са изванредним перформансама кога су возили 125 возача (државе), а да нико није знао како се тим возилом управља, а нико се није ни сјетио да купи амортизере. (Zakaria, 2009)

Слабљење свјетског раста кореспондира са падом цијена сировина и води смањењу извозних прихода произвођача примарних сировина што утиче на њихову способност да отплаћују дугове. Финансијска криза прекида доток капитала из финансијских центара у земље периферије, што у њима изазива смањење привредне активности, проблеме са отплатом јавног дуга и финансирањем јавне потрошње. Банкарске кризе током историје биле су „заразне“, кризе у једној земљи изазивају губитак повјерења у сусједним или сличним земљама, јер зајмодавци трагају “за сличним проблемима“. (Reinhart, et al. 2011:45). Основна карактеристика монетарне политике ФЕД-а је стратегија без експлицитног номиналног сидра, слободно пливајућег девизног курса, која значи неусклађеност дугорочних и краткорочних циљева монетарне политике. Наиме максимална запосленост је краткорочан циљ, а стабилност цијена дугорочни циљ. Ефекти монетарне политике ФЕД- а одражавају се и на понашање актера међународног тржишта роба, новца и капитала, посебно на цијену нафте, злата, конвертибилних валута, прекогранично преливање вишкова ликвидности, спекулативну потражњу обвезница. Негативним ефектима нарочито су изложене директно и посредно мале и отворене земље, попут балканских земаља које су предмет анализе. ФЕД има простор за вођење експанзивне монетарне политике путем канала каматних стопа, банкарских кредита, девизног курса, путем депресијације долара у сврху ублажавања флукуације производње и запослености у кратком року, те елиминисања дефлације која утиче на кризу и незапосленост. У условима стабилности цијена монетарна политика поприма карактер развојне политике. Генерално, америчка монетарна политика у условима слободно пливајућег курса је самостална и активна. Екстерна финансијска либерализација погађа и велику и отворену америчку привреду, запосленост, раст БДП, спољнотрговински биланс, спољна задуженост. Међутим, привилегија да је долар домаћа и главна свјетска резервна валута, валута увоза САД, валута иностраног дуга САД, обезбјеђује и екстерну ликвидност. И незнатно смањење кредитног рејтинга САД, чак ни условима оштре кризе у еврозони, није потешкоћа да ова економија и даље ужива у погодности задуживања на глобалном тржишту. Мале земље попут БиХ, Србије и Хрватске директно зависе од стабилности девизног курса, због утицаја на на цијене увозних добара и терет спољне задужености у страним валутама. Додатне тешкоће ових високо евроизираних економија су валутна индексација дугова и штедња у девизама. Одговорност ФЕД-а у вођењу америчке монетарне економије и америчке кризе која постаје свјетска је несумњива. Све наведено о кризи резултира глобалним синергијским макроекономским ефектима

на Босну и Херцеговину, Србију и Хрватску. Уколико пресуше дотоци страног капитала све три земље ће искусити болне последице и рецесије и депресије и многе проблеме везане за одржив раст, без квалитетног развоја на дуги рок.

2. Монетарна стратегија Европске централне банке (ЕЦБ)

Економска и монетарна унија и евро темеље се на Мастрихтским економским критеријима конвергенције :

- постизање високе стабилности цијена;
- ограничење висине фискалног дефицита и јавног дуга и
- стабилност курса.

У англосаксонском и француском моделу централна банка као срце банкарског система у своје приоритете укључује стабилност цијена, стабилност пословног циклуса, одржавање високе запослености и финансијску стабилност.(Grauwe, 2004:240).Њемачки модел преферира стабилност цијена и то је парадигма унијског централног банкарства. У институционалној конституцији Европске централне банке одлучујући је био њемачки модел, дијелом и због независности централне банке, Бундесбанке. Наиме, централна банка води политику каматних стопа без мијешања политичких власти. Европска централна банка је утемељена Мастрихтским споразумом. Почела је да функционише 1998. године. Мастрихтски споразум укључује, у циљеве централне монетарне институције и подстицање високог нивоа запослености, али у односу на стабилност цијена ово је секундарни циљ. Мастрихтским споразумом је забрањено давање кредитних олакшица од стране Европске централне банке, као и директна куповина инструмената дуга путем Европске централне банке или националних централних банака. Бундесбанка је модел Европске централне банке (ЕЦБ) из два разлога: један је тзв. монетаристичка контрареволуција, а други стратешка позиција Њемачке у стварању европске монетарне уније. Међутим, Мишкин наводи да је структура ЕЦБ осмишљена по моделу Система федералних резерви САД, да централне банке чланица имају позицију банака чланица Система федералних резерви и да је најнезависнија централна банка у свијету. (Mishkin, 2006). Међу темљеним задацима ЕЦБ спадају: формулисање и провођење монетарне политике ЕУ, провођење девизних операција, функционисање платних система, држање и управљање девизним резервама земаља чланица и пруденцијална контрола. Централна европска банка се превасходно бави нивоом цијена и њиховом стабилношћу. Наравно, да би политичка независност централне банке водила пожељној стабилности цијена мора бити подржана социјалним и политичким консензусом, и економским политикама које воде стабилности цијена. Теоријски инструмент којим се процијењује политичка независност као пожељна карактеристика Европске централне банке је Barro-Gordonova парадигма. У теорији се Европска централна банка третира као конзервативна централна банка, заправо банка с јаким мандатом за стабилност цијена и слабом одговорношћу за стабилизацију аутопута и флукуације запослености.

