

Prof. dr. **Husein MURATOVIĆ**, dopisni član

Kako kreirati i implementirati monetarnu politiku BiH?

KAKO KREIRATI I IMPLEMENTIRATI MONETARNU POLITIKU BIH?

Sažetak

Monetarna politika, uz fiskalnu i industrijsku politiku svake države, najvažniji je segment njene makroekonomske politike. Da bi makroekonomska politika države bila učinkovita, neophodna je racionalna kombinacija navedena tri segmenta ove politike. Dosadašnja praksa u svijetu pokazala je da nema stabilno rastućeg razvoja nacionalne ekonomije ako u njegovoj funkciji nije jedan od navedena tri segmenta makroekonomske politike. Budući da se u BiH fiskalna politika dominantno svodi na prikupljanje javnih prihoda za finansiranje enormno visoke neproduktivne javne (lične) potrošnje u odnosu na bruto društveni proizvod, da industrijska politika nije zasnovana na modelu koji bi odgovarao raspoloživim prirodnim i radnim resursima, a da se monetarna politika zasniva na modelu Currency Boarda (Valutnog odbora), koji je isključivo u funkciji fiksnosti kursa KM u odnosu na euro kao valutno sidro i da Centralna banka može emitovati onoliko KM koliko je pokriće u valutnom sidru, onda je razumljivo da BiH u takvim okolnostima ne može provoditi racionalnu i učinkovitu makroekonomsku politiku.

Tema ovoga rada je kako kreirati i implementirati monetarnu politiku u BiH da ona bude u funkciji stabilno rastućeg razvoja, a ne samo u funkciji monetarne stabilnosti, ili bolje rečeno, u funkciji stabilnost kursa KM u odnosu na euro. S obzirom da je funkcionisanje Centralne banke BiH zasnovano na modelu Valutnog odbora i da se monetarna politika u suštini svodi uglavnom na monetarnu stabilnost (kursa KM u odnosu na euro), u takvim okolnostima teško je koncipirati, a još teže provoditi racionalnu makroekonomsku politiku koja bi bila i u funkciji privrednog rasta i zaposlenosti. Da bi dali odgovor na pitanje kako kreirati i implementirati racionalnu monetarnu politiku u BiH, potrebno je razmotriti na kojim principima sada funkcioniše monetarna politika Centralne banke BiH, koja je zasnovana na modelu Valutnog odbora, koji su njegovi nedostaci, a koje prednosti, kako koncipirati monetarnu politiku za prelazni period od Valutnog odbora do funkcionisanja Centralne banke po tržišnim kriterijima, koji tržišni model funkcionisanja Centralne banke ustanoviti, koji model deviznog kursa primjenjivati i kada, te koji centralni cilj postaviti monetarnoj politici BiH u prelaznom periodu i u periodu kada Centralna banka BiH bude funkcionisala po tržišnim kriterijima.

Ključne riječi: *monetarna politika, makroekonomska politika, centralna banka, instrumenti, Valutni odbor, ciljevi, monetarna stabilnost, privredni rast, modeli, devizni kurs valute*

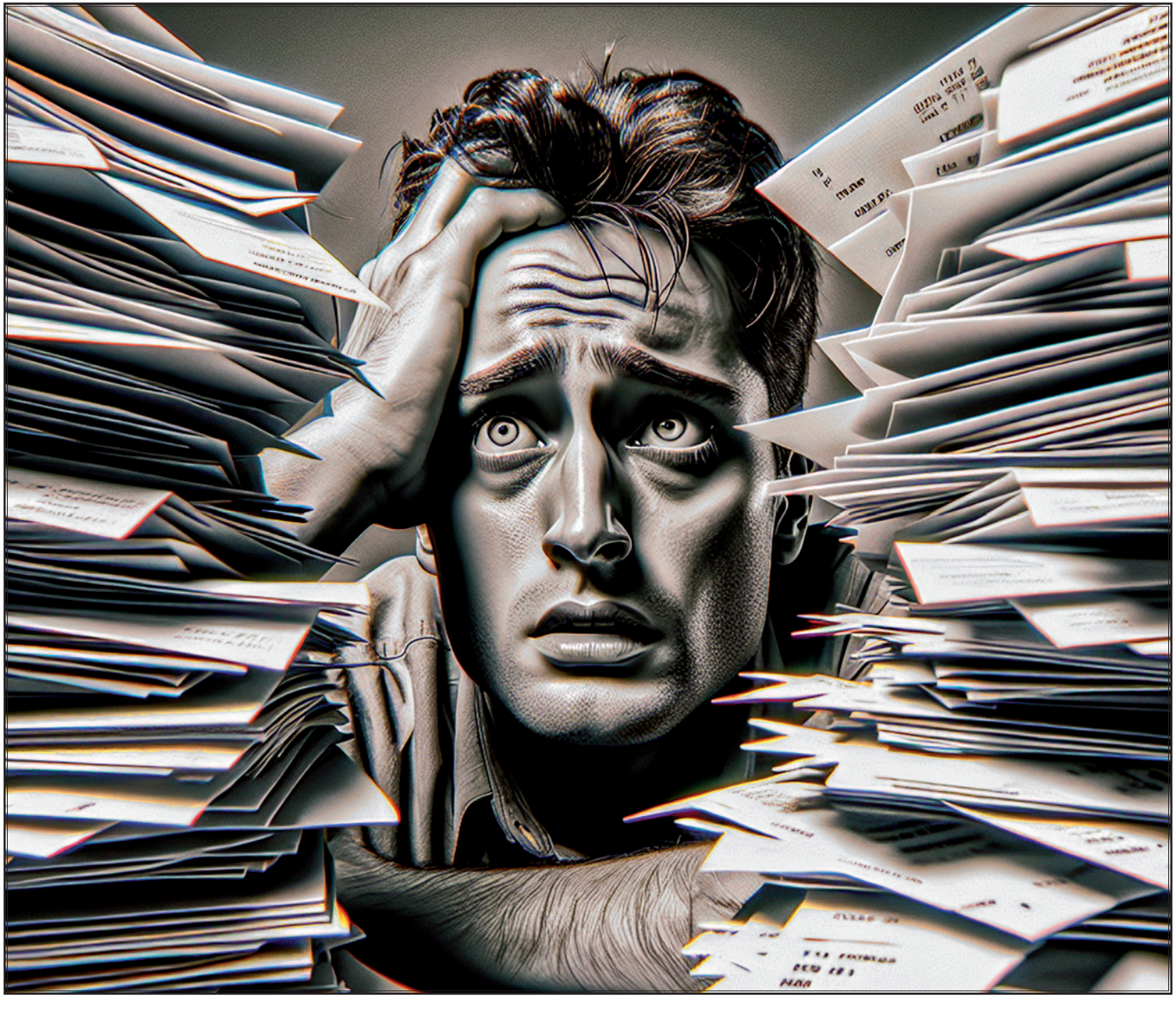
HOW TO CREATE AND IMPLEMENT THE MONETARY POLICY OF BIH?