Кредитбилна европска централна банка ма колико одржавала ниску инфлацију не чини много на стабилизовању економије. Европска централна банка себе сматра циљно конзервативном. Њена позиција према мишљења Paul de Grauwe не осигурава отклањањање ризика од будуће рецесије и раста незапослености, што се у кризи у еврозони показало тачним. Независност европске централне банке да одлучује о каматној стопи у кореспонденцији је са њеном пуном одговорношћу. Европска централна банка је много независнија и мање контролисана у односу на ФЕД. Док амерички Конгрес може да промјени статус ФЕД простом већином, Европски парламент нема моћ да промјени статут ЕЦБ. Дакле, ЕЦБ има велику независност у односу на главне централне банке у свијету, док је степен њене одговорности слабији о односу на њих. ЕЦБ не подлијеже никаквој казненој одговорности за своје поступке.

Одговорност ЕЦБ је слаба због два кључна разлога:

- a) слабих европских установа јавне контроле и надзора и
- b) неодређености споразума у дефинисању циљева ЕЦБ.

Централна банка по природи своје економске позиције и правне одговорности има ширу одговорност него што је стабилност цијена. Одговорност централне банке је макроекономска стабилност, смањење флукуације пословног циклуса, одржавање финансијске стабилности и избегавање дефлације. Постоји реални разлог за бојазан да ће конфликти између Европске централне банке и европских влада нарасти, што се и показало у грчкој финансијској и дужничкој

кризи и кризи у еврозони. Европска централна банка по дефинисаним и задатим циљевима не ради на избегавању рецесије и убрзане незапослености. Два проблема су такође важна у овим разматрањима: то је питање веће транспарентности и већа одговорност у процесу одлучивања. Проблем одлучивања у проширеном евросистему је евидентан, те се поставља питање која је формула добра за доношење квалитетних одлука, поготово што у постојећем систему одлучивања коалиције малих држава могу да буду врло утицајне и одлучујуће. Кад је ријеч о одлучивању у централном банкарству истичемо формулу ФЕД, гдје се дозвољава свим гувернерима да учествују у одлукама савјета гувернера, али се право гласања ограничава на лимитиран број гувернера на основу ротације. Формула ММФ-а се састоји у томе да се мале државе групишу у изборна тијела која представља по један гувернер. Једно од ријешења Евроленда кад је у питању супервизија банака јесте подијељена одговорност за монетарну политику, наиме одговорност је повјерена централној банци док је одговорност за контролу банака у рукама националних држава. Ријеч је о принципу контроле матичне државе. То рјешење тражи ревизију, јер се у кризи показује да регулација надзор и супервизија требају комунитарни ниво.

Други принцип је да су земље домаћини одговорни за финансијску стабилност сопственог тржишта. Ријеч је о одговорности државе домаћина. С обзиром на интегрисани банкарски систем у Европској унији могуће је да 50% и више банкарских операција (нпр. у Италији) обављају филијале банака чије је сједиште у Њемачкој, Холандији и Француској. Италијанске монетарне власти суочавају се с питањем здравља банака и банкарских проблема, међутим највећи дио информација налази се у институцијама за контролу матичних држава ових банака, у Њемачкој, Холандији и Француској. Ту се јављају класични проблеми информисања на вријеме и објелодањивање информација, што је за одлучивање у банкарском сектору, па и компанијско одлучивање од прворазредне важности. Дакле, банкарска криза у Италији због лоших пласмана може довести до проблема затварања банака те се поставља питање заштите здравља солвентних банка, питање ликвидности и како реаговати на ту кризу у интегрисаном европском банкарству. Та питања су у средишту италијанске политике и државе, као проблем спасавања банкарског система. Централна банка се суочава са проблемом солвентности и ликвидности банака на властитој територији и њеног информисања осталих држава чланица. Постоји прилично раширено схватање у економској теорији да је евросистем јединствена и значајна конструкција у којој треба узети у обзир јаку жељу националних банака да задрже извјесна овлашћења у формулисању и спровођењу монетарних политика, а да је у исто вријеме за функционисање монетарне уније потребан јасан и јединствен процес одлучивања. Та питања и комплексност односа националног и наднационалног у Европској унији добијају у кризи свој пуни смисао и освјетљење. Укратко, правни оквир и ингеренције Европске централне банке, те систем одлучивања, дакле комунитарна рјешења не обавезују је да подстиче економски раст, али јој и не стављају на терет ни предупређивање нити гашење финансијске кризе у еврозони. Познато је да су земље еврозоне свој монетарни суверенитет пренијеле на ЕЦБ, иако се унутар еврозоне формално примјењује јединствена монетарна политика њени ефекти нису исти, посебно у малим земљама, наиме показује се да евросистем није оптимално валутно одручје, јер постоје наглашене структурне разлике између земаља и ограничења слободе тржишта које криза чини оштрим и видљивим. Због различитих индивидуалних обиљежја националних привреда и имперфекције тржишта утврђени фиксни курсеви између чланица еврозоне могу бити, подцијењени, односно прецијењени, дакле нетачни. Монетарна стратегија ЕУ је објективно у фокусу наведених држава, с обзиром да је Хрватска чланица, а БиХ и Србија у поступку придруживања.

3. Монетарна стратегија и политика Централне банке БиХ (ЦББиХ)

Централна банка БиХ, њен статус, функције и организација одређени су Дејтонским устројством БиХ и инструкцијама међународне заједнице. Централна банка Босне и Херцеговине дјелује у специфичном монетарном систему, систему девизног курса под називом монетарни валутни одбор и њено је ексклузивно право да креира примарни новац. (Плакаловић, 2004:525). Централна банка Босне и Херцеговине може да емитује примарни новац само у обиму пораста домаћих нето девизних резерви. Монетарни одбор је специфична форма монетарног аранжмана, уведен од стране међународне заједнице мотивисане примарно политичким разлозима, којим се монетарним властима одузимају уобичајене ингеренције, одржава чврста дисциплина, слиједе закони и

дефинисана правила о стабилности цијена. Монетарна политика је редукована на остваривање стабилности девизног курса. У режиму валутног одбора и доминантног утицаја страних банака, ЦББиХ изгубила је властити монетарни суверенитет као темељну одредницу политичког суверенитета Босне и Херцеговине. Централна банка Босне и Херцеговине, по Закону о централној банци БиХ, не може давати кредите по основу креирања новца, јер функционише као "currency board". То је монетарна власт која издаје конвертибилну марку (папирне новчанице и кованице) које су конвертоване у страну валуту (евро) за коју су везане по утврђеном курсу (Јовановић Гавриловић, 2001:141). Дакле, валутни одбор се заснива на фиксном девизном курсу и нема могућност монетизације фискалног дефицита нити кредитирања привредних субјеката, те не може ријешавати проблеме ликвидности пословних банака.

Задаци Централне банке БиХ су:

- обезбјеђење и очување стабилности домаће валуте која се емитује уз пуно покриће у слободним конвертибилним средствима, уз пуну конверзију у евро и обрнуто;
- дефинисање и контрола спровођења монетарне политике БиХ;
- управљање девизним резервама централне банке (монетарне резерве на нивоу који покрива масу домаћег новца у оптицају);
- успостављање и одржавање одговарајућег платног и обрачунског система земље;
- доношење одговарајућих прописа;
- координирање Агенције надлежне за издавање лиценце и вршење супервизије банака у ентитетима и
- пријем депозита комерцијалних банака.

Централна банка БиХ је институционално и фактички независна од политичких власти, у обављању својих надлежности, не добија нити прима инструкције од било ког другог лица. Она остварује међународну сарадњу у вођењу монетарне политике, одговара за извршавање трансакција са међународним организацијама, затим, пружа банкарске услуге у корист страних влада и ради на утврђивању финансијске и економске стабилности кроз међународну монетарну сарадњу. Валутни одбор емитује папирни и ковани новац који се у сваком моменту може конвертовати у резервну валуту по фиксном курсу. Увођењем валутног одбора, према интенцијама креатора овог монетарног рјешења, Босна и Херцеговина води антиинфлациону политику, држи стабилност и конвертабилност валуте, настоји да повећа економски и монетарни кредибилитет код страних инвеститора и осигура финансијску дисциплину. Модел валутног одбора подразумијева, фиксни девизни курс домаће валуте, чиме се елиминише девизни ризик и ризик конвертибилности, подстичу страна улагања и омогућује приступ тржишту земаља Европске уније. Поред наведених позитивних страна и очекивања, валутни одбор има бројне недостатке. У досадашњој пракси су валутни одбори углавном увођени у малим земљама, са великим економским поремећајима и земљама које су отворене ка иностраној трговини, као и у неким земљама са типично затвореном економијом. (Мировић, 2010:23).