Abstract

Monetary policy, along with the fiscal and industrial policy of each country, is the most important segment of its macroeconomic policy. In order for the macroeconomic policy of the state to be effective, a rational combination of the above three segments of this policy is necessary. The practice in the world so far has shown that there is no steadily growing development of the national economy if one of the three segments of macroeconomic policy is not in its function. Since in BiH fiscal policy is predominantly reduced to collecting public revenues to finance enormously high unproductive public (personal) consumption in relation to gross domestic product, industrial policy is not based on a model that would match the available natural and labor resources, and monetary policy is based on the Currency Board model, which is exclusively in the function of fixed exchange rate of KM against the euro as a currency anchor and that the Central Bank can issue as many KM as the coverage in the currency anchor, then it is understandable that BiH in such circumstances cannot pursue a rational and effective macroeconomic policy.

The topic of this paper is how to create and implement monetary policy in BiH so that it is in the function of steadily growing development, and not only in the function of monetary stability, or rather, in the function of stability of the KM exchange rate against the euro. Given that the functioning of the CBBH is based on the model of the Currency Board and that monetary policy is essentially reduced to monetary stability, in such circumstances it is difficult to conceive, and even more difficult to implement a rational macroeconomic policy that would be in the function of economic growth and employment. In order to answer the question of how to create and implement a rational monetary policy in BiH, it is necessary to consider on what principles the monetary policy of the CBBH now operates which is based on the model of the Currency Board, what are its shortcomings and what are its advantages, how to conceive monetary policy for the transition period from the Currency Board to the functioning of the Central Bank according to market criteria, which market model of the Central Bank to establish, which exchange rate model to apply and when, which central goal should be set for the monetary policy of BiH in the transition period and in the period when the CBBH will function according to market criteria.

Key words: *monetary policy, macroeconomic policy, central bank, instruments, Currency Board, objectives, monetary stability, economic growth, models, exchange rate*



1. Pristup problemu i uvodne napomene

Monetarna politika, kao jedan od najvažnijih segmenata makroekonomske politike zemlje, može biti različito koncipirana i primjenjivana. U zavisnosti od stepena privrednog razvitka zemlje, stanja u kome se nalazi privreda zemlje, modela organizacije, načina funkcionisanja i ciljeva Centralne banke (CB), biće kreirana i njena monetarna politika. U ovom radu, nakon definisanja monetarne politike, predmet obrade je analiza njenih zadataka i karaktera, zatim instrumenata monetarne regulacije, osnovne funkcije CB, modeli organizacije CB, karakteristike modela funkcionisanja CB po sistemu Valutnog odbora i po tržišnom modelu, bilansna struktura CB BiH i Centralne banke zemlje tržišne ekonomije, razlozi napuštanja Valutnog odbora i kreiranje monetarne politike u prelaznom periodu (od Valutnog odbora do modela funkcionisanja CB po standardnim tržišnim kriterijima), određivanje centralnog cilja monetarne politike i u okviru njega, odabir i primjena deviznog kursa. Komparacija modela funkcionisanja Centralne banke po sistemu Valutnog odbora i tržišnom modelu, biće izvršićena preko bilansne strukture, kriterija na kojima se zasnivaju ovi modeli, mogućnosti primjene instrumenata monetarne regulacije i centralnog cilja monetarne politike.

2. Definisanje, zadaci, karakter i instrumenti monetarne politike

Monetarna politika **definiše** se na više načina. U suštini ona je politika koja predstavlja skup mjera koje poduzima društvo u sferi monetarnih faktora stvaranja, poništavanja i raspodjele kupovne snage, odnosno u sferi monetarnih finansija, kojima se reguliše novčani opticaj u cilju održavanja dinamičke ravnoteže.[1] Monetarna politika (MP) predstavlja segment opšte ekonomske politike kojom se svjesno reguliše ponuda novca i kredita u zemlji u skladu s

[1] Muratović, H.: ***Centralno bankarstvo,*** „Primus“, Bos. Gradiška, 2017., str. 38.; Zaklan, D.: ***Teorija i politika***, Ekonomski fakultet Univerziteta „Džemal Bijedić“, Mostar, 1998., str. 144.; Stranjak, A.: ***Teorija i politika monetarnih finansija***, V. Masleša, Sarajevo, 1982.

kretanjem materijalne proizvodnje. Ova (monetarna) politika ima primarne i sekundarne **zadatke**. Osnovni zadatak joj je da reguliše potrebnu količinu novca u opticaju ili novčanu masu, označenu sa M1, kao najvažniji monetarni agregat i koja, dakle, ima cilj monetarnu stabilnost. Pored navedenog primarnog cilja, monetarna politika treba da podstiče privredni rast i razvoj, zaposlenost, uravnoteženje bilansa vanjskotrgovinske razmjene i povećanje dohotka, kao sekundarnih ciljeva, uz očuvanje stabilnosti cijena i očuvanje kursa domaće valute. Monetarna polotika je uz fiskalnu i industrijsku politiku, najvažniji segment makroekonomske politike svake zemlje. **Uže posmatrano**, osnovni zadatak monetarne politike je ostvarivanje dva makroekonomska cilja: 1. ekonomske stabilnosti i 2. privrednog rasta (razvoja). S obzirom da su dva navedena cilja istovremeno često puta konfliktni, monetarna politika ne može simultano i uspješno djelovati na oba cilja, već se usmjerava ka jednom cilju, a ostali ciljevi ostvaruju se korištenjem drugih segmenata makroekonomske politike. U takvim slučajevima najčešće se vrši **kombinacija** („koktel“) mjera monetarne i fiskalne politike. Istina, u pojedinim situacijama monetarna politika u stanju je da svoje bazične zadatke ostvaruje sama. Ali, u nekim drugim okolnostima, „politika novca nemoćna je da realizuje oba osnovna cilja istovremeno, približavajući privredu ravnotežnim vrijednostima njenih osnovnih performansi (stopa ekonomskog rasta i stopa inflacije“).[▾2] Stoga se monetarna politika usmjerava ka jednom cilju, dok se drugi cilj(evi) ostvaruju korištenjem ostalih segmenata makroekonomske politike date zemlje.

Po svom **karakteru** monetarna politika može biti ekspanzivna, restriktivna i neutralna. Ekspanzivna monetarna politika postoji onda kada Centralna banka putem instrumenata monetarne regulacije povećava količinu novčane mase u opticaju. Pokazatelj vođenja ovakve monetarne politike je brži porast novčane mase od porasta nominalnog društvenog proizvoda. Kod **restriktivne** monetarne politike situacija je obrnuta, a **neutralnu** monetarnu politiku karakterišu ujednačeni rast novčane mase i realnog društvenog proizvoda. Uticaj ekspanzivne, restriktivne i neutralne monetarne politike može se prikazati na slijedeći način:

$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$	Ekspanzivna monetarna politika
$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$	Restriktivna monetarna politika
$M \uparrow \approx Y \uparrow$	Neutralna monetarnapolitika

[▾2] Zaklan, D.: ***Teorija i politika novca,*** op. cit., str. 223.; Muratović, H.: ***Centralno bankarstvo***, op. cit., str. 39.

Vidljivo je da ekspanzivna i restriktivna monetarna politika imaju različite uticaje na kretanje kamatnih stopa, investicija i dohotka. Istina, ovi prikazi odražavaju tendencijska kretanja navedenih veličina u teorijskom smislu, dok u praksi dolazi do različitih multiplikativnih uticaja.

Osnovni instrumenti monetarne politike dijele se na: kvantitativne i kvalitativne. Pri tome se pod instrumentima monetarne politike podrazumijevaju sredstva i metode koje Centralna banka primjenjuje da bi održala masu i strukturu novca i kredita na potrebnom nivou. Kvantitativnim instrumentima monetarna politika djeluje globalno i linearno, a kvalitativnim selektivno. U **kvantitativne** instrumente monetarne politike spadaju: politika obaveznih rezervi, politika kamatnih stopa (eskontne ili diskontne) stope, politika otvorenog tržišta, politika zlata i deviza, itd. U **kvalitativne** instrumente spadaju: regulacija kredita centralne banke komercijalnim bankama, regulacija uslova za davanje, tj. korištenje kredita od strane banaka, selektivna kreditna politika, politika potrošačkih kredita stanovništvu i sl.

Instrumente monetarne politike (MP) Centralna banka koristi za:

1. Uticaj na raspoloživost kreditnog potencijala i likvidnosti komercijalnih (poslovnih) banaka i u tu svrhu primjenjuje:
    a) eskontnu politiku,
    b) politiku otvorenog tržišta,
    c) promjenu stopa obaveznih rezervi banaka,
    d) kupoprodaju deviza centralne banke komercijalnim bankama;
2. uticaj na tražnju bankarskih kredita putem djelovanja kamatnih stopa;
3. direktno ograničavanje bankarskih sredstava i kredita.



DIO IMAGINARNOG TREZORA NADNACIONALNE BANKE. ARHIV M.A.A.

3. Osnovne funkcije Centralne banke (CB)

Centralna banka u svakoj državi predstavlja **najvišu monetarnu vlast**. Ona je emisiona banka sa određenim funkcijama. Osnovne funkcije centralnih banaka zemalja tržišnih ekonomija su: emisija novca, kontrola i regulacija količine novca u opticaju, održavanje interne (u zemlji) i eksterne (prema inostranstvu) likvidnosti, upravljanje deviznim rezervama, upravljanje državnim dugom, ostali poslovi za račun države, organizacija unutrašnjeg platnog prometa, regulisanje likvidnosti bankarskog sistema, učešće na finansijskom tržištu (kupoprodaja državnih vrijednosnih papira). U zavisnosti od modela organizacije, načina funkcionisanja i (ne)zavisnosti Centralne banke od zakonodavne i izvršne vlasti, biće i učinkovitost njenog djelovanja.

Danas u svijetu postoji **više modela** organizacije i djelovanja centralne banke. Iako centralna banka svake države ima određene specifičnosti, ipak kao najznačajnije reprezente ističemo: model **nacionalne** CB tržišne ekonomije, na primjeru Švicarske centralne banke (SNB), model **nadnacionalne** centralne banke, na primjeru Evropske centralne banke (ECB), **složeni model** centralne banke, na primjeru Sistema federalnih rezervi (FED-a), SAD) i **model Valutnog odbora**, nazovi model funkcionisanja centralne banke.[3] Pored ovih, postoje i drugi modeli, ali se oni razlikuju od navedenih modela po tome koliko su prilagođeni zadacima i specifičnostima koje postoje u datoj državi. Budući da je predmet analize ovoga rada kako kreirati i implementirati monetarnu politiku BiH, prvo je neophodno izvršiti analizu funkcionisanja centralne banke koja radi po sistemu Valutnog odbora i centralne banke koja funkcioniše po tržišnim kriterijima, zatim izvršiti njihovo **poređenje**, da bi imali elemente na osnovu kojih možemo zaključiti o prihvatljivosti jednog ili drugog modela.

[3] Muratović, H., ***Centralno bankarstvo***, op. cit., str. 122.

4. Centralna banka Bosne i Hercegovine (CB BiH)

Centralna banka BiH (CB BiH) osnovana je 20. juna 1997. godine. Ona je vrhovna monetarna vlast u Državi. Njeno osnivanje, funkcionisanje i operacije definisani su odgovarajućim Službenim glasnicima, koje je usvojila Skupština BiH, saglasno Opštem okvirnom sporazumu za mir u BiH (Ustav BiH).

Osnovni cilj Centralne banke BiH je da održi stabilnost valute tako što emituje domaću valutu u skladu s pravilima Valutnog odbora (Currency boarda), koji podrazumijeva da se domaća valuta emituje samo uz puno pokriće u slobodno konvertibilnim rezervama, odnosno u valutnom sidru koje je prvo bio njemačka marka (DM), a nakon toga euro. Osim toga, CB BiH ima obavezu da, na zahtjev, bez ograničenja kupuje i prodaje KM za euro po službenom deviznom kursu, gdje jedan euro vrijedi 1,955830 KM, pri čemu je ovaj odnos određen zakonom. Dakle, CBBiH funkcioniše po sistemu Valutnog odbora, koji se **zasniva na dvije ključne pretpostavke**: fiksnom kursu KM u odnosu na euro kao valutno sidro i emisija KM može se vršiti uz potpuno pokriće u eurima.

Zadaci Centralne banke BiH, definisani Zakonom o Centralnoj banci, uključuju:

- definisanje, usvajanje i kontrolisanje monetarne politike putem izdavanja domaće valute po propisanom deviznom kursu uz puno pokriće u slobodnim konvertibilnim deviznim rezervama, odnosno uz pokriće u eurima;
- držanje i upravljanje slobodnim deviznim rezervama Centralne banke na siguran i profitabilan način;
- uspostavljanje i održavanje odgovarajućih platnih i obračunskih sistema;
- donošenje propisa i smjernica za ostvarivanje ciljeva CB, u skladu sa Zakonom o CB;
- koordinacija djelatnosti agencija za bankarstvo, nadležnih za izdavanje bankarskih licenci i superviziju banaka;
- primanje depozita od državnih i javnih institucija BiH i depozita od komercijalnih banaka u cilju ispunjavanja zahtjeva za obaveznom rezervom;

- stavljanje u opticaj i povlačenje iz opticaja domaće valute, uključujući novčanice i kovanice zakonskog sredstva plaćanja, pridržavajući se pravila Valutnog odbora;
- učestvovanje u radu međunarodnih organizacija koje rade na jačanju finansijske i ekonomske stabilnosti zemlje;
- zastupanje BiH u međunarod. organizacijama o pitanjima monetarne politike.

U okviru svojih ovlaštenja, utvrđenih Zakonom o Centralnoj banci, CB potpuno je nezavisna od entiteta BiH, javnih agencija i bilo kojih drugih organa u izvršavanju svojih ciljeva i zadataka. Danas ključno rukovodstvo Centralne banke čine **Upravno vijeće** i **Uprava**. Sva ovlaštenja koja nisu specifično data, u skladu sa Zakonom o Centralnoj banci, dodjeljuju se Guverneru, koji je predsjedavajući Upravnog vijeća i predsjedavajući Uprave. Osim toga, postoji i **Revizorski komitet**, koji procjenjuje sveukupnu adekvatnost i efektivnost procesa finansijskog izvještavanja Centralne banke, vrši pregled finansijskih izvještaja prije njihovog odobrenja od strane Upravnog vijeća, kao i nadzor procesa izbora nezavisnog revizora CB. Nadzorne funkcije Revizorskog komiteta podrazumijevaju i nadzor okvira upravljanja rizicima i sistema internih kontrola, nadzor funkcije usklađenosti poslovanja i nadzor funkcije interne rezerve. Za vrijeme trajanja mandata Guverner neće biti zamijenjen, osim ako je njegovo uklanjanje iz Valutnog odbora u skladu s članom 11. Zakona o CB. Članovi Valutnog odbora moraju biti osobe od visokog povjerenja, profesionalnog iskustva i stručnog integriteta u monetarnim poslovima za koje ne postoji osnova da budu odstranjene po navedenom članu Zakona o CB. Mandat članova Valutnog odbora traje šest godina i oni mogu biti ponovo izabrani ukoliko ne postoji osnova za njihovo odstranjenje po osnovu članu 11. Zakona.