Губитак пуног монетарног суверенитета Централне банке води ограничењима у вођењу макроекономске политике у областима економског раста и одрживог развоја, запошљавања, социјалног програма, робних резерви и политике каматних стопа. По правилу новчану масу треба прилагођавати у зависности од величине и динамике друштвеног производа, брзине оптицаја новца, начина плаћања, стања у банкарском систему, стања штедње, употребе других валута при плаћањима као и низа других релевантних фактора. Примјеном валутног одбора може се изазвати висока неликвидност, смањење производње и запослености као и криза у банкарском систему. Валутни одбор нема удјела у профитима банака, а ни одговорност да банкама одобрава кредите и штити њихово пословање. Модел валутног одбора у земљама које имају високе обавезе према иностранству, може да доведе до умањења девизних резерви, јер постоје стриктне обавезе враћања ино кредита. Проблеми се јављају и у вођењу активне фискалне политике, што онемогућава успостављање фискалног дефицита и фискалне равнотеже. Поремећаји могу настати у диспаритетима домаћих цијена са негативним рефлексијама на привредну структуру у одређеном временском периоду. Пошто валутни одбор не даје кредите пословним банкама, привреда остаје без стимулативних кредита за производњу и извоз, чиме се занемарују њени витални интереси за новцем. Опоравак финансијског система и банкарског сектора у БиХ у условима кризе показује сва ограничења модела валутног одбора Централне банке БиХ. Банкарски сектор је претрпио озбиљне

губитке на страни активе због погоршања кредитног портфолија, иако је задржао релативно задовољавајући ниво капитализације и ликвидности. Централна банка нема адекватна пруденцијална овлашћења нити механизме помагања банкама изузев одређених стимулативних мјера смањивања обавезне резерве. Затим у координацији са супервизорима земаља банака матица може предузимати одређене мјере мониторинга банка, без могућности санкционисања. Централна банка Босне и Херцеговине, на основу Агентског споразума између ЦББИХ и Министарства финансија и трезора обавља и послове банкарског и фискалног агента за агенције за банкарство ентитета. Ријеч је о пословима везаним са кредитима и донацијама по уговорима које је закључио Савјет министара са међународним финансијским институцијама. Са Агенцијом за осигурање депозита ради на инвестирању средстава у хартије од вриједности. Централна банка БиХ води јединствени рачун Управе за индиректно опорезивање за прикупљање прихода од индиректних пореза. Централна банка Босне и Херцеговине примјењује ортодоксни валутни одбор, тако да је обавезна резерва једини инструмент монетарне политике. Према релевантним подацима свих 27 банака у систему обавезне резерве су уредно испуњавале ову обавезу у току 2015 године. Када говоримо о покривености монетарне пасиве нето девизним резервама она је износила 106,7%. (ЦББИХ, 2015).

У теорији све су гласнија мишљења да је неопходно, напустити модел валутног одбора и вратити систем централне банке у пуног капацитету, који би могао функционисати као и у свим земљама које почивају на отвореној тржишној економији. Страх од дефицита девизних резерви, може се превазићи увођењем резервне валуте евра као законског средства плаћања. Мишљења смо, да треба бити опрезан у прихватању категоричког става о укидању валутног одбора, наиме монетарна политика је по дефиницији државна политика *par exelans*, а познато је да је БиХ, држава неотпуног политичког суверенитета, још увијек под патронатом међународне заједнице.

4. Монетарна стратегија и политика Народне банке Србије (НБС)

Експлицитно циљање инфлације као монетарна стратегија НБС с планом поступног смањивања циљаног распона стопе инфлације од 8 до 12 посто, на почетку 2009. на 2,5 до 5,5 посто на крају 2014, концентрисана је на очување стабилности цијена. Та монетарна стратегија даје одређене позитивне резултате у погледу држања инфлације под контролом. Према Закону о народној банци Србије, основни циљеви НБС у утврђивању и спровођењу монетарне политике су: (Закон о Народној Банци Србије, 72/03)

- постизање и одржавање стабилности цијена и
- очување и јачање стабилности финансијског система.

Од 2002. године, циљеви монетарне политике су:

- стабилност курса динара;
- свођење стопе инфлације на 20% и
- пораст девизних резерви.