CENTRALNA BANKA BIH FUNKCIONIŠE PO SISTEMU VALUTNOG ODBORA, KOJI SE ZASNIVA NA DVIJE KLJUČNE PRETPOSTAVKE: FIKSNOM KURSU KM U ODNOSU NA EURO KAO VALUTNO SIDRO I EMISIJA KM MOŽE SE VRŠITI UZ POTPUNO POKRIĆE U EURIMA. ARHIV M.A.A.

5. **Bilansna struktura Centralne banke BiH (CB BiH)**

CB BiH funkcioniše po sistemu Valutnog odbora. Njena bilansna struktura po godinama navedena je po formi i sadržaju kako ju javno prezentira Centralna banka.

Bilansna struktura Centralne banke BiH u milionima KM

IMOVINA	**Vrijed.2021.**	**Vrijed. 2020.**	**Vrijed. 2019.**
Gotovina u inostranim valutama	470	142	323
Depoziti kod inostranih banaka	3.945	3.832	3.103
Dužnički instrumenti (ino vrijedn. papiri)	11.630	9.601	8.917
Monetarno zlato	302	292	254
Specijalna prava vučenja u MMF-u	2	1	1
Ostala imovina	17	13	11
Nekretnine i oprema	50	49	48
Nematerijalna imovina	1	1	2
Ostala imovina	29	29	28
UKUPNO IMOVINA:	**16.446**	**13.960**	**12.687**
OBAVEZE I KAPITAL			
OBAVEZE			
Novčanice i kovanice u opticaju	6.924	6.172	5.200
Depoziti banaka	7.220	5.901	5.744
Depoziti Vlade i ostalih javnih institucija	1.430	897	881
Rezervisanja	1	1	1
Ostale obaveze	4	4	4
UKUPNO OBAVEZE	**15.579**	**12.975**	**11.830**
KAPITAL			
Početni kapital	25	25	25
Rezerve	660	957	833
Ukupno kapital	685	982	857
UKUPNO OBAVEZE I KAPITAL	**16.264**	**13.957**	**12.687**

Inostrani vrijednosni papiri u ukupnoj aktivi **2021**. godine učestvovali su 70,72%, depoziti kod inostranih banaka iste godine iznosili su 23,99%, tako da je ukupno dislocirana aktiva Banke **94,71%**. Godine **2020**. inostrani vrijednosni papiri u ukupnoj aktivi učestvovali su 68,78%, a depoziti kod inostranih banaka 27,45%, tako da je ukupno dislocirana aktiva Banke posmatrane godine iznosila **96,23%** van BiH. Godine **2019**. inostrani vrijednosni papiri iznosili su 70,28%, a depoziti kod inostranih banaka 24,46%, tako da je ukupno dislocirana aktiva Banke iznosila **94,74%** ili u **prosjeku za posmatrane tri godine dislocirana aktiva Centralne banke BiH iznosila je 95,23%**. Ova aktiva nije imala nikakvog uticaja na privredni razvoj BiH, već se koristila za razvoj i zaposlenost Njemačke i Švicarske, uz prosječnu godišnju kamatnu stopu od 0,164% (2021.). U **obavezama 2021**. godine novčanice i kovanice u opticaju učestvovale su 44,44%, a depoziti banaka 49,55%. Godine **2020**. novčanice u opticaju iznosile su 47,56%, a depoziti banaka 45,48%, **2019**. novčanice i kovanice u opticaju iznosile su 43,96%, a depoziti banaka 48,55%.

Kapital u ukupnoj pasivi učestvovao je **2021**. godine **4,21%**, **2020**. godine 7,03%, a **2019**. godine **6,75%**. Veliko, tendencijsko smanjenje kapitala (cca 60%) ostvareno je 2021. u odnosu na prethodnu godinu. Prema podacima CB u toku 2022. godine došlo je do daljnjeg smanjenja kapitala Banke (za oko 323 miliona), tako da je njena kapitalizovanost drastično smanjena u odnosu na 2020. godinu.

Izvještaj o dobitku ili gubitku CB BiH pokazuje da neto kamatni prihodi 2021. godine iznose 10.148 hiljada, 2020. godine 19.524 hiljada, a 2019. godine 24.820 hiljada. Neto kamatni prihodi u 2021. godini ostvareni su uz prosječnu kamatnu stopu 0,164% po osnovu dužničkih instrumenata i depozita, što predstavlja simboličan iznos. Komparacije radi, prema Izvještaju **Hrvatske narodne banke** (HNB)[4] domaći vrijednosni papiri u ukupnoj aktivi učestvovali su 45,88%, dok inostranih vrijednosnih papira u aktivi HNB nije bilo, što podrazumijeva da su oni u bili funkciji razvoja domaće privrede. HNB nema depozita kod inostranih banaka, već su oni kod domaćih banaka. Kapital u ukupnoj pasivi učestvovao je 9,40%, što odgovara kriterijima Bazelskog sporazuma III.[5] Prema Izvještaju **Narodne bank**e Srbije (NBS) hartije od vrijednosti u ukupnoj **aktivi** učestvovale su sa 49,57%, gotovina i računi kod banaka 21,25%, depoziti 10,74%. U **pasivi** depoziti i ostale obaveze prema bankama i drugim finansijskim

[4] Zvanično *Izvješće Hrvatske narodne banke* za 2020. godinu.

[5] Basel III: ***A globalregulatory framework for more resilient banks and banking systems***, Bank for International Settlements, Basel, 2011.

organizacijama učestvovale su sa 40,17%, depoziti i ostale obaveze prema državi i drugim deponentima 27,12%, novac u opticaju 14,39%, a kapital 18,32%.[6] I kod NB Srbije hartije od vrijednosti i depoziti **su u funkciji razvoja nacionalne privrede**. Dobit po osnovu dužničkih vrijednosnih papira **HNB** u sveobuhvatnoj dobiti iznosili su 68,41%, odnosno prinosi po ovom osnovu godišnje iznose 0,76%, a kod **NB Srbije** prinosi po osnovu HOV iznosili su 1,02%. Dakle, prinosi po osnovu vrijednosnih papira u BiH **niži** su od onih u HNB za 3,8 puta, odnosno 5,1 puta od onih u NBS. Uz to, **veća šteta je što devizne rezerve CB BiH i depoziti nisu u funkciji privrednog rasta i zaposlenosti BiH, već Njemačke i Švicarske, što je pravi paradoks**, kojeg ne treba ni objašnjavati da jedna mala i nerazvijena zemlja (BiH) značajno učestvuje u podsticanju privrednog rasta i zaposlenosti dvije najrazvijenije države Evrope, ali ne i razvoju domaće privrede.

Izvještaj o dobitku ili gubitku CB BiH u hiljadama KM

Naziv stavke	2021.	2020.	2019.
Neto kamatni prihodi	10.148	19.524	24.820
Neto prihodi od naknada i provizija	20.157	17.372	17.019
Operativni prihodi	35.744	38.535	43.234
Operativni troškovi	(32.847)	(30.217)	(30.068)
Neto dobit za godinu	2.897	7.908	22.575

Izvještaj o novčanim tokovima (u hiljadama KM

Naziv pozicije (stavke)	2021.	2020.
Neto dobit	2.897	7.908
Neto novčani tokovi od operativne aktivnosti prije promjena na poslovnoj imovini i obavezanma	(9.965)	(10.189)
Promjene u poslovnoj imovini i obavezama:		
Neto novac od operativne aktivnosti	1.080.337	413.327
Novčani tokovi od investicione aktivnosti	(2.534)	(2.451)
Neto povećanje novca i novč. ekvivalenata	410.716	822.612
Novac i novč. ekvivalenti na početku godine	2.498.973	1.676.360
Novac i novčani ekvivalenti na kraju godine	2.909.688	2.498.972

[6] Zvanični *Izvještaj Narodne banke Srbije* za 2020. godinu.

Pri funkcionisanju Centralne banke, koja radi po standardnim tržišnim kriterijima, potrebno je navesti da su uzroci monetarnih promjena oni koji su sadržani u njenom bilansu. Tako su u **bilansu CB zemlje tržišne ekonomije sadržani inicijalni uzroci monetarnih promjena**, odnosno monetarne ekspanzije i monetarne restrikcije. Promjena obima kredita i kreditnog potencijala komercijalnih banaka dobrim dijelom zavisi od kretanja primarnog novca CB. Kretanje primarnog novca i rokovi njegovih promjena vidljivi su iz bilansa CB. **Bilans aktive** CB **pokazuje** iznose i tokove kreiranja primarnog novca, dok pozicije **pasive pokazuju** kod koga se nalazi primarni novac i u kom obliku je kreiran, odnosno da li se radi o gotovom novcu ili depozitima. Iznos pozicija aktive i pasive Centralne banke **može se promijeniti** njenim transakcijama u domaćoj valuti i deviznim transakcijama. To nadalje podrazumijeva da CB ne može biti nelikvidna kada su u pitanju transakcije u domaćoj valuti. Iz ovog slijedi logičan zaključak da svaki kredit koji odobri CB sam sebi stvara pokriće u primarnom novcu, kao određenom (zakonskom) sredstvu plaćanja u zemlji. S obzirom da CB BiH funkcioniše po modelu Valutnog odbora (Currency boarda), kod nje, dakle, nema kreiranja primarnog novca (monetarne baze) iznad vrijednosti valutnog sidra (eura), budući da je emisija KM zasnovana na 100% pokriću u valutnom sidru (eurima). **Ako se navedene pretpostavke primjene na Centralnu banku BiH, to konkretno znači:**[7]

- rezervna valuta u BiH je euro. Devizni kurs domaće valute (KM) je fiksan sa paritetom 1 KM=0,5112918 (direktno notiranje) ili 1 euro=1,955830 KM (indirektno notiranje);
- u sistemu Valutnog odbora pokriće emitovanog novca koji stvara CB konvertibilnim novcem je ekstremna pozicija "obavezne rezerve" koju Valutni odbor provodi sam prema sebi u procesu stvaranja novca. Stoga CB gubi sposobnost "diskrecionih" mjera u kreiranju novčane baze, odnosno primarnog novca, koji se zatim transformiše u novčanu masu pod dejstvom monetarnog multiplikatora (m);
- monetarni multiplikator nema nikakvu ulogu;
- obim emisije domaće valute, odnosno KM, označen sa M1 jednak je monetarnoj bazi (B), pa je onda M=B. Stoga su izjednačeni prosječni multiplikator (m) i granični multiplikator (m'), dakle m=m';
- u opticaju je ukupno KM onoliko koliko je emitovala CB BiH, a to je (B), odnosno M = B, što proizilazi

[7] Muratović, H., ***Centralno bankarstvo***, op. cit., str. 49-50.; Alijagić, M.: ***Monetarna ekonomija***, Ekonomski i pravni fakultet Univerziteta Bihać, 2004., str. 384.

iz formule m = M/B ili m' = dM/dB. Da nije tako, već da je m > 1 ili m' > 1, to bi značilo da u opticaju ima više KM nego što je obim "emisije" CB, odnosno M >B. To bi dalje podrazumijevalo da za iznos razlike (M-B) KM nema pokrića u eurima. S obzirom da je to nemoguće u sistemu Valutnog odbora, proizilazi da je u ovom M = Bm = M/B = 1. U sistemu Centralne banke tržišnog tipa M > Bm=M/B >1.

- u BiH, radi primjene modela Currency boarda, M=B, odnosno m=m1=1;
- u BiH obaveznu rezervu banke drže na sve depozite u KM. Stopa obaveznih rezervi sada iznosi 10%. Banke nemaju obavezu da drže rezervu likvidnosti,[▼8] a nije bitna ni podjela na gotov novac i depozitni novac;
- komercijalne banke, radi vlastite likvidnosti i sigurnosti, drže primarne rezerve likvidnosti (one na računu kod CB, na svom računu i likvidna sredstva kod inostranih korespondentskih banaka), te sekundarne rezerve likvidnosti u vidu kratkoročnih vrijednosnih papira javnog izdanja ili izdanja visoko bonitetnih kompanija, koje mogu lako prodati na sekundarnom tržištu i doći do likvidnih sredstava;
- kod sistema Currency boarda nema monetarne multiplikacije, pa nema ni depozitno-kreditne multiplikacije, s obzirom da je uvijek monetarni multiplikator (m) veći od depozitnog multiplikatora (d), depozitni od kreditnog (k) multiplikatora (m > d > k), jer je M > D > K, a depoziti minus rezerve jednaki su bankarskim kreditima, odnosno D – R = K. Kako su krediti bankarskog sektora (K) dio novčane mase (M), odnosno K < M, logično je da nema monetarne multiplikacije. Kada bi je bilo, to bi podrazumijevalo da je bankarski sektor kreirao novac (M) mimo sistema Valutnog odbora, što bi dalje značilo da dio novčane mase (M) u KM nema pokrića;
- u sistemu Valutnog odbora CB BiH postoji potpuna unutrašnja konvertibilnost KM u "rezervnu" valutu (euro), ali nema eksterne konvertibilnosti. Dakle, u ovom sistemu, emisija domaće valute je praktično njena prodaja (KM za eure). Proizlazi da koliko je u opticaju KM, toliko je pokriće u eurima. Na osnovu navedenog, proizlazi da je ovakav sistem sličan sistemu zlatnog standarda sa zlatnicima u opticaju, gdje postoji potpuna konvertibilnost valute u zlato i obrnuto. U sistemu zlatnog standarda valuta je imala 100% pokriće u zlatu, a devizni kursevi bili su fiksni, budući da se tačno znala zakonska cijena unce zlata;

[▼8] Zaklan, D.: B*ankarstvo u tržišnom makrosistemu*, Ekon. fakultet Univerziteta „Dž. Bijedić", Mostar, 2000., str. 176.