У фокусу активне монетарне политике НБС је одржавање цјеновне стабилности у оквиру дефинисаног инфлаторног коридора, затим и упоредо подстицање употребе домаће валуте и јачање повјерења у динар. Међутим, банкарски и девизни закони својим нормама регулишу употребу евра на територији Србије. У процесу провођења монетарне политике Централна банка, у зависности од степена развијености економије, финансијских тржишта, те отворености привреде, у принципу користи и комбинује инструменте:

- операције на отвореном тржишту;
- есконт и ресконт, есконтну стопу; и
- промјене стопе обавезне резерве.

Операције на отвореном тржишту НБС су трансакције везане за куповину или продају хартија од вриједности у циљу управљања резервама ликвидности банака, монетарном базом и монетарним агрегатима. (Ђукић, 2006). Углавном се користе динамичке операције на отвореном тржишту у циљу перманентног дозирања примарног новца и пројектованог раста новчане масе, те дефанзивне операције које неутралишу непожељне промјене количине резерви пословних банака код централне банке. Куповине и продаје хартија од вриједности су трајне и повремене.

Прокламовани циљеви НБС су очување реалне вриједности доходака и новчане имовине уз промјене вриједности девизне штедње и дугова због флукуације девизног курса. НБС, суочена са

високом инфлацијом, упркос дефлационих притисака у свијету, користила је различите комбинације инструмената монетарне политике као што су: висока обавезна резерва, кредитне и депозитне олакшице, есконтна стопа и минимални услови кредитне способности банака. Међутим нису постигнути значајни резултати. НБС није у потпуности ни самостална, ни независна у односу на јавну власт. Монетарна политика НБС, према неким ауторима није довољно транспарентна. (Ђукић, 2006) Политика каматних стопа и референтне каматне стопе, поред утицаја на раст цијена имала је одређено дејство и на приносе инвеститора, нарочито у 2008 и 2009. години. Ниска монетизованост која се очитује у односу динарске новчане масе и БДП-а, утиче на успоравање раста БДП-а. Иначе раст БДП претежно је остварен захваљујући доприносу финансијског сектора. Дезинфлација као најважнији резултат рестриктивне монетарне политике поодавала је развоју банкарског сектора у Србији у коме доминира страни капитал и страно власништво. НБС регулише каматну стопу путем референтне каматне стопе. Референтна каматна стопа је репер, према чијој висини се одређује коридор или висина основних каматних стопа на банкарском тржишту. И поред раста неизвјесности у међународном окружењу референтна каматна стопа у септембру 2017 смањена је на 3,75 %. (НБС, 2017). Може се закључити, да је подстицајна монетарна политика окренута привредном расту боља од рестриктивне политике ограничења тражње кредита и високих референтних каматних стопа. Међутим, озбиљно је питање колико НБС може водити активну политику утицаја на стране банкарске групе и њихове субвенције у финансирању привредног раста и реалног сектора. НБС се концентрисала на стабилност цијена, мање на подстицаје реалног сектора и привредног раста. Њена политика није довољно развојно оријентисана, те у том смислу дјелује као "квази валутни одбор." У основи и монетарних и рјешења у сектору реалне економије је неолиберално учење, глобалан приступ, нема довољне бриге државе о властитом привредном расту и развоју, кључно је глобалним институцијама омогућити слободу уласка, јер су „тржишта све“.

Истраживање јасно показује да високе каматне стопе нису само резултат пословне политике страних банака мотивисане цијеном ризика земље, већ су подржане монетарном политиком НБС, чији је примарни циљ стабилност цијена. Међутим, апсурдно је говорити о ефикасном финансијском систему и финансијској стабилности по себи, одвојено од економског раста и стања у сектору реалне економије. Финансијски систем и реални сектор економије у Србији дивергирају као два одвојена подсистема економског система слиједећи властиту логику. Тачка у којој се сусрећу је криза. Србија је мала и отворена земља, слабе економије, склона високој инфлацији у релативно дугом року, као и високо евроизована. Висок ниво евроизације је видљив у удјелу девизних депозита у монетарном агрегату М3 на нивоу око 70 посто, као и кредита са валутном клаузулом и девизних кредита, ту је и високо учешће страног дуга у БДП. Дакле, девизни курс знатно детерминише финансијску стабилност Србије. Политика честе промјене референтне каматне стопе даје одређене позитивне учинке. У новије вријеме стратегија циљање инфлације се показује дјелотворном за промоцију очекивања ниске и стабилне стопе инфлације, јача одговорност НБС, њен кредибилитет и независност. Ниска и стабилна база инфлација на нивоу од око 2 одсто међугодишње, указује на то да су инфлаторни притисци и даље ниски. (НБС, 2017). Неке несумњиве предности ове стратегије су усјешно елиминисање инфлационих очекивања, релативно флексибилан девизни курс, одржив економски раст и активније вођење монетарне политике. НБС има шири простор у избору варијабла и канала монетарне трансмисије, канал каматних стопа, банкарских кредита, девизног курса, операције на отвореном тржишту, репо операције. Новија кретања и неравнотеже на тржиштима банкарских кредита, финансијским тржиштима, као и тржишту реалне имовине показују да су то важни фактори финансијске стабилности. Дакле, монетарна стабилност је важна за очување финансијске стабилности, али није један и једини фактор. Стратегија остваривања циљане стопе инфлације не зависи од стабилности везе између понуде новца и цијена, јер су ниске стопе инфлације у развијеним економијама резултат низа различитих фактора на глобалним тржиштима.