• kod sistema Currency boarda monetarna politika svodi se na potpuno automatsku konverziju KM u euro po fiksnom kursu, gdje ponuda i tražnja deviza ne utiču na devizni kurs KM.

Na osnovu naprijed navedenog, slijedi **zaključak da u ovakvim uslovima CB BiH ne može voditi aktivnu, a posebno ne, diskredicionu monetarnu politiku**. Pored navedenih, dodatni argumenti u prilog ovoj tvrdnji su i slijedeći: u Zakonu o Centralnoj banci BiH stoji da ona ne može davati nikakve kredite, držati depozite izražene ili plative u valuti BiH ili rezidenta BiH; ne može se baviti kupoprodajom vrijednosnih papira bilo koje finansijske institucije; BiH nema ni ekspanzivne ni restriktivne monetarne politike; nema kratkoročne (diskrecione) niti dugoročne politike monetarnog rasta (monetarne strategije). Kod sistema Currency boarda ne postoji instrumentarij monetarne regulacije (eskontna politika, politika otvorenog tržišta, itd.), **osim politike obaveznih rezervi**. CB BiH može samo dijelom uticati na obim novčane mase u opticaju, preko politike obaveznih rezervi, što znači da može samo dijelom da utiče na unutrašnju likvidnost domaćih ekonomskih subjekata (preko komercijalnih banaka). Ponuda novca (KM) ili novčane mase (M1) jednaka je tražnji za KM, pri čemu je tražnja KM determinisana namjerom držalaca deviza da izvrše njihovu konverziju u KM.

Respektujući naprijed navedene osnovne karakteristike sistema Valutnog odbora i ograničenja koja kod njega postoje, **zaključujemo** da CB BiH nema monetarnu politiku koja je u funkciji privrednog rasta, već samo u funkciji monetarne stabilnosti (stabilnosti KM u odnosu na valutno sidro, bez obzira što je ovo sidro u posljednje tri godine značajno vrijednosno i količinski osciliralo). Nadalje, na osnovu bilansne strukture Centralne banke BiH i osnovnih postulata na kojima se zasniva funkcionisanje ovoga modela, **zaključujemo**:

1. BiH nema monetarnu politiku koja bi bila ne samo u funkciji bržeg privrednog rasta i zaposlenosti, nego ni politiku koja je u funkciji monetarne stabilnosti, s obzirom da se ova politika svodi isključivo na fiksnost kursa KM u odnosu na promjenljivo sidro, odnosno euro, čija vrijednost neprestano oscilira u odnosu na dolar,funtu i švicarski franak. Dakle, u igri je fiksnost kursa KM u odnosu na nestabilno mjerilo (euro).
2. Jedan od zadataka CB BiH je da upravlja slobodnim deviznim rezervama na siguran i profitabilan način, gdje praksa odražava ovaj zahtjev samo simbolično, s obzirom da dislocirana aktiva (inostrani vrijednosni papiri i depoziti kod inostranih banaka) donose prihod na godišnjem nivou od 0,164%

(2021). Prosjek dislocirane aktive ove dvije pozicije u zadnje tri godine iznosio je 95,23%. Dakle, nema ni govora o upravljanju ovim sredstvima na profitabilan način.

3. Nejasno je kako Revizorski komitet vrši nadzor i upravljanje rizicima, budući da je 95,23% aktive CB BiH dislocirano u inostranstvu, na koji ona (CB) ne može uticati nikako jer je devizni kurs valute (KM) strogo fiksiran za valutno sidro (euro) na koji ovaj Komitet nema baš nikakvog uticaja.

4. Dislocirana devizna aktiva nema nikakvog uticaja na privredni razvoj i zaposlenost BiH, dakle, nema uticaja na sekundarne zadatke monetarne politike, koji postoje kod svake Centralne banke zemlje tržišne ekonomije.

5. Kapital u pasivi Banke učestvovao je 2019. godine 6,75%, 2020. godine 7,03%, a 2021. godine 4,21%. U četvrtom kvartalu 2022. godine došlo je do smanjenja kapitala za 323 miliona KM. Dakle, kapitaliziranost Banke je sve manja, što njenu bilansnu poziciju čini manje kvalitetnom.

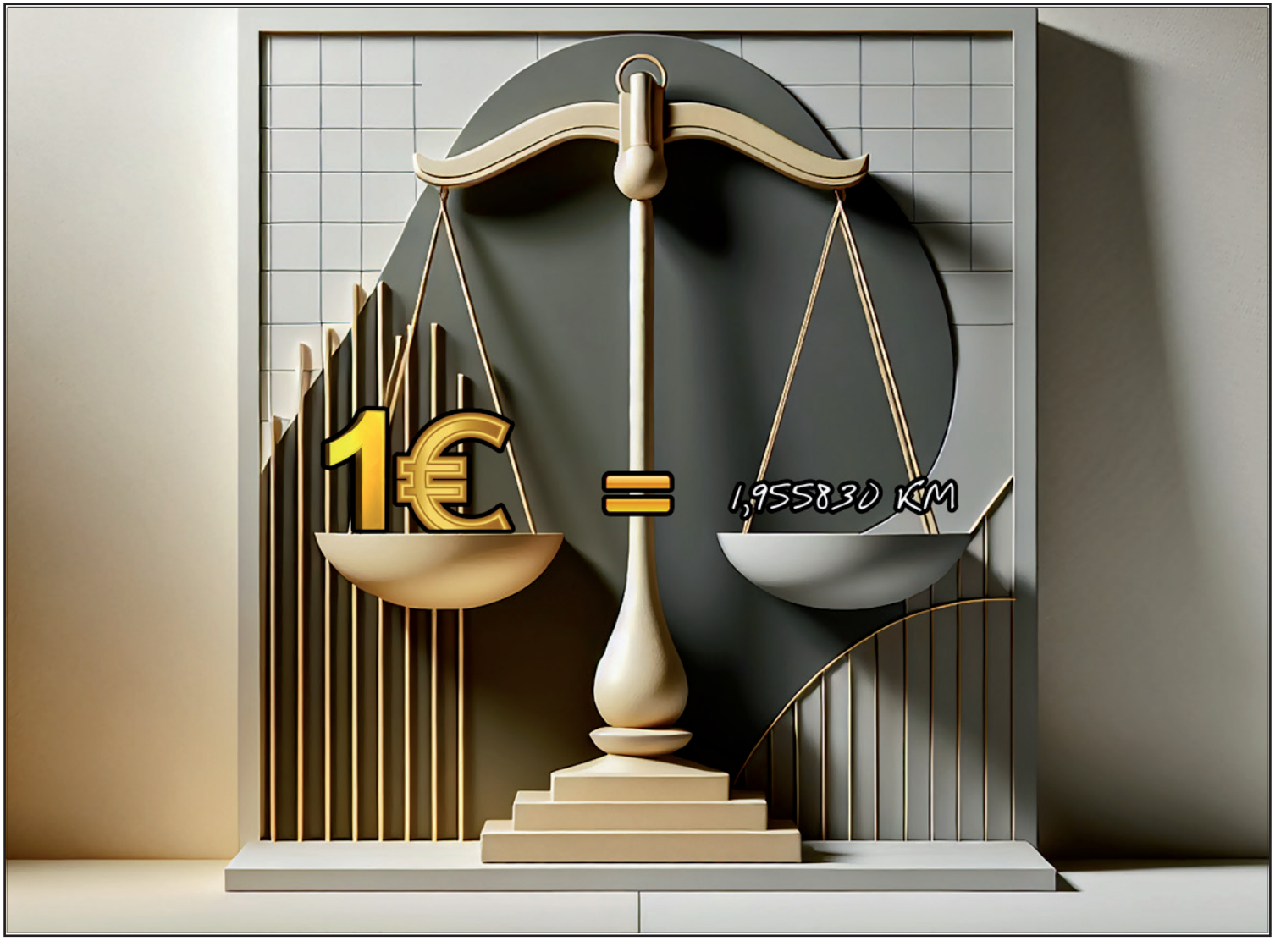
6. Izvještaji o dobitku ili gubitku pokazuju da su neto kamatni prihodi iznosili 2019. godine 24.820 hiljada KM, 2020. godine 19.524 hiljade KM, a 2021. godine 10.148 hiljada KM, što ukazuje da su se oni rapidno smanjivali 27,13%, odnosno 48,80%, što je i očekivano jer su kamatni prihodi ostvareni uz stopu 0.164% (2021.). Istovremeno, domaća privreda na ino finansijskom tržištu zaduživala se po stopama između 4-6%.