5. Монетарна стратегија и политика Хрватске народне Банке (ХНБ)

Хрватска народна банка је Централна банка Хрватске. Власништво над капиталом централне банке, њене надлежности и организацију те њен однос с тијелима Хрватске, банкама и међународним институцијама и организацијама уређени су Законом о Народној банци. (Закон о Народној Банци, 75/08). Према Закону о Народној банци, ХНБ-а као централна банка, одговорна је за, стабилност цијена, дакле, стабилност валуте, општу ликвидност плаћања у земљи и према

иностранству. Курсни режим који проводи ХНБ је режим упављаног флукутирајућег курса. Дакле, куна није стриктно везана за неку страну валуту или корпу валута већ одражава кретања на девизном тржишту, и друго номинални курс куне према еврју је стабилан због повремених ХНБ ових девизних интервенција. Кретања на девизном тржишту зависе о новчаним токовима са иностранством (извоз, увоз, задуживања у иностранству, отплате страног дуга, те приливи на основу фондова ЕУ). Курс куне према еврју формира се слободно у зависности од понуде и потражња за девизама. ХНБ не може утицати на вриједност куне према другим страним валутама, јер је њихова вриједност одређена односима евра и тих страних валута на глобалним девизним тржиштима. Стабилан курс куне према еврју је номинално сидро монетарне политике којим ХНБ стабилизује инфлацијска очекивања и инфлацију, дакле одржава стабилност цијена, финансијску стабилност, макроекономску стабилност земље и очување реалне вриједности свих сектора привреде.

Стабилност курса куне према еврју важна је због чињенице да је хватска привреда мала и отворена, увозно зависна, високо задужена са изразитим високим нивоом евроизације (девизни депозити, висока кредитна евроизација, двије трећине пласмана банака везано је уз курс стране валуте). Инструменти у остваривању монетарне политике за регулисање кредитне активности и ликвидности банака, количине новца у оптицају, висине каматних стопа су;

- операције на отвореном тржишту,
- обавезна резерва
- стално расположиве могућности, и
- остали инструменти и мјере.

ХНБ, инструментима монетарне политике, куповином имовине или одобравањем кредита повећава ликвидност, односно употребом обавезне резерве, продајом имовине или емитовањем хартија вриједности смањује ликвидност. Основни инструмент у провођењу монетарне политике ХНБ су девизне интервенције путем повремених девизних аукција. Продајом девиза ХНБ повлачи куне из оптицаја, а куповином девиза ставља куне у оптицај. ХНБ су на располагању и други инструменти монетарне политике и макропруденцијалне мјере (повећање или смањење стопе обавезне резерве, обавезним уписом благајничких записа). Хрватска народна банка (ХНБ) у обављању послова је самостална, независна како у доношењу одлука, тако и у њиховом спровођењу. ХНБ је одговорна Хрватском сабору. Важно је напоменути да у теоријском смислу, у дефинисању циљева ХНБ доминира монетаристички концепт (и неолибералистички приступ). Милтон Фридман је то најбоље сажео у тези: најбоља је економска (монетарна) политика која ништа не чини (то је у финансијској сфери дејство слободних финансијских тржишта) Дакле, централна банка је изван политике регулисања и подстицања привредног раста и развоја. Хрватска је држава са "квази валутним одбором", наиме билансну активу ХНБ чини 99 посто страна актива, у пасиви биланса главнину чине обавезне резерве банака, иако ММФ прихвата управљано пливајући девизни курс као режим, „de facto пузајућег прилагођавања". Монетарна политика поштује правила аутоматизма и нема карактер развојне политике. ХНБ има својство правног лица, у искључивом је власништву Хрватске, која гарантује за њене обавезе. Хрватска народна банка може, у договору са Министарством финансија, за Хрватску обављати послове фискалног агента везане уз емисију задужница РХ, и то као агент емисије или као књижни водитељ цијеле емисије, исплата износа главнице, камата и осталих трошкова везаних за хартије од вриједности. рватска народна банка управља међународним резервама РХ, које чине сва потраживања и новчанице у конвертибилној страниој валути, те средства у посебним правима вучења, на принципима ликвидности и сигурности. У надлежности ХНБ-а су и послови супервизије и надзора над кредитним институцијама и кредитним унијама.