7. Komparirajući strukturu bilansa i njegovu (ne)dislociranost CB BiH i Hrvatske narodne banke (HNB) i Narodne banke Srbije (NBS), tek tada je vidljivo koliko je lošija naša pozicija. Naime, domaći vrijednosni papiri u ukupnoj aktivi HNB učestvuju sa 45,88%, inostranih vrijednosnih papira uopšte nema, kao ni depozita kod inostranih banaka, već su oni u funkciji domaćeg privrednog rasta. Kapital u pasivi HNB učestvuje se 9,40%. Dobit po osnovu dužničkih vrijednosnih papira u sveobuhvatnoj dobiti iznosi 68,41%. Kod NB Srbije hartije od vrijednosti učestvuju u aktivi sa 49,57%, depoziti su isključivo kod domaćih banaka (iznose 10.74%), a gotovina i računi kod banaka iznose 21,15%. Kapital NB Srbije u ukupnoj pasivi učestvuje sa 18,32%. Dakle, HOV i depoziti banaka u potpunosti su u funkciji razvoja domaće privrede.

8. Prinosi po osnovu vrijednosnih papira u CB BiH niži su od onih u HNB za 3,8 puta, odnosno za 5,1 puta od onih u NBS.

9. Devizne rezerve i depoziti nisu u funkciji privrednog rasta i zaposlenosti BiH, već Njemačke i Švicarske,

što je paradoks samo po sebi. Usto, cijena ovih (naših) sredstava za dvije najrazvijenije privrede u Evropi je svega 0,164% na godišnjem nivou, dok se naši subjekti na inostranim finansijskim tržištima zadužuju po 4-6% i uz visok i lako utrživ kolateral, što je dodatni paradoks.



■ DA LI DA UMJESTO PO SISTEMU VALUTNOG ODBORA, CENTRALNA BANKA BIH MOŽE/TREBA FUNKCIONISATI PO STANDARDNOM TRŽIŠNOM MODELU?. ARHIV M.A.A.

6. Nedostaci modela Valutnog odbora

Na osnovu naprijed izloženog, jasno je da pri funkcionisanju **CB BiH po sistemu Valutnog odbora monetarna politika ima određene nedostatke**. U dokazivanju ove tvrdnje polazi se od činjenice da je porast novčane mase u kontrolisanoj mjeri potreban za ekonomski rast. Tako, poznata **jednačina transakcione varijante kvantitativne teorije novca je**:

$$MV=TP \text{ ili } MV=YP,$$

gdje simboli znače: **V**=brzina novca u opticaju (transakciona), **P**=opšti nivo cijena, **Q**=obim proizvodnje u zemlji, izražen u tekućim cijenama (nominalnim) ili **T**=transakcije izražene u tekućim, nominalnim cijnama, **Y**=domaći bruto proizvod u nominalnom iznosu. Iz ovoga slijedi da su obim proizvodnje (Q), odnosno transakcije (T) i domaći proizvod (Y) jednaki, odnosno da je:

$$Q= MV/ P; \text{ odnosno } T=MV / P \text{ ili } Y= MV / P.$$

Proizlazi da je povećanje proizvodnje (Q) moguće povećanjem količine novca u opticaju (M) uz nepromijenjenu transakcijsku brzinu novca u opticaju i nepromijenjeni opšti nivo cijena ili povećanjem brzine opticaja (V) uz konstantno M i P.[9] S obzirom da je koeficijent V uglavnom konstantan i da ima svoju gornju granicu, slijedi da je povećanje proizvodnje, označeno sa Q ili povećanje transakcija (T) moguće povećanjem količine novca u opticaju (M) uz nepromijenjeni nivo cijena (P). **U realnoj monetarnoj politici ovo je teško ostvariti**, a da ne dođe do porasta opšteg nivoa cijena (P), odnosno inflacije. Stoga je **realnije** očekivati da će doći do porasta količine novca u opticaju (M) uz slabiji porast nivoa cijena (P). Ovim načinom dolazi se do tzv. trade-off ekspanzivne monetarne politike i ekonomskog rasta.

[9] Zaklan, D., ***Teorija i politika novca***, op. cit., str. 22-23.

Prema Kejnsu, monetarna politika može biti u funkciji privrednog rasta. S obzirom da se Kejnzijanci zalažu za diskrecionu ekonomsku politiku, po njima, **ekspanzivna monetarna politika** dovodi do smanjenja kamatne stope, porasta investicija i povećanja agregatnog dohotka. Ekspanzivna monetarna politika preko porasta investicija (I) dovodi do većeg (multiplikativnog) porasta dohotka ili domaćeg proizvoda Y, a porast dohotka dovodi do porasta štednje (S), preko porasta zaposlenosti. Usljed povećanja ponude novca, dakle, novčane mase (M1) dolazi do pada kamatnih stopa. **Prema Kejnsu, niska kamatna stopa dovešće do porasta tražnje za kreditima, uz porast investicija**. Povećanje investicija,, uz dati nivo štednje (S), dovešće do povećanja domaćeg proizvoda (Y), tako da se uspostavlja nova ravnoteža, ali na višem nivou. Ako kao rezultat precjenjene ukupne tražnje dođe do porasta cijena, Centralna banka preko komercijalnih banaka smanjuje količinu novca. Ovo smanjenje dovodi do povećanja kamatnih stopa i kao rezultat skupljeg novca, dolazi do smanjenja ukupne investicione tražnje i smanjenja cijena. S tim u vezi profesor Asim Stranjak navodi da „u periodu koji se karakteriše porastom privredne aktivnosti, zaposlenošću i povećanjem platnobilansnog deficita, normalno je očekivati da monetarna politika mora biti globalna i korektivna u smislu kočenja ekspanzije, odn. provođenja restrikcije kredita i M1, da bi se spriječio dalji porast unutrašnjih izdataka i inflacije“.[▾10]

U BiH pri postojanju Currency boarda, CB BiH može samo neznatnim dijelom uticati na ekspanzivnu monetarnu politiku preko politike **obaveznih rezervi** banaka (kada smanjuje stopu ove rezerve), ali ne i na snižavanje eskontne stope (jer je nema) i jer ne može voditi politiku otvorenog tržišta (jer ono ne postoji). S obzirom da ekspanzivna monetarna politika skoro uvijek dovodi do inflacije, **postavlja se pitanje**: da li bi bilo poželjno inflatorno finansiranje investicija u BiH i da li da umjesto po sistemu Valutnog odbora da Centralna banka BiH funkcioniše po standardnom tržišnom modelu?

[▾10] Stranjak, A.: ***Teorija i politika monetarnih finansija***, V. Masleša, Sarajevo, 1982.

7. **Uslovi za monetarnu ekspanziju kao metod finansiranja investicija**

Na osnovu iznijetog, u BiH u sadašnjoj fazi privrednog razvoja, bila bi moguća umjerena monetarna ekspanzija, kao metode finansiranja investicija, **uz nekoliko preciznih uslova**:

- da se monetarna ekspanzija usmjeri u produktivne namjene i dobro kontroliše,
- da država na sebe preuzme veliki dio programa ekonomskog rasta,
- da se taj program efikasno ostvaruje nezavisno od budžeta,
- da je država u mogućnosti da spriječi nepoželjnu alokaciju privatnih investicija,
- da se spriječi kumulativni rast cijena (uprkos inflatornom pritisku) racionisanjem potrošnje i plafoniranjem cijena ključnih proizvoda,
- da država može kontrolisati obim i strukturu uvoza, odnosno ukoliko je sposobna da provodi program razvoja pod navedenim pretpostavkama i da je u stanju da upravlja neranotežnom privredom (Galbrait), onda postoje argumenti za inflatorno finansiranje.[11] S obzirom da je upitno da li je BiH u mogućnosti da kontroliše razvoj inflatornim finansiranjem i uz navedene uslove, odnosno da upravlja neravnotežnom privredom, monetarna ekspanzija kao način razvoja BiH je upitna. Ova upitnost proizlazi iz opšte političke neodgovornosti, a ne iz (ne)mogućnosti njenog provođenja.

Deficitno finansiranje može se vršiti i putem budžetskog deficita države. Za ovo postoje **dva suprotstavljena** mišljenja. Tako **pristalice Kejnsa** smatraju da je deficitno finansiranje budžeta jedini način da se podstakne proizvodnja i pokrene ekonomski razvoj, smanji nezaposlenost. Nasuprot njima, **monetaristi** tvrde da povećanje agregatne tražnje putem povećanja budžetske potrošnje samo pokreće inflaciju, čak i u uslovima postojanja nedovoljno iskorištenih kapaciteta. O deficitnom finansiranju, odnosno o opredjeljenju da li prihvatiti stavove neokejnzijanaca ili monetarista u dizajniranju monetarne politike BiH detaljnnije je analizirano u tački o ciljevima monetarne politike BiH.

[11] Živković, A.: ***Monetarna ekomnomija***, Ekonomski fakultet, Beograd, 2019.



■ MONETARNU EKSPANZIJU POTREBNO JE USMJERI U PRODUKTIVNE NAMJENE I KONTROLISATI.
.ARHIV M.A.A.

8. **Pozitivne i negativne strane Valutnog odbora i CB tržišnog tipa**

Da bi mogli zaključiti da li je za BiH u sadašnjoj fazi razvoja bolji postojeći sistem Valutnog odbora ili Centralna banka tržišnog tipa, potrebno je navesti **pozitivne** i **negativne** strane Valutnog odbora. **Pozitivne strane Valutnog odbora, a protiv postojanja Centralne banke tržišnog tipa su slijedeće**:

- da je za BiH, kao zemlju u tranziciji, važno bilo da se uspostavi makroekonomska, i u okviru nje, monetarna stabilnost;
- zbog međusobno suprotstavljenih nepovjerenja bilo bi teško uspostaviti Centralnu banku koja bi vodila "diskrecionu" monetarno-kreditnu politiku;
- u BiH teško bi se moglo održati "diskreciono" djelovanje CB, a da ne dođe do deficitnog finansiranja zbog visokih zahtjeva za povećanim budžetskim rashodima.

Pozitivne strane postojanja CB tržišnog tipa, a negativne strane Valutnog odbora su:

- BiH nema adekvatnu monetarnu politiku, što uz nedovoljno razvijenu poresku politiku, redukuje moć domaće makroekonomske politike;
- u BiH nema mogućnosti čak ni kratkoročnog inflatornog razvoja i smanjenja nezaposlenosti deficitnim finansiranjem budžeta, ni putem prodaje državnih vrijednosnih papira (VP), nema mogućnosti uticaja Centralne banke na kreiranje kamatnih stopa (nema eskontne politike) i nema politike otvorenog tržišta;
- u BiH je 100% pokriće u deviznim rezervama, koje su dislocirane van Zemlje, što lišava domaću privredu realnih resursa koji joj mogu biti na raspolaganju. Suvišne rezerve predstavljaju oportunitetni trošak;
- devizne rezerve CB BiH prodaju se isključivo na inostranom finansijskom tržištu uz vrlo nisku kamatnu stopu, a ne za podsticaj razvoja domaće privrede;

• Valutni odbor obezbjeđuje stabilnost domaće valute u odnosu na valutno sidro, ali to nema očekivanog uticaja na željeni privredni rast, između ostalog, jer je domaća privreda lišena mogućnosti da koristi rezerve CB uz vrlo povoljne uslove, pod kakvim ih koriste inostrani subjekti (po kamatnoj stopi od 0,164% na godišnjem nivou).

Pozitivne strane postojanja CB tržišnog tipa, a negativne strane Valutnog odbora su:

• postojanje Valutnog odbora u periodu nakon rata i u fazi obnove, uz sve njegove nedostatke, bilo prihvatljivo za BiH, jer bez postojanja Valutnog odbora ne bi se mogao uspostaviti makroekonomski sistem sa monetarnom stabilnošću;
• na nivou Države bio je ograničen pravni instrumentarij u kreiranju i provođenju ekonomske politike. U uslovima međusobnog nepovjerenja i konsezualnog načina donošenja odluka i visoke neproduktivne javne potrošnje u odnosu na BDP (oko 50% od vrijednosti BDP), visoke stope nezaposlenosti (oko 50%%) i pokrivenosti uvoza izvozom cca 2/3, ne bi se mogla voditi adekvatna diskreciona monetarna politika. U ovakvim uslovima politika emisije novca bila bi problem, jer "**društveno-ekonomski aspekti emisije novca postavljaju pitanje onih društvenih snaga i subjekata koji vladaju emisijom novca, njenim nivoom i strukturom**" (Zaklan). Prema dosadašnjem rastu javne potrošnje u odnosu na BDP, procjenjujemo da bi monetarna politika bila ekspanzivna, a rezultirala bi visokom inflacijom i monetarnom nestabilnošću.

Nastavak u sljedećem broju!



U NASTAVKU OVE STUDIJE POTRAŽIĆE SE ODGOVOR NA PITANJE: KAKO KREIRATI I IMPLEMENTIRATI MONETARNU POLITIKU CB BIH DA ONA BUDE U FUNKCIJI MONETARNE STABILNOSTI I STABILNO RASTUĆEG PRIVREDNOG RAZVOJA BIH? ARHIV M.A.A.