Хрватска народна банка утврђује и проводи монетарну и девизну политику. ХНБ утврђује мјере и инструменте за :

- регулисање кредитне активности и ликвидности банака;
- регулисање количине новца у оптицају те
- мјере у вези са каматним стопама и курсом домаће валуте.

ХНБ регулише девизно пословање правних и физичких лица, обавља контролу девизног пословања и утврђује методу за одређивање вриједности куне према другим валутама. Она може у своје име и за свој рачун издавати хартије од вриједности које гласе на домаћу или страну валуту, те на финансијским тржиштима уговарати куповине, продаје и замјене хартија од вриједности и друге лако утрживе финансијске инструменте. Може одобравати кредите солвентним банкама са

сједиштем у Хрватској на период не дужи од шест мјесеци. За осигурање поврата тих кредита могу се употребити: финансијски инструменти одређени Законом о ХНБ-у; задужнице које је издала НБС или Република Хрватска, које су плативе у Хрватској и које чине дио јавне емисије, те задужнице одређене Законом о ХНБ-у. Хрватска народна банка утврђује каматне стопе на кредитне и дисконтне послове ХНБ, прописује обавезу банака да издвоје и одржавају обавезну резерву на рачуну за извршење, у благајни или на издвојеном рачуну у НБС. Обавезна резерва одређује се у проценту прописаном с обзиром на врсту, рочност, величину и повећање депозита и других обавеза банке. Одлуком о обавезној резерви прописује се и основица и начин обрачуна обавезне резерве. На издвојена средства обавезне резерве НБС може плаћати пословној банци накнаду. Са пријемом Хрватске у Еврозону, Хрватска се одриче једног важног инструмента вођења економске политике, - монетарне политике која укључује и политику курса. Ствар је озбиљнија, тим прије што Еврозона није оптимално валутно подручје, јер аутоматско увођење евра не значи повећање ефикасности и елиминисање курсног ризика. Хрватска је високо евроизована, с обзиром на билансну структуру главних сектора који имају већи дио пасиве у иностраној валути, а активе у домаћој, те ХНБ стабилност цијена одржава првенствено стабилношћу курса. Дакле, она не користи активно курс као инструмент економске политике. У Хрватској је честа примјена евра као мјере вриједности. То се посебно односи на трајна потрошна добра, затим већина уговора, посебно уговора о кредиту, који су са валутном клаузулом, државне хартије од вриједности редовно су номиноване у еврима. Привредна друштва настоје употребом евра као стабилне валуте избјећи инфлаторни порез, посебно код трансакција веће вриједности и дугорочних уговора. Евро се користи као чувар вриједности о чему свједочи висок удио штедње у еврима становништва у укупној штедњи. Евро је и платежно средство у Хрватској јер се значајан дио трансакција обавља у еврима. Раширена употреба евра у Хрватској олакшаће, пријемом Хрватске у еврозону, формалну конверзију куне у евро.

Међутим, висок степен евроизације Хрватске значајно утиче на губитак њене самосталности у вођењу економске политике, при чему се активна курсна политика, као инструмент економске политике, своди на минимум. Истина, ХНБ има одређени маневарски простор, нарочито кад стабилност курса није угрожена. Међутим, њена су настојања примарно да брани стабилност курса. Хрватска народна банка настојала је у 2016. години ублажити осцилације номиналног курса куне према евр у због високе задужености свих домаћих сектора у иностраној валути те изражене заступљености евра у имовини и обавезама банака. У 2016. години kuna је тек благо ојачала у односу на годину прије те је курс куне према евр на крају 2016. износио 7,53 ЕУР/ХРК и био је за 1,0% нижи него на крају претходне године. (ХНБ, 2016) Хрватска је *de facto*, мала и отворена, увозно зависна, високо задужена и високо евроизована земља са квази фиксним режимом курса и тешко може депресијацијом валуте реаговати на спољне шокове. Упитно је да ли је Хрватској корисно да уђе у еврозону. Вјероватнији је сценарио, да у неком разумном року, Хрватска ријеша фискалним и структурним реформама своје макроекономске неравнотеже и спремнија прихвати евро. Дакле, само увођење евра не ријешава привредне неравнотеже, нити обезбјеђује макроекономску и финансијску стабилност. Исто тако познато је да свака реформа има цијену и носи губитке за одређене интересне групе. Очито је да чланство у ЕУ не ријешава аутоматски ни привредне ни социјалне проблеме Хрватске иако јој пружа одређене конкурентске предности. Да ствари нису тако једноставне, показује и криза. Наиме, с обзиром на неперфектност оптималног валутног подручја, и утицај кризе, видљиво је на примјеру спреда каматних стопа, да се у условима мирног раздобља за успоредиве кредите у Хрватској и еврозони каматне стопе могу приближити онима у Еврозони. Међутим, због процјене ризика у Хрватској са избијањем кризе 2008. године, разлика се каматних стопа знатно и брзо повећала. (Шкроб, 2010:671). Према Мастрихтским критеријима номиналне и реалне конвергенције који значе смањивање разлика у степену развијености, мјерено нивоом БДП по глави становника, затим по критеријима, стабилности цијена, одрживости јавних финансија, стабилности курса, те критерију дугорочних каматних стопа, усклађености законодавства са ЕУ, интеграције финансијског тржишта и тржишта производа, те кретања у билансима плаћања, Хрватска је испунила услове за пуноправно чланство у Европској унији. Међутим, Европска унија и еврозона су дио глобалног тржишта, чији ће удио у свјетској привреди на дуги рок опадати, те земље попут Хрватске, Србије и БиХ своју конкурентност морају посматрати и на глобалном плану, преферирајући и друга регионална тржишта.

Закључак

Избор монетарне стратегије малих и отворених привреда одређен је превасходно карактеристикама економског и финансијског система, посебно сензибилношћу земље на промјене девизног курса. Проблеми привреда БиХ, Србије и Хрватске су слични, али се монетарни оквир значајно разликује. Хрватска има сидро девизног курса, Србија има политику циљања инфлације, а БиХ валутни одбор. На питање који се од ових монетарних режима показао најдјелотворнијим у управљању кризом те санирању њених посљедица није могуће дати ваљан одговор. Заједничко је свим монетарним стратегијама и политикама земаља које су предметом разматрања да се преферира стабилност цијена, монетарна и финансијска стабилност. Иако је дееуризација финансијског система земаља које иду у сусрет еуру пожељна, она је истовремено и упитна и ризична, тражи се и шири социјални консензус. (Меморандум о стратегији динаризације српске економије). Ниједна од ових монетарних политика није довољно активна и самостална, нити је довољно развојна, али се чини да је нужан избор који је тешко мијењати у постојећем стању односа.

Литература

1. Mishkin, F. (2006) *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*. Београд: Делта, стр. 28
2. Mishkin, F. (2000). *What Should Central Banks Do?*, *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, (Vol. 82, str. 1.- 13.)
3. Paul de Grauwe. (2004) *Економија монетарне уније*. Нови Сад: Издавачка књижарница Зорана Стојановића, Сремски Карловци,
4. Rejnhart, K. Rogof. K. (2011). *Овог пута је другачије*. Београд: Службени гласник, стр. 45-60.
5. Sayers, R.S. (1958). *Modern banking*. Oxford : Sayers Clarendon Press, Edition 4th.
6. Steil, B. (1995). *Financial market regulation*. London: The Royal Institute of International, .
7. Stockhammer, E. (2009, April). The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the present crisis (Working Paper No. 127). Vienna: Vienna University of Economics and Business, Department of Economics
8. Zakaria, F. (2009). *Пост-амерички свет. Смедерево: Хеликс, Предговор*, стр. xiii
9. Ђукић, Ђ. (2006) *Приватизација банака у Србији*
10. Ђукић, Ђ. (2001) Централна банка и финансијски систем. Чачак: Литопапир, стр. 238
11. Живковић, Б. (2011). *Компаративна анализа банкарског система Србије и земаља Југоисточне Европе, Под лупом*, Квартални мониторинг, Бр. 27, стр. 62.
12. Закон о Народној банци (Народне новине, бр. 75 од 1. јула 2008. године)
13. Закон о Народној банци Србије. Службени гласник РС, бр. 72/03
14. Јовановић Гавриловић, П. (2001). Међународно пословно финансирање. Београд: Економски факултет,
15. Мирковић, И. (2010) Централна банка Босне и Херцеговине и њена улога у монетарној политици, Часопис за теорију и праксу менаџмента «Лидер-Директор», Нови Сад, (број 1, април-септембар стр 23
16. Мирковић, И. (2016) *Стране банке у земаљама Западног Балкана* (монетарни и финансијски аспекти). Бијељина: Факултет пословне економије,
17. Плакаловић, Н. (2004). Монетарна економија. С. Сарајево: Завод за издавање уџбеника
18. Шкроб, М. (2010) Хрватска и еуро, Еуропска унија, Загреб: Мате,
19. <http://www.cbbh.ba/content/archive/36>,
20. <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=11849&konverzija=no>
21. <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce>