

**UNIVERZITET ZA POSLOVNI INŽENJERING I MENADŽMENT BANJA LUKA**

**EKONOMSKI FAKULTET**

**Diplomski rad**

**SUŠTINA MONETARNE POLITIKE SA OSVRTOM NA OBAVEZNU  
REZERVU CENTRALNE BANKE BIH**

**Mentor: Doc.dr Milorad Pušara**

**BANJA LUKA, OKTOBAR 2015.**

**NADA RAILIĆ**

## **S A Ž E T A K**

Monetarna politika predstavlja veoma važan segment ekonomske politike koja treba da, preko svojih instrumenata, reguliše količinu novca u opticaju i obezbijedi njihovo pozitivno djelovanje na ukupna realna privredna kretanja. Ovaj diplomski rad govoriće o suštini monetarne politike sa osvrtom na obaveznu rezervu Centralne banke Bosne i Hercegovine. Nakon uvodnog dijela drugi dio diplomskog rada upoznaće nas sa samim pojmom i suštinom monetarne politike, gdje će se takođe govoriti o ciljevima indikatorima i efikasnosti monetarne politike. Treći dio rada biće posvećen monetarnom regulisanju, u okviru čega će se govoriti i o instrumentima monetarne politike BiH i Evropske monetarne unije. Četvrti dio rada je fokusiran na osnovne karakteristike i djelovanja obaveznih rezervi. Peti dio diplomskog rada će istaći najznačajnije o obaveznoj rezervi CBBiH, gdje će biti prikazan bilten obaveznih rezervi za prethodnu godinu, koji će se prikazati po kvartalima.

Ključne riječi: monetarna politika, instrumenti monetarne politike, monetarno regulisanje, obavezne rezerve, Centralna banka Bosne i Hercegovine.

## **A B S T R A C T**

Monetary policy is a very important part of economic policy, which should, through their instruments, regulating the money supply and ensure their positive effects on overall real economic trends. This thesis will talk about the essence of monetary policy with reference to the reserve requirements of the Central Bank of Bosnia and Herzegovina. Subsequently the second part of thesis will introduce us to the very concept and essence of monetary policy, which will also talk about the goals and indicators of effectiveness of monetary policy. The third part of the work will be devoted to monetary regulation, under which he will talk about the instruments of monetary policy of Bosnia and Herzegovina and the European Monetary Union. The fourth part of the work is focused on the basic characteristics and actions required reserves. The fifth part of the diploma paper will highlight the most important on mandatory reserves portfolio, where it will be shown bulletin of mandatory reserves for the previous year, which will be presented on a quarterly basis.

Keywords: monetary policy, monetary policy instruments, monetary regulation, mandatory reserves, the Central Bank of Bosnia and Herzegovina.

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD.....</b>	<b>1</b>
<b>2. POJAM I SUŠTINA MONETARNE POLITIKE .....</b>	<b>3</b>
2.1. Zadaci monetarne politike .....	3
2.2. Ciljevi monetarne politike .....	5
2.2.1. <i>Dugoročni ili strateški ciljevi monetarne politike</i> .....	5
2.2.2. <i>Kratkoročni ili taktički ciljevi monetarne politike</i> .....	6
2.3. Problem sprovođenja monetarne politike.....	6
2.4. Monetarni indikatori.....	9
2.5. Vremensko kašnjenje u djelovanju mjera monetarne politike .....	10
2.6. Efikasnost monetarne politike .....	13
2.7. Monetarna politika Bosne i Hercegovine.....	14
<b>3. MONETARNO REGULISANJE .....</b>	<b>16</b>
3.1. Instrumenti monetarnog regulisanja.....	16
3.1.1. <i>Osnovni instrumenti monetarnog regulisanja</i> .....	18
3.2. Administrativne mjere monetarnog regulisanja .....	19
3.3. Novi pristup monetarnom regulisanju.....	21
3.4. Izbor instrumentarijuma monetarnog regulisanja .....	22
3.5. Instrumenti monetarne politike Bosne i Hercegovine.....	24
3.6. Instrumenti monetarne politike Evropske monetarne unije .....	26
<b>4. OSNOVNE KARAKTERISTIKE I DJELOVANJA OBAVEZNE REZERVE... 30</b>	
4.1. Regulisanje obaveznih rezervi banaka .....	31
4.2. Osnovica za obračun obavezne rezerve .....	32
4.3. Struktura stopa obaveznih rezervi .....	34
4.4. Formiranje kamatnih stopa na obavezne rezerve .....	35
4.5. Ravnoteža i prosječna stopa obavezne rezerve .....	37
<b>5. OBAVEZNA REZERVA CENTRALNE BANKE BOSNE I HERCEGOVINE . 40</b>	
5.1. Obavezna rezerva CBBiH kao instrument monetarne politike .....	40

5.3. Bilten obaveznih rezervi za drugi kvartal 2014. godine.....	44
5.4. Bilten obaveznih rezervi za treći kvartal 2014. godine.....	46
5.5. Bilten obaveznih rezervi za četvrti kvartal 2014. godine.....	48
<b>ZAKLJUČAK .....</b>	<b>51</b>
<b>LITERATURA.....</b>	<b>53</b>

## **SADRŽAJ GRAFIKONA**

Grafikon 5.1. Osnovice za obračun obavezne rezerve i implicitna stopa OR .....	41
Grafikon 5.2. Valutna struktura osnovice za obračun OR po tromjesječjima .....	42
Grafikon 5.3. Sredstva izuzeta iz osnovice za obračun obavezne rezerve i prijevremeno vraćena sredstva ( stanje na kraju perioda ) .....	42
Grafikon 5.4. Odstupanje od prosječnog stanja na računu rezervi .....	43
Grafikon 5.5. Osnovica za obračun obavezne rezerve i implicitna stopa OR .....	44
Grafikon 5.6. Sredstva izuzeta iz osnovice za obračun obavezne rezerve i prijevremeno vraćena sredstva ( stanje na kraju perioda ) .....	45
Grafikon 5.7. Odstupanje od prosječnog stanja na računu rezervi .....	45
Grafikon 5.8. Osnovica za obračun obavezne rezerve i implicitna stopa OR .....	46
Grafikon 5.9. Sredstva izuzeta iz osnovice za obračun obavezne rezerve i prijevremeno vraćena sredstva ( stanje na kraju perioda ) .....	47
Grafikon 5.10. Odstupanja od prosječnog stanja na računu rezervi .....	48
Grafikon 5.11. Osnovica za obračun obavezne rezerve i implicitna stopa OR .....	49
Grafikon 5.12. Stepen novopozajmljenih sredstava u toku 2014. Prema ugovorenom roku dospjeća .....	49
Grafikon 5.13. Depoziti vlada za razvojne projekte .....	50

## 1.UVOD

U cilju da ovaj diplomski rad pruži što potpuniju sliku o zadanoj temi, nastojaću da u toku rada istaknem najznačajnije i objasnim suštinu teme koja nosi naziv: Suština monetarne politike sa osvrtom na obavezu rezeru centralne banke Bosne i Hercegovine.

Cilj rada je da se objasni, prije svega, šta je monetarna politika, koji su njeni ciljevi i efikasnost. Zatim pojam, značaj i vrste instrumenata monetarnog regulisanja da bi se došlo do najvažnijeg instrumenta, obaveznih rezervi banaka, koji je bitan za samu temu diplomskog rada.

Predviđene metode za proučavanje teme ovog diplomskog rada su: analitičke metode, priprema diplomskog rada i mentorski konsultantski razgovori. Ograničenja se odnose na tačnost podataka koji su prikupljeni pri izradi diplomskog rada. Kao izvor podataka se koriste zvanične web stranice i potrebna literatura na ime zadane teme.

U uvodnom dijelu diplomskog rada ću navesti neke glavne i osnovne definicije koje će biti prožete kroz cijeli rad, a odnose se na monetarnu politiku i obavezu rezervu banaka.

Monetarna politika predstavlja jedan od instrumenata koje ekonomska politika koristi u ostvarivanju potavljenih ciljeva pune zaposlenosti, privrednog rasta i razvoja i stabilnosti cijena. Stoga su ciljevi ekonomske politike istovremeno i ciljevi monetarne politike. Monetarna politika predstavlja proces upravljanja instrumentima monetarnog regulisanja koji treba da obezbijede zadovoljavajući nivo novčane mase u skladu sa postavljenim ciljevima ekonomske politike. Sprovedenje monetarne politike vrši centralna banka. Centralna banka, kao centralna monetarna institucija, koristi više instrumenata monetarnog regulisanja, kao što su: operacije na deviznom tržištu, operacije na otvorenom tržištu, stopa obaveznih rezervi, eskontna stopa.

Monetarna politika Bosne i Hercegovine u svoj centar interesovanja stavlja novac kao instrument kupovne moći, obezbjeđuje novčanu stabilnost putem nadgledanja novčane pasive, te ostvaruje uticaj domaćeg novca u opticaju na makroekonomsku stabilnost. Centralna banka ne može kreditirati državu radi pokrića budžetskog deficita niti može obavljati funkcije kreditora poslednje instance jer ne može odobravati kredite komercijalnim bankama za likvidnost niti neku drugu namjenu.

Sumirajući sve navedeno, na raspolaganju CB BiH od instrumenata monetarne politike je obavezna rezerva. Zabranjeno joj je obavljanje operacija na otvorenom tržištu, budući da ne odobrava kredite ona ne određuje ni diskontnu stopu niti na bilo koji način utiče na nivo kamatnih stopa u ekonomiji.

Obavezne rezerve predstavljaju dio finansijskog potencijala koje su poslovne banke dužne da izdvajaju na račun centralne banke. Vrlo jednostavno može da se kaže da je

aktiva poslovnih banaka sastavljena iz dva dijela: kreditnih plasmana i obaveznih rezervi, od kojih se jedan dio (obavezne rezerve) nalazi pod direktnom kontrolom centralne banke, a drugi se dio (kreditni plasmani) formira na bazi diskrecionih odluka poslovne banke i taj dio centralna banka neposredno ne kontroliše.

Centralna banka izmjenama visine obaveznih rezervi može da vrši monetarno regulisanje. Promjenama obaveznih rezervi ne dolazi do mijenjanja kvantuma primarnog novca. Kao instrument monetarnog regulisanja obavezne rezerve imaju dvije osnovne funkcije: tekuće regulisanje likvidnosti makrosistema, odnosno centralna banka izmjenama obaveznih rezervi reguliše kreditni potencijal poslovnih banaka i preko toga likvidnost makrosistema u cjelini, dok se druga funkcija sastoji u regulisanju, od strane centralne banke, monetarne i kreditne multiplikacije. Smanjenje obaveznih rezervi, od strane centralne banke, dovodi do povećanja bankarskih kredita i količine novca u opticaju. Centralna banka može da vrši monetarno regulisanje preko instrumenata obaveznih rezervi samo mijenjajući osnovicu za obračun obaveznih rezervi ili samo mijenjajući visinu stope obaveznih rezervi.

## **2. POJAM I SUŠTINA MONETARNE POLITIKE**

Monetarna politika predstavlja veoma važan segment ekonomske politike koja treba da, preko svojih instrumenata, reguliše količinu novca u opticaju (te obim i strukturu kredita) i obezbijedi njihovo pozitivno djelovanje na ukupna realna privredna kretanja.

Kada se govori o značaju monetarne politike, i uopšte novca, za normalno odvijanje tokova realne privredne aktivnosti, odnosno procesa društvene reprodukcije, sve više se izbjegavaju ekstremni teorijski stavovi koji tvrde da “novac nije važan”. Danas se uglavnom zastupa jedan „izbalansirani” teorijski stav po kome je značaj monetarne politike (i uopšte monetarnih varijabli) veoma naglašen, ali ne i presudan, za normalno odvijanje tokova privredne aktivnosti. Drugim riječima, sada se najčešće ističe teorijski stav da “realni ekonomski faktori primarno određuju formiranje performansi date ekonomije (stopa rasta proizvodnje, stopa nezaposlenosti, stopa inflacije, suficit ili deficit u platnom bilansu itd.), ali da monetarne varijable igraju značajnu povratnu ulogu u formiranju performansi ekonomije.”

Pozitivno djelovanje na ukupna realna privredna kretanja monetarna politika može da ostvari ukoliko ona bude adekvatno vođena i sinhronizovana sa drugim segmentima ekonomske politike. Adekvatno vođenje monetarne politike podrazumjeva da se primjenjuju efikasni instrumenti monetarnog regulisanja, te da preduzete mjere budu blagovremene imajući u vidu odgođeno djelovanje odnosno vremensko kašnjenje u djelovanju mjera monetarne politike. Zbog toga monetarna politika mora biti dovoljno fleksibilna kako bi mogla da brzo reaguje na nastale poremećaje (bilo monetarnog ili nemonetarnog karaktera). Što se tiče sinhronizovanog djelovanja monetarne i drugih segmenata ekonomske politike (fiskalne, devizne, spoljnotrgovinske itd.) od naročitog značaja je dobra usaglašenost mjera monetarne i fiskalne politike.

### **2.1. Zadaci monetarne politike**

Pred monetarnom politikom se kao glavni zadatak postavlja regulisanje potrebne količine novca preko njegovog kreiranja i povlačenja, kako bi se stvorili optimalni monetarni uslovi za nesmetano odvijanje procesa društvene reprodukcije. To znači da monetarna politika treba da obezbijedi da se u privredi ne pojavljuje pretjerana ali i nedovoljna količina novca u opticaju. Jer i u slučaju pretjerane kao i nedovoljne količine novca u opticaju dolazi do negativnih efekata na odvijanje procesa društvene reprodukcije.

Tako bi se osnovni zadatak monetarne politike mogao definisati kao potreba da se obezbijedi optimalna količina novca u opticaju (optimalna novčana masa) koja je

neophodna za nesmetano odvijanje procesa društvene reprodukcije.<sup>1</sup> Drugim riječima, optimalna novčana masa treba da obezbijedi nesmetano odvijanje procesa društvene reprodukcije bez ikakvih poremećaja (negativnih uticaja) izazvanih monetarnim faktorima. Kada se govori o optimalnoj novčanoj masi, neophodnoj za nesmetano odvijanje ukupnog procesa društvene reprodukcije ima se u vidu, ne samo ukupan volumen novčane mase nego, i njenu adekvatnu sektorsku strukturu, odnosno optimalan sektorski (privreda, država, stanovništvo) raspored novčane mase.

Optimalna novčana masa je veoma promjenljiva varijabla koja je rezultat autonomnog ponašanja veoma velikog broja faktora i subjekata, kako iz monetarnog tako i iz realnog sektora društvene reprodukcije. Zbog toga ne postoje mehanizmi za automatsko regulisanje novčane mase i njeno dovođenje na optimalni nivo, niti je moguće naći univerzalnu formulu kojom se može u svakom trenutku izračunati optimalna novčana masa.

Teorijski se može reći da je u datom trenutku optimalna novčana masa, odnosno potrebna količina novca u opticaju, determinisana sa dva kompleksna faktora:

- visinom normalnog dohotka ili ukupnih transakcija i
- brzinom optičaja novca.

Sa porastom nominalnog dohotka ili ukupnih transakcija raste i potrebna količina novca u opticaju, dok se ona smanjuje sa povećanjem brzine optičaja novca. Može se reći da među ekonomistima postoji preovlađujući stav da je regulisanje potrebne količine novca u opticaju osnovni zadatak koji se postavlja pred monetarnu politiku. Međutim, u literaturi se često ističu i drugi zadaci monetarne politike. Najčešće su zadaci monetarne politike svode na :

1. Kvantitativni zadatak (regulisanje potrebe količine novca u opticaju),
2. Kvalitativni ili selektivni zadatak (usmjeravanje emisije novca određenim korisnicima preko selektivnih kredita, kreditiranja države i drugih neposrednih korisnika).

Ali i tada se ističe da je osnovni zadatak monetarne politike kvantitativni, odnosno regulisanje potrebe količine novca u opticaju. U ekonomskoj literaturi mnogi autori smatraju da monetarna politika nije u stanju da istovremeno uspješno ostvaruje oba zadatka, te da tom slučaju u praksi često dolazi do tenzija i konflikta između

---

<sup>1</sup> Jovan B. Dušanić, Nikola J. Špirić, Monetarne i javne finansije, Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2009., str. 121



kvantitativnih i kvalitativnih zadataka koji se najčešće razrješavaju na štetu prvog. Zbog toga, oni smatraju da selektivne zadatke treba rješavati mjerama drugih segmenata ekonomske politike, a monetarnoj politici ostaviti kvantitativni zadatak, odnosno regulisanje potrebe količine novca u opticaju.

## **2.2. Ciljevi monetarne politike**

Polazeći od činjenice da monetarna politika predstavlja samo jedan od segmenata ukupne ekonomske politike, u literaturi se mogu susresti mišljenja da ciljevi ukupne ekonomske politike predstavljaju i istovremeno i krajnje ciljeve monetarne politike. Osvrćući se na ovakva gledišta treba ipak naglasiti da svaki segment ukupne ekonomske politike, pa i monetarna politika, ima i svoje specifične ciljeve, te da su svi oni zajedno u funkciji ostvarivanja krajnjih ciljeva opšte ekonomske politike. Adekvatno vođenje, odnosno racionalno i efikasno korišćenje monetarne politike treba da doprinese ostvarenju postavljenih ciljeva monetarne politike, ali će ona u isto vrijeme da pozitivno utiče i na ostvarivanje krajnjih ciljeva opšte ekonomske politike.

Osnovni ciljevi monetarne politike mogu biti:

- a) dugoročni ili strateški,
- b) kratkoročni ili taktički, odnosno korektivni.

### ***2.2.1. Dugoročni ili strateški ciljevi monetarne politike<sup>2</sup>***

Dugoročni ili strateški ciljevi monetarne politike su usmjereni na ostvarivanje dvije grupe ciljeva, i to :

1. razvojni ciljevi u okviru kojih se (i) mjerama monetarne politike želi uticati na:
  - ostvarivanje optimalne stope privrednog rasta,
  - ostvarivanje optimalne stope zaposlenosti.
2. stabilizacioni ciljevi, čijim ostvarivanjem želi da postigne:
  - stabilnost unutrašnje vrijednosti novca (stabilnost domaćih cijena),

---

<sup>2</sup> Jovan B. Dušanić, Novac, Zadužbina Andrejević, Beograd, 2001., str. 84

- stabilnost spoljne vrijednosti novca (stabilnost deviznog kursa) vezana za uravnoteženje platnog bilansa i spoljnih finansija uopšte.

Mada se u ekonomskoj literaturi sreću stavovi po kojima su stabilizacioni ciljevi monetarne politike primarni, a razvojni sekundarni, ipak sve više autora razvojne i stabilizacione ciljeve monetarne politike tretira ravnopravno.

Između navedenih pojedinih osnovnih ciljeva monetarne politike postoji određen stepen protivrječnosti tako da je veoma teško njihovo istovremeno potpuno ostvarenje. Ovo iz razloga što pri sprovođenju monetarne politike često dolazi do suprotnih efekata njenog djelovanja. Tako na primjer ekspanzivna monetarna politika ima u principu pozitivne efektne na razvojne, a negativne na stabilizacione ciljeve. Sa druge strane, restriktivna monetarna politika imaće sasvim suprotne efekte (pozitivno će djelovati na stabilnost unutrašnje i spoljne vrijednosti novca, a negativno na stopu privrednog rasta i zaposlenost). Zbog toga je za ostvarivanje dugoročnih ciljeva monetarne politike potrebno ne samo da ona bude racionalno i efikasno vođena nego da istovremeno bude adekvatno praćena i drugim mjerama ekonomske politike (fiskalna, spoljnotrgovinska, devizna politika, politika cijena itd.). Pogotovo ako se ima u vidu da navedeni dugoročni ciljevi ne spadaju samo u domen monetarne nego i drugih segmenata opšte ekonomske politike.

### ***2.2.2. Kratkoročni ili taktički ciljevi monetarne politike***

Kratkoročni ili taktički ciljevi su u funkciji ostvarivanja dugoročnih ciljeva monetarne politike. Kao što i sam njihov naziv kaže oni treba da se realizuju u kraćem vremenskom periodu (obično se postavljaju u toku jedne godine) i imaju korektivan karakter, odnosno njihovim ostvarivanjem treba da se izvrše određene korekcije u okviru dugoročnih ciljeva monetarne politike. Često se u literaturi za ove ciljeve kaže da predstavljaju taktičku konkretizaciju strateške orijentacije dugoročne monetarne politike.

### **2.3. Problem sprovođenja monetarne politike**

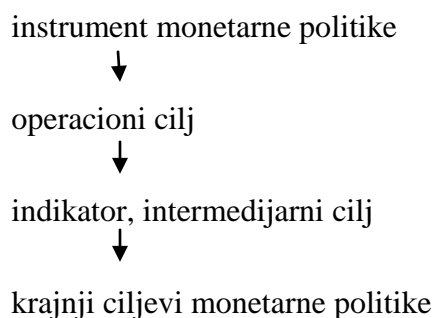
Sprovođenje monetarne politike bi mnogo bilo olakšano za njene nosioce ukoliko bi postojala potpuna informacija o djelovanju transmissionog mehanizma monetarnih procesa, a time i o stvarnom odnosu između instrumenata monetarne politike, finansijskih i realnih varijabli. U tom slučaju nosiocima monetarne politike preostalo bi da što bolje ispune zadatak u pogledu rukovanja raspoloživim instrumentima monetarnog regulisanja,

tako da to rezultira u poznatim željenim efektima na nivo i veličinu promjene krajnjih ciljeva monetarne politike (kretanje inflacije, zaposlenosti, proizvodnje, itd.).

U procesu formulisanja i sprovođenja, monetarna politika je obilježena daleko većim nedostatkom informacija nego većina drugih ekonomskih politika. Kod drugih ekonomskih politika, kao što su fiskalna politika ili politika deviznog kursa, moguće je sa relativno dobrom preciznošću procijeniti uticaj koji promjena nekog od instrumenata politike izaziva kod varijable krajnjeg makroekonomskog cilja. Na primjer, promjena stope poreza na dohodak djeluje na ličnu potrošnju, a promjena deviznog kursa ima uticaj na kretanje uvoza i izvoza, i to na jedan približno predvidljiv način.

Kod monetarne politike nije poznato koliko će uticaj imati promjena diskontne stope centralne banke ili promjena stope obavezne rezerve banaka na stopu inflacije, zaposlenost ili neku drugu varijablu krajnjeg cilja te politike, kao ni to kada će se taj uticaj (tj. sa kolikim protokom vremena) ispoljiti. Razlog ovome nalazi se u činjenici što se ne posjeduje potpuna informacija o međusobnim vezama monetarnog sektora jedne privrede i njenog realnog sektora. Empirijska iskustva i prenošenju monetarnih impulsa na realne varijable i o povratnim (feedback) efektima od realnog prema monetarnom sektoru privrede su još uvijek nezadovoljavajuća.

Da bi se smanjio inflacioni “gap” kod lančanog spoja koji povezuje instrumente monetarnog regulisanja i varijable makroekonomskog cilja, centralne banke su pribjegle jednom pragmatičnom postupku. Suština tog postupka sastoji se u uvođenju određenih posrednih (intermedijalnih) varijabli – tzv. ciljnih monetarnih varijabli – koje mogu da pruže neophodnu informaciju za sprovođenje monetarne politike. Pristup na bazi indikatorsko-operacionog cilja može se prikazati na sljedeći način <sup>3</sup>:



Samo jedan korak iza instrumenata monetarne politike, duž spektra ekonomskih varijabli koji se završava varijablama “krajnjih ciljeva”, nalaze se “operativni ciljevi” monetarne politike. Mogući operativni ciljevi obuhvataju takve monetarne varijable kao

---

<sup>3</sup> Aleksandar Živković, Gradimir Kožetinac, Monetarna ekonomija, Ekonomski fakultet u Beogradu 2009., str. 292

što su pojedini oblici kratkoročnih kamatnih stopa na tržištu novca ili monetarna baza u različitim definicijama. U razvijenim industrijskim zemljama (posebno SAD) najčešće se koriste slijedeće varijable: kamatna stopa na federalna sredstva, višak rezervi likvidnih sredstava banaka, zaduženje banaka za likvidnost kod centralne banke i slobodne rezerve banaka .

Izbor operacionog cilja u praksi presudno zavisi od prihvaćene interpretacije transmissionog mehanizma monetarnih procesa u konkretnim uslovima jedne privrede. Zastupnici kejnzijanske koncepcije monetarne politike radije se opredjeljuju za uslove novčanog tržišta (za karakteristične kamatne stope na tržištu novca, slobodne rezerve likvidnih sredstava poslovnih banaka, itd.). Pristalice monetarističke koncepcije monetarne politike prije se odlučuju za korišćenje monetarne baze kao operacionog cilja. To se uklapa u gledište monetarista prema kojem monetarna baza posjeduje dvije bitne odlike: Prvo, može se veoma uspješno kontrolisati od strane centralne banke i, drugo, između ove varijable i brojnih monetarnih agregata koji su izabrani za ulogu intermedijalnog cilja monetarne politike postoji relativno čvrsta i predaktibilna veza.

Dakle, operacioni cilj je monetarna varijabla koju centralna banka može da kontroliše sa prilično visokim stepenom preciznosti kroz svoje dnevne operacije sa odgovarajućim instrumentima monetarnog regulisanja. Operacioni cilj trebalo bi da zadovolji sljedeća tri kriterijuma: Prvo, da je centralna banka sposobna da tačno procijeni veličinu ovog cilja za veoma kratke vremenske intervale (optimalne bi bile procjena na dnevnoj osnovi). Ispunjenje tog zahtjeva pruža mogućnost nosiocima monetarne politike da sagledaju da li se uticaj njihovih monetarnih akcija prostire u pravom smjeru koji znači postizanje željenih efekata u pogledu krajnjih ciljeva monetarne politike; Zatim, da je centralna banka u stanju da kontroliše operacioni cilj rukujući instrumentima monetarne politike na odgovarajući način i, na kraju, neophodno je da promjene u veličini operacionog cilja imaju odlučujući uticaj na promjenu izabranog intermedijalnog cilja.

Između instrumenata monetarne politike i izabranog posrednog cilja ne postoji direktna i jasna veza, čime se otvara pitanje mogućnosti efikasnog upravljanja varijablom koja je u ulozi intermedijarnog cilja monetarne politike. Naime, kada centralna banka aktivira određeni instrument monetarne politike, sasvim je moguće da za vrijeme njegovog djelovanja drugi ekonomski faktori utiču na intermedijarnu varijablu.<sup>4</sup> U tom slučaju, promjena koju ova dva varijabla pretrpi neće dati valjanu informaciju o stvarnom uticaju preduzetne monetarne akcije i, u krajnjem rezultatu, da dovede do pogrešnog procjenjivanja tekuće monetarne politike. Uvođenje operacionih ciljeva ima zadatak

---

<sup>4</sup> Nataša Simić, Monetarne javne finansije, Megatrend, Beograd, 2002., str. 94.

upravo da otkloni takvu mogućnost i da doprinese uspješnijem sprovođenju monetarne politike.

## **2.4. Monetarni indikatori**

Pišući o ciljevima monetarne politike, naglašeno je da adekvatno vođenje, odnosno racionalno i efikasno korištenje monetarne politike treba da doprinese ostvarivanju postavljenih krajnjih ciljeva monetarne politike. Međutim, to nije lako da se realizuje jer je transformacioni mehanizam monetarnih procesa, odnosno proces od preduzetih monetarnih mjera do njihovog dejstva na krajnje ciljeve, dosta komplikovan i vremenski relativno dugo traje. Pored toga, ne postoje u svakom momentu sve neophodne informacije o djelovanju transmisionog mehanizma monetarnih procesa, a i o korelaciji između preduzetih mjera monetarne politike i krajnjih ciljeva monetarne politike koji se tim mjerama žele ostvariti.

Upravo složenost transmisionog mehanizma monetarnih procesa i nepostojanja potpune informacije o njegovom djelovanju razlog su što monetarna politika nije u stanju da raznim monetarnim mjerama, u okviru raspoloživih instrumenata monetarnog regulisanja, direktno i neposredno djeluje na ostvarivanje postavljenih krajnjih ciljeva nego je prisiljena da koristi posredne (indirektne) ciljeve ili takozvane monetarne indikatore.

Monetarni indikatori treba da pruže blagovremene i neophodne informacije potrebne za vođenje efikasne monetarne politike i ostvarivanje njenih krajnjih ciljeva. Njima se prati i ocjenjuje efikasnost monetarne politike i oni ukazuju u kom pravcu treba usmjeriti mjere monetarne politike.

Monetarni indikatori ili indirektni cilj monetarne politike su ekonomske varijable koje se kontrolišu od strane centralne banke jer se smatra da su one konzistentne sa krajnjim ciljevima monetarne politike. Iz svega ovoga se može izvući zaključak da postoje dva osnovna razloga za korišćenje monetarnih indikatora, odnosno indirektnim ciljeva monetarne politike. Prvi razlog leži u činjenici da je veoma teško (može se čak reći nemoguće) u potpunosti shvatiti svu složenost transformacionog mehanizma monetarnih procesa, odnosno dovoljno razumjeti sve međuzavisnosti među ekonomskim varijablama kako bi se instrumenti monetarne politike mogli direktno (neposredno) usmjeriti prema krajnjim ciljevima.

Međutim, i kada bi se u potpunosti shvatila sva složenost transformacionog mehanizma monetarnih promjena, obično ne postoji dovoljno dostupnih informacija o djelovanju ovih mehanizama na bazi kojih se mogu donijeti najbolje moguće odluke o tome kako neposredno postići krajnje ciljeve monetarne politike. To je drugi razlog zbog

čega je neophodno koristiti monetarne indikatore, odnosno indirektno ciljeve monetarne politike.

Na postavljeno pitanje kako se određuju monetarni indikatori koji se kontrolišu, odnosno kako se vrši odabir određenih ekonomskih varijabli čije praćenje pomaže da se postignu krajnji ciljevi monetarne politike. Kao osnovni kriterijum za to najčešće se uzimaju:

- Prvi kriterijum je konzistentnost sa krajnjim ciljevima monetarne politike, odnosno potrebno je da se ostvarivanjem indirektnog cilja istovremeno pomaže postizanju i krajnjeg cilja monetarne politike;
- Drugi kriterijum jeste mjerljivost, odnosno odabrana varijabla može se sa lakoćom i precizno mjeriti;
- Kao treći kriterijum se uzima pravovremenost, odnosno postojanje skoro svakodnevnih ažurnih podataka o izabranom indikatoru;
- Četvrti kriterijum jeste mogućnost da se mjerama monetarne politike može uticati na kretanje odabrane ekonomske varijable, odnosno monetarnog indikatora.

U praksi postoji veliki broj ekonomskih varijabli koje se uzimaju za monetarne indikatore. Svaki od njih treba u većoj ili manjoj mjeri da zadovoljava postavljene kriterijume. Tako se kao monetarni indikatori mogu koristiti ekonomske varijable o realnim privrednim kretanjima (na primjer nominalni društveni proizvod), monetarnim agregatima (na primjer, količina novca u opticaju), kao i druge finansijske varijable (na primjer, kamatna stopa).

## **2.5.Vremensko kašnjenje u djelovanju mjera monetarne politike**

Problemi u vođenju monetarne politike postoje ne samo zbog nemogućnosti da se u potpunosti razumije transformacioni mehanizam monetarnih procesa nego i u vremenski relativno dugom trajanju tog procesa, odnosno u vremenskom kašnjenju djelovanja mjera monetarne politike ili odgođenim efektima monetarne politike. Jer od momenta kada se preduzmu, ili tačnije rečeno od momenta kada je potrebno preduzeti određene mjere monetarne politike pa do njihovog potpunog djelovanja na krajnji cilj potrebno je da prođe određeno vrijeme.

Vremensko kašnjenje u djelovanju mjera monetarne politike u literaturi se na različite načine definiše i klasifikuje. U suštini možemo da izdvojimo sledeće oblike kašnjenja:<sup>5</sup>

- Vremensko kašnjenje od momenta kada nastane potreba da se preduzmu određene mjere monetarne politike pa do momenta kada se to prepozna i konstatuje neophodnost monetarne intervencije. To možemo nazvati kašnjenjem u dijagnozi ili kašnjenjem prepoznavanja. Ovo kašnjenje kod monetarne politike u prosjeku traje oko 3-4 meseca;
- Vremensko kašnjenje od momenta kada se konstatuje neophodnost monetarne intervencije pa do momenta preduzimanja određenih mjera monetarne politike. To može da se nazove kašnjenjem akcije ili kašnjenjem odlučivanja. Ovo kašnjenje kod monetarne politike po pravilu je veoma kratko i može da traje samo nekoliko dana. To mnogi ističu kao značajnu prednost monetarne u odnosu na druge ekonomske politike,
- Vremensko kašnjenje od momenta kada se preduzmu određene mjere monetarne politike pa do momenta njihovog dejstva na krajnje ciljeve te politike. To možemo nazvati vremenskim kašnjenjem u djelovanju mjera monetarne politike u užem smislu ili kašnjenje djelovanja. Upravo ovo kašnjenje kod monetarne politike dosta dugo traje i u prosjeku iznosi 12-18 meseci. Zbog toga se ovom obliku vremenskog kašnjenja u djelovanju mjera monetarne politike u literaturi posvjećuje i najveća pažnja.

Treba se naglasiti da vremensko kašnjenje postoji i u djelovanju ostalih ostalih segmenata ekonomske politike, ali ono nije istog trajanja, odnosno kraće je ili duže kako po pojedinim oblicima tako i u cjelini. Na primjer, kod fiskalne politike kašnjenje u dijagnozi ima slično trajanje, dok je kašnjenje akcije znatno duže, a kašnjenje djelovanja znatno kraće u odnosu na monetarnu politiku. Kašnjenje akcije kod fiskalne politike duže je zbog relativno dugog perioda usaglašavanja i donošenja zakona potrebnih za preduzimanje fiskalnih mjera, dok je kašnjenje djelovanja kod monetarne politike duže zbog složenosti njenog transformacionog mehanizma.<sup>6</sup> Drugim riječima, fiskalna politika je mnogo rigidnija i sporo se mijenja za razliku od monetarne koja je elastičnija i može relativno brzo da se mijenja, ali i fiskalna, u odnosu na monetarnu politiku znatno brže ispoljava efekte na realni sektor privrede.

---

<sup>5</sup> Jovan B. Dušanić, Novac, Zadužbina Andrejević, Beograd, 2001., str. 88

<sup>6</sup> Slobodan Kozomec, Žarko Ristić, Monetarne i javne finansije: menadžment monetarne i javne ekonomije, Čigoja štampa, Beograd, 1999., str. 364

Kada se govori o vremenskom kašnjenju u djelovanju mjera monetarne politike mora se imati u vidu da ono, pored toga što djeluje poslije određenog vremena, djeluje i neravnomjerno, odnosno da postoji takozvani fenomen raspoređenog kašnjenja u vremenu. Naime, vremensko kašnjenje u djelovanju monetarne politike ne znači da do odloženog dejstva dolazi samo poslije određenog vremena i da to onda traje u određenom relativno kratkom vremenskom periodu. Efekti preduzetih mjera monetarne politike počinju skoro istog momenta da djeluju ali slabim intezitetom da bi se postepeno taj intezitet povećavao sve do najvećeg dejstva, a poslije toga bi postepeno slabio. Ovo djelovanje može da ima različitu amplitudu kretanja, odnosno da dostigne najveći intezitet ranije ili kasnije u procesu i da traje duži ili kraći vremenski period.

Vremensko kašnjenje u djelovanju monetarne politike u velikoj mjeri otežava vođenje efikasne monetarne politike. Zbog toga se posebna pažnja poklanja mjerenju dužine i promjenljivosti kašnjenja u djelovanju monetarne politike. Što je vremensko kašnjenje duže i ukoliko često varira, to je teže voditi efikasnu monetarnu politiku. Dva su osnovna razloga zašto je otežano voditi efikasnu monetarnu politiku zbog navedenog vremenskog kašnjenja:<sup>7</sup>

- Prvo, vremensko kašnjenje nije empirijski lako utvrditi i kada se utvrdi ono nije fiksno nego se radi o dužini kašnjenja koja je podložna promjenama, odnosno radi se o jednom varijabilnom periodu koji u prosjeku iznosi 18-24 mjeseca. S druge strane, treba imati u vidu i fenomen raspoređenog kašnjenja u vremenu koji može da ima veoma različite amplitude;
- Drugo, relativno dug vremenski period kašnjenja može da odvede do toga da je bitno promjenjena priroda problema koji su usloveli preduzimanje određenih mjera u momentu kada dolazi do djelovanja mjera monetarne politike. Tako na primjer u određenom momentu potrebno je voditi ekspanzivnu monetarnu politiku, ali zbog vremenskog kašnjenja (koje može da iznosi i godinu-dvije) efekte preduzetih mjera monetarne politike imamo u momentu kada je bitno promjenjena situacija koja zahtijeva restriktivnu monetarnu politiku. Na taj način mjere monetarne politike koje su preduzete u cilju stabilizacije mogle bi da imaju destabilizirajuće efekte, odnosno umjesto da vode stabilizacije one bi vodile destabilizaciji konjunktura. Na taj način vremensko kašnjenje može mjere monetarne politike ne samo da učine neefikasnim nego čak i kontraproaktivnim. Zbog toga se o tome mora voditi računa pri koncipiranju i sprovođenju monetarne politike.

---

<sup>7</sup> Nataša Simić, Monetarne javne finansije, Megatrend, Beograd, 2002., str. 96.



## 2.6. Efikasnost monetarne politike

Već je naglašeno da je monetarna politika jedan veoma važan deo opšte ekonomske politike koja treba, preko ostvarenja zadataka monetarne politike, da doprinese i ostvarivanju opštih ciljeva ekonomske politike. U literaturi se stalno vode oštri sporovi o tome koliko je monetarna politika efikasna i u skladu sa tim kakvo mjesto joj treba odrediti u sklopu ostalih mjera ekonomske politike. Kada se govori o efikasnosti monetarne politike, ona se posmatra, prije svega, sa stanovišta ostvarivanja zadataka i ciljeva koji se pred monetarnu politiku postavljaju.

Većina ekonomista u ekonomski razvijenim zemljama posmatra monetarnu politiku kao neophodni i veoma važan deo stabilizacione politike ističući njene dvije veoma važne karakteristike<sup>8</sup>:

1. Elastičnost monetarne politike koja se ogleda u sposobnosti brzog mjenjanja određenih instrumenata monetarnog regulisanja i njihovom prilagođavanju izmjenjenim privrednim procesima. Monetarna politika u odnosu na fiskalnu politiku, može veoma lako i brzo da se mijenja. Tako na primjer skoro svakodnevno se donose odluke o operacijama na otvorenom tržištu centralne banke, dok je za izmjene fiskalne politike potrebno dosta dugo razmatranje u parlamentu kako bi se donijeli pojedini zakoni iz ove oblasti;
2. Izolacija od političkih pritisa. U ekonomski razvijenim zemljama, centralne banke imaju veliku nezavisnost i teško su podložne političkim pritiscima. Zbog toga im je lakše da donose i sprovode politički nepopularne mjere nego da se to radi preko mjera fiskalne politke koje moraju da budu usvojene u parlamentima.

Međutim, za ekonomski manje razvijene zemlje ove karakteristike monetarne politike manje su uzražene. Instrumentarijum monetarnog regulisanja je znatno siromašniji i mnogo manje elastičan. S druge strane, politički pritisci na monetarnu politiku su znatno izraženiji.

Monetarna politika ima i čitav niz ograničenja što umanjuje njenu efikasnost. Među njima treba posebno istaći složenost transmisionog mehanizma monetarnih procesa i relativno dugo vremensko kašnjenje u djelovanju mjera monetarne politike. Zbog toga se i posebna pažnja poklanja upravo izučavanju ovih problema, odnosno nastoji se što bolje razumjeti sva složenost transmisionog mehanizma i skratiti vrijeme djelovanja mjera monetarne politike.

---

<sup>8</sup> Jovan B. Dušanić, Novac, Zadužbina Andrejević, Beograd, 2001., str. 90

Mada efikasnost monetarne politike zavisi od konkretne situacije u svakoj pojedinačnoj zemlji, u principu se može konstatovati da je za efikasno vođenje monetarne politike od posebne važnosti da postoji adekvatan sistem instrumenata monetarnog regulisanja, da su monetarne vlasti, u velikom stepenu, samostalne u vođenju monetarne politike i da se potrebne mjere preduzimaju pravovremeno, te da se djelovanje preduzetih monetarnih mjera u privredi ispoljava dovoljno brzo.

## **2.7. Monetarna politika Bosne i Hercegovine**

Monetarna politika Bosne i Hercegovine je ograničena, jer je riječ o valutnom odboru što se odlikuje nemogućnošću sprovođenja osnovnih instrumenata monetarne politike i nezrelošću u poređenju sa monetarnom politikom EU. Već se sada može zaključiti da će se monetarna politika u BiH u narednom period morati drastičnije mijenjati, a kao razlog tome su evropske integracije koje su neminovne. Ulaskom u Evropsku monetarnu uniju monetarno područje BiH postaće jedna od filijala Evropske centralne banke. Nije teško zaključiti zašto je među prvim zakonima od Dejstonskom sporazuma usvojen Zakon o Centralnoj banci BiH, ako znamo da je najveći dio bankarskog sistema a time i finansijskog tržišta, u vlasništvu stranih banaka. CB kao sveobuhvatni koncept je orijentisana ka ostvarivanju postavljenih resursa, stabilnost opšteg nivoa cijena i održiv ekonomski rast.<sup>9</sup>

Preteča ostvarivanja ovih ciljeva je dobro organizovano tržište hartija od vrijednosti na kojima bi centralne banke mogle da sprovedu operacije na otvorenom tržištu. Struktura finansijskih tržišta u zemljama u razvoju je takva da je ovdje problematičnije funkcionisanje mehanizma koji je imanentan razvijenim zemljama. Pravac razvoja monetarne politike BiH mora biti usmjeren ka preorijentaciji na operacije na otvorenom tržištu kao najefikasnijem instrumentu monetarnog menadžmenta. Direktni instrumenti monetarnog menadžmenta obično predstavljaju smetnju efikasnosti finansijskog sistema a posebno kreditnoj politici.

CB BiH može da ima značajan uticaj na likvidnost bankarskog sistema, cijene sredstava i cjelokupni nivo kamatnih stopa preko operacija na otvorenom tržištu sa hartijama na sekundarnom tržištu. Ovaj instrument nudi veću fleksibilnost, a u razvijenim tržišnim ekonomijama najčešće je korišćeno oruđe monetarne politike. Postepeno uvođenje operacija na otvorenom tržištu kao osnovnom instrumentu monetarne politike CB BiH je neminovno, i to je jedan od načina približavanja finansijskog tržišta

---

<sup>9</sup> Mladen Savić, Mjesto i uloga monetarne politike Bosne i Hercegovine prilikom ulaska u Evropsku monetarnu uniju, Centar za obrazovanje odraslih, Bijeljina, 2011., str. 19.

monetarnoj politici EU. Uvođenjem ovog instrumenta stvaraju se mnoge pozitivne mogućnosti vezane za regulisanje i kontrolu finansijskog tržišta. Ukoliko ovako nespremni uđemo u monetarno područje EU kontrola će biti veoma teška a sa druge strane nacionalne banke će moći direktno da konkurišu za sredstva putem osnovnih operacija refinansiranja open market operacije. Na taj način regulatorna uloga CB će biti izgubljena umjesto da bude u funkciji razvoja tržišta.

### **3. MONETARNO REGULISANJE**

Monetarno regulisanje je jedan od važnih elemenata ekonomske politike zemlje i predstavlja čitav niz mjera kojima centralna banka nastoji da utiče na promjene novčane mase, odnosno količine novca u opticaju i likvidnost makrosistema u cjelini. U kojoj mjeri će centralna banka moći da reguliše količinu novca u opticaju zavisi od njene mogućnosti da reguliše primarni novac, te da predvidi promjene monetarnog multiplikatora. Kod regulisanja primarnog novca bitno je da centralna banka može preko regulisanih tokova kompenzirati sve neplanirane efekte koji nastaju po osnovu autonomnih tokova kreiranja primarnog novca. Regulisani tok kreiranja primarnog novca predstavljaju krediti centralne banke poslovnim bankama i operacije na otvorenom tržištu koje su karakteristične za privrede sa razvijenim finansijskim tržištima. Od parametra koji utiču na veličinu monetarnog multiplikatora centralna banka može neposredno da reguliše samo jedan – obavezne rezerve koje poslovne banke drže kod centralne banke.

#### **3.1. Instrumenti monetarnog regulisanja**

Centralne banke koriste različite instrumente monetarnog regulisanja u pokušaju da ostvare neposredne ciljeve monetarne politike. Iako su neposredni ciljevi nosilaca monetarne politike uglavnom u svim tržišnim privredama isti i svode se na obezbjeđenje potrebne količine novca u opticaju, sastav instrumentarijuma monetarnog regulisanja veoma je različit. Taj instrumentarijum ne samo da se mjenjao posmatrano u istorijskoj perspektivi, nego se razlikuje posmatrano i od zemlje do zemlje, s obzirom na specifičnosti i institucionalne karakteristike pojedinih ekonomskih sistema. Međutim, obavezna rezerva, krediti centralne banke, regulisanje visine kamatnih stopa, kreditni limiti i operacije na otvorenom tržištu sačinjavaju standardni arsenal instrumenata monetarnog regulisanja u tržišnim ekonomijama kao i zemljama u razvoju.

Polazeći od načina na koji djeluju, instrumenti monetarnog regulisanja mogu se razvrstati u dvije široke grupe<sup>10</sup>:

1. direktne i
2. indirektne instrumente

---

<sup>10</sup> Aleksandar Živković, Gradimir Kožetinac ;Monetarna ekonomija; Ekonomski fakultet u Beogradu, 2009., str. 477

Direktni instrumenti monetarnog regulisanja omogućavaju da se neposredno postignu korektivni ciljevi nosilaca monetarne politike, bilo da se ti ciljevi odnose na određeno kretanje monetarnih i kreditnih agregatata ili kamatne stope. Uz pomoć ovih instrumenata, neposredni ciljevi monetarne politike direktno se dovode na željeni (ranije utvrđeni) nivo. Dva najčešće korišćena direktna instrumenta monetarnog regulisanja jesu mjere regulisanja kamatne stope i mjere regulisanja porasta plasmana banaka i drugih finansijskih institucija (kreditni limiti).

Indirektni instrumenti monetarnog regulisanja djeluju koristeći odnos između novčane mase i primarnog novca, kao i monopolski položaj centralne banke u pogledu kreiranja ovog posljednjeg oblika novca. Okolnost da centralna banka može direktno da kontroliše primarni novac i da primarni novac predstavlja osnovu za kreiranje novca u cirkulaciji, daje centralnoj banci mogućnost da utiče na monetarne uslove – i to ne samo putem promjene obima novokreiranog primarnog novca, nego i mjenjanjem uslova (cijene pre svega) pod kojima se novac centralne banke ubacuje u ekonomski sistem. Otuda se djelovanje indirektnih instrumenata monetarnog regulisanja ostvaruje uticajem kako na tražnju za primarnim novcem, tako i na njegovu ponudu.

Takođe, postoji podjela instrumenata na dvije osnovne grupe :<sup>11</sup>

1. kvantitativni instrumenti i
2. kvalitativni ( selektivni ) instrumenti.

Kvantitativni su oni instrumenti monetarne politike koji treba da djeluju samo globalno u cijeloj privredi, dok kvalitativni instrumenti treba da djeluju selektivno u pogledu vrste kredita, korisnika, namjene, načina korištenja, rokova, kamate i sl.

Osnovni oblici kvantitativnih instrumenata monetarne politike su:

- politika obaveznih rezervi,
- politika eskontne i uopšte kamatne stope, i
- politika otvorenog tržišta.

Osnovni oblici kvalitativnih ili selektivnih instrumenata monetarne politike su:

- regulisanje kredita centralne banke poslovnim bankama,
- regulisanje uslova kredita,
- selektivna kreditna politika.

---

<sup>11</sup> Aleksandar Živković, Gradimir Kožetinac ;Monetarna ekonomija; Ekonomski fakultet u Beogradu, 2009. ,str. 479

### ***3.1.1.Osnovni instrumenti monetarnog regulisanja***

Na osnovu naprijed navedenog u osnovne instrumente monetarnog regulisanja, preko kojih centralna banka utiče na promjenu novčane mase i likvidnosti makrosistema u cjelini, možemo ubrojati sljedeće:<sup>12</sup>

1. krediti centralne banke poslovnim bankama,
2. operacije na otvorenom tržištu,
3. regulisanje obaveznih rezervi banaka.

Pored toga, centralna banka je prinuđena da ponekada, pri neefikasnosti navedenih osnovnih instrumenata, pribjegava i direktnim administrativnim mjerama monetarnog regulisanja koje su, po pravilu, usmjerene na regulisanje kreditnih plasmana banaka i regulisanje kamatnih stopa.

Svi navedeni instrumenti mogu, razvrstani po različitim kriterijumima, biti :<sup>13</sup>

- tradicionalni i netradicionalni,
- administrativni i tržišni,
- kvantitativni i kvalitativni (selektivni),
- kratkoročni, srednjoročni i dugoročni, itd.

Monetarnim regulisanjem centralna banka želi da uspješno izvrši zadatke koji stoje pred monetarnom politikom, a koji se svode, prije svega, na optimalni nivo privrednog rasta i zaposlenosti, kao i unutrašnju i spoljnu stabilnost novca.

Specifičnosti privrede svake zemlje, a naročito razvijenost njene bankarske, i uopšte finansijske sfere u velikoj mjeri utiče na izbor metoda, odnosno na veće ili manje korištenje različitih instrumenata monetarnog regulisanja, ali i na uspješnost i značaj monetarne, u sklopu opšte ekonomske politike. Razvojem kreditnog sistema i finansijskih tržišta smanjuju se mogućnosti neposrednog uticaja centralne banke na ponudu i tražnju novca, ali se istovremeno širi instrumentarijum i povećava efikasnost tržišnih mehanizama monetarnog regulisanja.

---

<sup>12</sup> Jovan B. Dušanić, Novac, Zadužbina Andrejević , Beograd, 2001., str. 108

<sup>13</sup> isto, str. 108

### 3.2. Administrativne mjere monetarnog regulisanja

Osnovi instrumenti monetarnog regulisanja, kao što je već navedeno smatraju se krediti centralne banke poslovnim bankama, operacije na otvorenom tržištu, kao i obavezne rezerve. Međutim, u situacijama kada se njima ne mogu ostvariti brzi i željeni efekti na planu monetarnog regulisanja, centralna banka može da primjeni neke od administrativnih, odnosno direktnih mjera koje su usmjerene, prije svega, na :

- određivanje limita ukupnog rasta kreditnih plasmana,
- portfolio regulisanje kreditnih plasmana, i
- određivanje visine kamatnih stopa.

Mada su ove mjere primjenjivane u većini država, danas su one karakteristične za ekonomski nedovoljno razvijene zemlje, dok se iste od strane zemalja sa razvijenim privredama, posljednjih decenja, postepeno napuštaju.

***Određivanje limita rasta kreditnih plasmana.*** U cilju obuzdavanja prevelike kreditne ekspanzije centralna banka može pribjeći administrativnoj mjeri određivanja limita (granice) rasta kreditnih plasmana. Po pravilu, kreditni plasmani se limitiraju na dostignutom nivou ili se dozvoljava manji procenat porasta kreditnih plasmana u određenom periodu. Rijetko se ide na smanjenje dostignutog nivoa kreditnih plasmana zbog negativnih posljedica koje bi ta mjera imala na poslovne banke i njene transaktove.

Smatra se da ovaj instrument monetarnog regulisanja može da bude veoma interesantan u relativno malim državama sa otvorenim privredama kod kojih postoje značajni monetarni efekti po osnovu deviznih transakcija sa inostranstvom, a koje nije moguće i efikasno neutralisati osnovnim instrumentima monetarnog regulisanja. Ova mjera je 70-ih godina bila široko primjenjivana u većini ekonomski nedovoljno razvijenih zemalja ali i u mnogim razvijenim zemljama. Tako na primjer, u Italiji u tom periodu kreditni plasmani poslovnih banaka nisu mogli godišnje da rastu više od 5 %.

Limitiranje kreditnih plasmana na dostignutom nivou ili ograničavanje njihovog rasta prisiljava poslovne banke da dio svoga potencijala drže kao ‘mrtve’ rezerve koje ne doprinose uvećanju njenog prihoda.<sup>14</sup> To destimulativno djeluje na jačanje konkurencije među poslovnim bankama pošto uspješnije poslovne banke koje su u znatnoj mjeri uvećale svoje potencijale ne mogu povećati uopšte (ili samo u određenom iznosu) kreditne plasmane i na taj način ostvariti i povećan prihod u vidu kamate na kredite.

---

<sup>14</sup> Slobodan Kozomec, Žarko Ristić, Monetarne i javne finansije: menadžment monetarne i javne ekonomije, Čigoja štampa, Beograd, 1999., str. 365

**Portfolio regulisanje kreditnih plasmana.** Preko ovoga instrumenta centralna banka usmjerava kreditne plasmane poslovnih banaka u određene namjene ali bez neposrednog odobranja dodatnih kredita kao što je to slučaj kod selektivnog kreditiranja poslovnih banaka od strane centralne banke.

Sa portfolio regulisanjem kreditnih plasmana otpočelo se prvo u ekonomski razvijenim zemljama u kojima su poslovne banke bile obavezne da dio svog depozitnog potencijala usmjeravaju i drže u obliku državnih hartija od vrijednosti. Tako na primjer poslovne banke u Italiji su bile obavezne da u 1973. godini investiraju 5% od ukupnog obima depozita (sa stanjem na kraju 1972. godine) u državne hartije od vrijednosti. Taj procenat je sljedeće (1974.) godine bio povećan na 12%.

Ovom mjerom centralna banka prisiljava poslovne banke da (pored primarnih obaveznih rezervi koje se izdvajaju na račun centralne banke) formiraju sekundarne obavezne rezerve koje poslovne banke drže u obliku državnih hartija od vrijednosti. Na taj način se preko ovog instrumenta obezbjeđuje lakši plasman državnih hartija od vrijednosti i niža kamatna stopa na njih.

Kasnije su kreditni plasmani poslovnih banaka, pored u državne hartije od vrijednosti, biti usmjeravani i u neke druge prioritetne namjene. Ti prioriteti bili su na primjer, u Francuskoj – građevinarstvo, oprema i izvoz, u Velikoj Britaniji – stambena izgradnja, proizvodne investicije i izvoz, a u Italiji – stambena izgradnja i investicije u poljoprivredu.

Posljednjih godina ovaj instrument prisutan je još u ekonomski razvijenim zemljama u kojima je slabo razvijeno finansijsko tržište koje nije sposobno da izvrši efikasnu alokaciju novčanih sredstava i obezbijedi zadovoljavajući ekonomski razvoj u cjelini, te centralna banka na sebe preuzima i razvojnu funkciju. S druge strane, ekonomski razvijene zemlje sve više napuštaju portfolio regulisanje kreditnih plasmana poslovnih banaka i pri monetarnom regulisanju oslanjaju se na osnovne instrumente, prije svega, na operacije na otvorenom tržištu.

**Određivanje visine kamatnih stopa.** Administrativno regulisanje kamatnih stopa na depozite i kredite poslovnih banaka karakteristično je danas za ekonomski nedovoljno razvijene zemlje, mada je ne tako davno bilo masovno primjenjivano i od strane industrijsko najrazvijenijih zemalja, a i danas se susreće, istina, veoma rijetko.

U uslovima ograničenja gornjih granica kamatnih stopa olakšava se dostup kreditima većem broju nebankarskih transaktora, te dolazi do veće tražnje od ponude do kredita što uslovljava administrativnu raspodjelu finansijskih resursa. Na taj način gube se i jasni tržišni kriterijumi za ocjenu efikasnosti ulaganja.

S druge strane, ograničavanje gornjih granica kamatnih stopa na depozite nebankarskih subjekata kod poslovnih banaka ima za posljedicu da slobodna finansijska



sredstva ne dolaze u banke u vidu depozita (koja bi preko kredita mogla da se usmjere u proizvodne investicije) nego se usmjeravaju za druge namjene, na primjer kupovinu inostrane valute, nekretnina, nakita i drugih roba. Veće usmjeravanje slobodnih finansijskih sredstava za kupovinu raznih roba domaće proizvodnje kao i kupovinu inostrane valute povećava tražnju za njima i ubrzava rast domaćih cijena i slabi poziciju nacionalne valute.

Na taj način, mjerama administrativne kontrole kamatnih stopa ugroženo je uspješno ostvarivanje osnovnih ciljeva monetarne politike: optimalne stope privrednog rasta i zaposlenosti (zbog smanjenja proizvodnih investicija) ali i unutrašnje i spoljne stabilnosti novčane jedinice (zbog velike tražnje za robama domaće proizvodnje i inostranom valutom).

U savremenim uslovima postoji veoma izražena tendencija (koja je naročito karakteristična u ekonomski razvijenim zemljama) napuštanja svih mjera administrativnog i jačanja tržišno orijentisanog monetarnog regulisanja. U tom smislu ukidaju se limiti rasta kreditnih plasmana, svaka banka samostalno odlučuje o svojoj portfolio strukturi i dolazi do delimitiranja kamatnih stopa.

Sve je prisutnija tendencija, u ekonomski najrazvijenijim zemljama, da se postepeno prelazi sa dosadašnjeg sistema monetarnog regulisanja (koji je zasnovan na kombinaciji djelovanja kreditnog tržišta, te administrativnom mehanizmu kontrole kreditnih plasmana i kamatnih stopa) na potpuno novi mehanizam monetarnog regulisanja u kome se akcenat stavlja na regulisanje kamatnih stopa zasnovanom na djelovanju tržišnog mehanizma, a naročito djelovanju finansijskih tržišta.

### **3.3. Novi pristup monetarnom regulisanju**

Kada su pravilno uvedeni i kontrolisani, direktni instrumenti monetarnog regulisanja mogu (kratkoročni posmatrano) da budu uspješni u postizanju uže definisanih ciljeva monetarne politike, kao što je održavanje pojedinačno uzete kamatne stope na određenom nivou, obezbjeđivanje da utvrđeni obim kredita bude alociran u prioritetan sektor privrede ili zadržavanje ukupne kreditne ekspanzije jedne banke (ili grupe banaka) u okviru unuprijed utvrđenog limita. Međutim, posmatrano na dugi rok, upotreba direktnih instrumenata monetarnog regulisanja pokazuje ozbiljne nedostatke. O tome govori iskustvo kako razvijenih tržišnih ekonomija, tako i zemalja u razvoju. Nedostaci se odnose ne samo na administrativnu stranu primjene ovih instrumenata – složen i skup postupak uvođenja i sprovođenja mjera na osnovu kojih se ovi instrumenti stavljaju u dejstvo i izloženost direktnih mjera monetarne kontrole čestom izbjegavanju od strane privrednih subjekata kojima su namjenjene. Pokazalo se da direktni instrumenti

monetarnog regulisanja u tržišnim ekonomijama slabe efikasnost funkcionisanja finansijskog sistema, ometaju proces optimalne alokacije finansijskih i realnih resursa i imaju inhibitorni efekat na razvoj regularnog finansijskog tržišta.

Tokom 80-ih godina prošlog vijeka, razvijene zemlje (ali i veći broj zemalja u razvoju) reformisale su svoje sisteme monetarnog regulisanja. Reforme su, između ostalog, značile prihvatanje ili pridavanje veće važnosti tržišno orijentisanim instrumentima monetarnog regulisanja koji sve više potiskuju instrumente direktne monetarne kontrole – neposredno regulisanje visine kamatnih stopa od strane monetarnih vlasti, odnosno mjere ograničavanja kreditnih plasmana finansijskih institucija (banaka).

Prihvatanje tržišno orijentisanih instrumenata monetarne politike u razvijenim tržišnim ekonomijama treba shvatiti u relativnom smislu. U ovim zemljama je već odranije postojalo razvijeno kreditno tržište, ali je ono bilo (bar u većini zemalja) pod neposrednom kontrolom centralne banke. Otuda, reforma sistema monetarnog regulisanja u ovim zemljama označava prelazak na novi regulacioni mehanizam koji treba da bude bolje prilagođen procesima promjena finansijske strukture u ovim zemljama.

Iza tih promjena nalazi se proces finansijskih inovacija koji se sastoji u pojačanom djelovanju tržišnog mehanizma u finansijskom sektoru privrede tih zemalja. Prema tome, novi mehanizam monetarnog regulisanja u razvijenim industrijskim zemljama više se ne zasniva na konceptu kombinovanog djelovanja kreditnog tržišta sa direktinim regulisanjem (u određenom stepenu) strukture kreditnih plasmana kao i kamatnih stopa od strane centralne banke. Umjesto toga, išlo se na rukovođenje pune samostalnosti finansijskih institucija u pogledu izbora strukture svojih portfelja, kao i na razvijanje pune konkurencije između ovih institucija na finansijskom tržištu.

U osnovi promjenljivog pristupa na području monetarnog regulisanja zemalja u razvoju nalazi se nastojanje da se, prvo, poveća djelotvornost monetarne politike u pogledu ostvarenja stabilizacionih ciljeva ekonomske politike i, drugo, da se u jednom finansijskom okruženju u kojem započinje proces deregulacije olakša i elastičnije postavi vođenje politike kamatnih stopa, sa ciljem da se poveća mobilizacija domaće akumulacije (štednje) i poboljša efikasnost investicija.<sup>15</sup>

### **3.4. Izbor instrumentarijuma monetarnog regulisanja**

U ekonomskoj literaturi nailazi se na različita mišljenja vezana za pitanje broja instrumenata monetarnog regulisanja koji su potrebni za sprovođenje jedne efikasne monetarne i kreditne politike. Na jednoj strani postoje gledišta koja se zalažu za veoma

---

<sup>15</sup> Slobodan Kozomec, Žarko Ristić, Monetarne i javne finansije: menadžment monetarne i javne ekonomije, Čigoja štampa, Beograd, 1999., str. 367.

ograničen broj monetarnih instrumenata kojima treba operativno raspolagati. Smatra se da u uslovima razvijenih tržišnih ekonomija korišćenje većeg broja instrumenata monetarnog regulisanja može prije da komplikuje nego da olakša (učini efikasnijim) monetarni menadžment. Imajući u vidu da efekti jednog monetarnog instrumenta mogu da umanje (ili čak ponište) djelotvornost drugog ili drugih instrumenata.

Neki ekonomisti, kao i veliki broj stručnjaka u centralim bankama razvijenih zemalja ističu da postupak monetarnog regulisanja može biti uspješno sproveden samo sa razgranatim monetarnim instrumentarijumom.

Odluka o tome koliko i koji instrument monetarnog regulisanja treba da budu korišćeni, u velikom stepenu zavisi od razvijenosti i specifičnosti finansijskog sistema nacionalne ekonomije. Dobro razvijen finansijski sistem omogućava uravnoteženo i relativno brzo prenošenje akcija nosilaca monetarne politike kroz kanale tog sistema, čak i u slučajevima kada takve akcije inicijalno utiču samo na nekoliko institucija u okviru finansijskog sistema. U uslovima jedne razvijene finansijske strukture, međubankarsko tržište može uspješno da uskladi potrebe za likvidnošću pojedinih finansijskih institucija. Zbog toga je u takvom finansijskom okruženju i moguće sprovesti efikasnu monetarnu politiku sa nekoliko (ili samo jednim) instrumenata monetarnog regulisanja, pošto se monetarne vlasti mogu osloniti na razvijeno finansijsko tržište koje će pouzdano prenijeti dejstvo njihovih akcija kroz ekonomski sistem.

Nasuprot tome, u uslovima gdje su finansijski sistemi nerazvijeni, za uspješno vođenje monetarne politike potrebno je da ta politika koristi mnogo bogatiji instrumentarijum, jer centralna banka u takvom okruženju mora da preuzme na sebe i određen broj funkcija koje inače u razvijenim finansijskim sistemima obavljaju same finansijske institucije. Na primjer, na nerazvijenom međubankarskom tržištu neće se moći u dovoljnoj mjeri zadovoljiti potrebe poslovnih banaka za likvidnim novčanim sredstvima. Ako opšta monetarna situacija nalaže da centralna banka preduzme mjeru povišenja stope obavezne rezerve, aktiviranje te mjere može izazvati velike teškoće u poslovanju onih finansijskih institucija (banaka) koje se već nalaze u nezavidnom položaju u pogledu svoje likvidnosti. Zbog toga se u takvoj situaciji može pokazati neophodnim da centralna banka paralelno upotrijebi još jedan instrument monetarnog regulisanja – a to su krediti poslovnim bankama za likvidnost – kako bi olakšala kratkoročni proces bilansnog usklađivanja onim bankama kojima je takva pomoć nužna.

Izbor optimalne kombinacije instrumenata monetarne politike kojom centralna vlast nastoji da ostvari ciljeve monetarne politike, tj. da utiče na raspoloživi kreditni potencijal poslovnih banaka i njihove rezerve likvidnosti, a time i na količinu novca i kredita u privredi je velikog broja faktora, pri čemu se posebno izdvajaju razvijenost domaćeg finansijskog tržišta, veličina nacionalne privrede i stepen njene otvorenosti.

### 3.5. Instrumenti monetarne politike Bosne i Hercegovine

Za ostvarivanje svojih zadataka i ciljeva, naša centralna banka tokom posljednje tri decenije koristila je set različitih instrumenata. Izbor instrumenata monetarnog regulisanja kod nas bio je uslovljen sledećim faktorima:<sup>16</sup>

- Nerazvijenim finansijskim tržištem;
- Velikom zavisnošću poslovnih banaka od centralne banke. S jedne strane, kredit Narodne banke pojavljivao se kao veoma važan izvor likvidnosti sektora poslovnih banaka. Na drugoj strani, znatan dio bankarskih sredstava prikupljaju se u obliku odgovarajućih depozita kod Narodne banke (obavezna rezerva banaka, sredstva na žiro-računima banaka, sredstva rezervnog fonda i drugi depoziti);
- Kreditom Narodne banke koji u poslednjih trideset godina istupa kao trajan oblik finansiranja deficita budžeta države (riječ je o faktički dugoročnom kreditu koji nije bio zavistan od monetarno-kreditnih i privrednih kretanja);
- Nerealno niskom kamatnom stopom za kredite Narodne banke, što je imalo za posledicu da su sredstva iz primarne emisije bila veoma poželjan izvor finansiranja (za banke, ali i za druge privredne subjekte).

Nosilac monetarne vlasti i menadžer monetarne politike u BiH je CB BiH. Osnovana je zakonom 20. juna 1997. godine Zakonom o Centralnoj banci koji je usvojila Parlamentarna skupština BiH. Počela je sa radom 11. avgusta 1997. godine. Gledajući da je riječ o valutnom odboru koji ima mogućnost da emituje primarnog novca jednako njenim neto deviznim rezervama, CB BiH je umnogome ograničena u pogledu realizacije ciljeva monetarne politike uz ograničen broj instrumenata monetarne politike. Što znači da CB BiH može da izdaje domaću valutu tako da se ona samo izdaje uz kupovinu konvertibilne devizne valute sa punim pokrićem u neto stranoj aktivni.<sup>17</sup>

Svako povećanje novčane mase se obezbjeđuje isključivo povećanjem rezervne valute u istom iznosu i u tim uslovima monetarne politike teško da postoji. Stabilnost cijena, obezbjeđenje i održavanje stabilnosti nacionalne valute, održavanje i upravljanje deviznim rezervama kao i vođenje računa o komponentama novčane mase i širih monetarnih agregata mogu se nazvati koncepcijom monetarne politike BiH, tj. monetarna politika stabilizacije.

---

<sup>16</sup>Aleksandar Živković, Gradimir Kožetinac ;Monetarna ekonomija; Ekonomski fakultet u Beogradu, 2009., str. 482

<sup>17</sup>Mladen Savić, Mjesto i uloga monetarne politike Bosne i Hercegovine prilikom ulaska u Evropsku monetarnu uniju, Centar za obrazovanje odraslih, Bijeljina, 2011., str. 20

Monetarna politika BiH u svoj centar interesovanja stavlja novac kao instrument kupovne moći, obezbjeđuje novčanu stabilnost putem nadgledanja novčane pasive, te ostvaruje uticaj domaćeg novca u opticaju na makroekonomsku stabilnost. CB ne može kreditirati državu radi pokrića budžetskog deficita niti može obavljati funkcije kreditora posljednje instance jer ne može odobravati kredite komercijalnim bankama za likvidnost niti neku drugu namjenu.

Sumirajući sve navedeno, na raspolaganju CB BiH od instrumenata monetarne politike je obavezna rezerva. Zabranjeno joj je obavljanje operacija na otvorenom tržištu, budući da ne odobrava kredite ona ne određuje ni diskontnu stopu niti na bilo koji način utiče na nivo kamatnih stopa u ekonomiji. Obavezne rezerve kao osnovni instrument monetarne politike CB BiH se manifestuju kroz držanje gotovine ili novčanih depozita kod CB i obračunavaju se kao prosječne dnevne rezerve u desetodnevnom period. Od 1. januara 2009. godine stopa obavezne rezerve je 14% na depozite i pozajmljena sredstva sa ugovorenim rokom dospjeća preko jedne godine, a od 1. maja 2009. godine 7% na depozite i pozajmljena sredstva sa ugovorenim rokom dospjeća preko jedne godine.

Ukoliko banke u dva uzastopna perioda ne održavaju obavezne rezerve, CB će prestati obavljati transakcije za te banke i obavjestiti ih kako bi preduzele odgovarajuće korake da nadoknade manjak tokom sedmice. Ukoliko i u trećem period ne ispune zahtjev u pogledu obavezne rezerve, CB obavještava nadležne bankarske institucije kako bi one mogle započeti postupak zatvaranja banke. Za neodržavanje obaveznih rezervi, CB naplaćuje kaznu u iznosu od 5% dnevno od ostvarenog deficita obaveznih rezervi sve dok se deficit ne popuni. Centralna banka se ne može upuštati ni u kakve operacije na tržištu novca, uključujući tu i vrijednosne papire bilo koje vrste. Kamatne stope komercijalnih banaka u BiH se slobodno formiraju i nisu instrument monetarno-kreditne politike CB BiH. Nivo kamatnih stopa je veoma različit za sve kategorije plasmana i mobilisanih sredstava.

Kamatni spread (razlika između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, aktivnih koje se naplaćuju po osnovu kreditnih plasmana i pasivnih po kojima se obračunavaju kamate za prikupljene depozite i druga sredstva) kod kratkoročnih sredstava komercijalnih banaka iznosila je 7,87% u decembru 2010. godine. U ovom istom period kamatni spread u kojem su uključeni samo oročeni i štedni depoziti iznosila je 5,02%. Naravno, bankarski sistem tu veliku razliku opravdava velikim rizikom ulaganja na tržište BiH.

Bankarska supervizija po entitetima nije uspostavila kontrolu nivoa kamatnih stopa. Potpuna liberalizacija kamatnih stopa u BiH je dovela do formiranja vrlo realnih kamatnih stopa. Sistem monetarnog odbora nije doprinio, u dovoljnoj mjeri, obezbjeđenju likvidnosti privrede i ograničavao je obime obrtnog kapitala u privredi. Rjetkost novca ga svakako čini skupljim.

Izbor optimalne kombinacije instrumenata monetarne politike kojima CB utiče na raspoloživost rezervi likvidnosti banaka, a samim tim i na količinu novca u optjecaju i kreditne tokove zavisi od:<sup>18</sup>

- stepena razvijenosti finansijskog tržišta u datoj zemlji,
- veličine nacionalne privrede,
- stepena otvorenosti nacionalne privrede.

### **3.6. Instrumenti monetarne politike Evropske monetarne unije**

Instrumenti monetarne politike EU navedeni su i definisani statutom ECB. Prema prvom stavu člana 18. Statuta ECB pod naslovom “Operacije na otvorenom tržištu i kreditne operacije” ECB i nacionalne centralne banke evro sistema mogu da obavljaju operacije na finansijskom tržištu kupujući i prodajući neposredno, ili po osnovu *repo* sporazuma i pozajmljujući i uzimajući u zajam, potraživanja i instrumene tržišta koja glase na valutu evro zone i zemalja van zajednice, kao i dragocene metale.

Takođe, obavljaju kreditne operacije sa kreditnim zavodima i drugim učesnicima finansijskog tržišta, s tim što odobravanje sredstava treba da se zasniva na odgovarajućim obezbeđenjima. Prema članu 19. Statuta, ECB može da zahtjeva od kreditnih zavoda zemalja evro zone da drže minimalne rezerve na računima kod ECB i nacionalnih centralnih banaka evro sistema radi ostvarivanja ciljeva monetarne politike. U slučaju da banke ne ispunjavaju propisane obaveze, ECB ima pravo da zaračunava propisane obaveze, ECB ima pravo da zaračunava kaznene interesne stope i primjeni druge sankcije sa sličnim dejstvom. Propisuju se minimalne rezerve kao i maksimalan dozvoljen odnos između minimalne rezerve i njene osnove, koje predstavljaju osnovne propise o obaveznoj rezervi.<sup>19</sup>

Osnovne operacije refinansiranja imaju rok od 14 dana i to su nedeljne aukcije sa varijabilnim kamatnim stopama (kupovina i prodaja) dvonedeljnih ugovora o reotkupu kao i dugoročne operacije refinansiranja. Osnovne operacije refinansiranja imaju neuporedivo veći značaj i osnovni su instrument ECB sa obezbjeđenjem likvidnosti bankarskom sistemu evro zone. Sve do juna 2000. godine koristila se fiksna stopa, međutim Savjet guvernera ECB odlučio je da pređe sa režima licitacija sa fiksnom stopom na postupak licitacija sa varijabilnim stopama i minimalnom stopom. Minimalnu stopu osnovnih operacija refinansiranja, stopu ispod koje ne mogu da budu stope

---

<sup>18</sup> Mladen Savić, Mjesto i uloga monetarne politike Bosne i Hercegovine prilikom ulaska u Evropsku monetarnu uniju, Centar za obrazovanje odraslih, Bijeljina, 2011., str. 20

<sup>19</sup> Zoran Bingulac, Miodrag Jovanović, Borko Krstić, Monetarne i javne finansije, Megatrend univerzitet, Beograd, 2003., str. 284

naznačene u ponudama utvrđuje Savjet guvernera. ECB. Minimalna stopa neposredno utiče na stope tržišta novca i predstavlja orijentaciju monetarne politike ECB. Marginalna stopa je ona najniža stopa po kojoj je refinansiranje odobreno bankama koje su podnijele ponudu. Svaka banka može da podnese najviše deset ponuda sa različitim interesnim stopama. Ova tražanja za likvidnošću u funkciji je predviđanja banaka koja se odnose na razvoj likvidnosti i interesnih stopa tržišta novca, njihovih aktivnosti i tržišta novca i volumena hartija od vrijednosti koje mogu da pruže kao obezbjeđenje dobijenih sredstava.

Optimalna strategija za dobijanja likvidnosti sastojala bi se u podnošenju ponuda sa interesnim stopama upravo nešto višim od marginalne stopa koju treba predvidjeti, ili u krajnjem slučaju po marginalnoj stopi. Ali, ukoliko je iznos sredstava koja se odobravaju odnosno raspoređuju po marginalnoj stopi i suviše mali postoji opasnost da ponude koje sadrže stopu ne budu u potpunosti udovoljene.

Postoje banke koje uopšte ne učestvuju na licitacijama osnovnih operacija refinansiranja i licitacijama dugoročnih operacija refinansiranja. Druge banke učestvuju veoma rijetko, ali su spremne da podnose ponude ukoliko im to odgovara. Može se zaključiti da ove operacije koristi mali broj banaka, pa obezbjeđivanje likvidnosti na ovaj način nije ni malo ravnomjerno. Često je vrijednost ponuda znatno veća od iznosa odobrenih sredstava. Uostalom, za banke evro zone korišćenje osnovnih operacija refinansiranja predstavlja pogodnost, a ne neophodnost. Velike banke koje stalno učestvuju na licitacijama osnovnih operacija refinansiranja podnose ponude koje glase na velike iznose, na stalan način koriste likvidnost koju obezbjeđuje ECB podstredstvom osnovnih operacija refinansiranja i dio dobijene likvidnosti zatim distribuiraju na tržištu novca. Banke koje učestvuju sa ponudama koje glase na srednje iznose vrše stalnu arbitražu između likvidnosti koje obezbjeđuju osnovne operacije refinansiranja i sredstva koja mogu da dobiju na tržištu novca.

Zapravo, stalno procjenjuju da li je za njih povoljnije da koriste sredstva tržišta novca ili refinansiranje ECB, tome prilagođavaju svoje ponude, i uopšte odluke o učestvovanju, ili ne, na licitacijama osnovnih operacija refinansiranja. Najmanje banke koje daju ponude na najmanje i koje često i nisu prisutne na tržištu novca koriste likvidnost koju obezbjeđuju da bi došle do potrebnih sredstava.<sup>20</sup>

Banke su obavezne da formiraju obaveznu rezervu i da je drže kod nacionalnih centralnih banaka evro sistema. Obavezna rezerva je važan instrument monetarne politike tako da su osnovne operacije refinansiranja povezane sa obaveznom rezervom. Cilj obavezne rezerve jeste uticanje na stabilnost interesnih stopa tržišta novca. Postojanje

---

<sup>20</sup> Mladen Savić, Mjesto i uloga monetarne politike Bosne i Hercegovine prilikom ulaska u Evropsku monetarnu uniju, Centar za obrazovanje odraslih, Bijeljina, 2011., str. 21

obavezne rezerve povećava potrebu banaka za korištenjem likvidnosti ECB, i jača efikasnost njene politike koja ima kao operativnu svrhu djelovanje na interesne stope tržišta novca. Ona donosi interes i zbog toga ne utiče nepovoljno na rentabilnost poslovanja banaka. Propisi ECB koji se odnose na obavezne rezerve direktno se primjenjuju u nacionalnim bankarskim sistemima evro zone i nije potrebno regulisanje obavezne rezerve nacionalnim zakonskim propisima. Nacionalne centralne banke kontrolišu formiranje rezerve, kao i način na koji banke kontrolišu formiranje rezerve, kao i način na koji banke poštuju obavezu konstituisanja rezerve i primjenjuju sankcije u slučaju nepoštovanja propisa koji se odnose na formiranje obavezne rezerve.

Obavezna rezerva se izračunava na osnovu visine rezerve koja je postojala na kraju prethodnog perioda konstituisanja rezerve. Stopu obavezne rezerve Savjet guvernera ECB je odredio na 2% za prekonoćne depozite, depozite sa dogovorenim rokom ili otkaznim rokom do dve godine, dužničke hartije od vrijednosti sa rokom dospelja do dve godine. Za depozite sa dogovorenim rokom prije dvije godine, repo, dužničke hartije od vrijednosti sa rokom preko dve godine korisiti se stopa obavezne rezerve 0%.

U slučaju da se javi pozitivan ili negativan saldo, višak ili manjak obavezne rezerve u odnosu na propisani prosjek, dozvoljava se korišćenje arbitraže koja se odnosi na interesne stope i ograničava fluktuaciju interesnih stopa dnevnog novca. Bez obavezne rezerve, sa svojstvom koja su joj data, dolazilo bi do većih fluktuacija interesnih stopa na tržištu novca i stoga do čestih i energičnih intervencija ECB radi neutralisanja ovakvih poremećaja. Banke pribjegavaju fluktuacijama veličine obavezne rezerve, pretvaraju suficite obavezne rezerve u deficite i obratno, da bi na kraju perioda konstituisanja obavezne rezerve uspostavile prosjek. Na taj način obavezna rezerva olakšava bankama vođenje politike likvidnosti, a takođe i obavljanje dnevnog platnog prometa.

Marginalne kreditne olakšice ECB su instrument monetarne politike ECB koji je sličan olakšicama za primarne kredite FED-a. Pomoći tih kreditnih olakšica, ECB obezbjeđuje prekonoćne kredite komercijalnim bankama po kamatnim stopama koje su u prosjeku iznad targetirane kamatne stope na poslovima refinansiranja. Određuje je Savjet ECB, i ona iznosi 2%. Kao i u slučaju FED-a kada FED odobrava diskontne kredite, komercijalne banke koriste ove kredite kada se suoče sa nedostatkom svojih ukupnih rezervi, a pri tome dodatne rezerve ne mogu da nabave jeftinije na finansijskom tržištu ili od drugih finansijskih institucija. Komercijalne banke pozajmljuju novčana sredstava regularno, a to koriste povremeno kad su im potrebne veće sume kredita. Sličnosti između procedure zaduživanja komercijalnih banka u sistemu ECB u slučaju privremene nelikvidnosti postoji sa olakšicama na primarne kredite FED-a, pošto je sistem ECD modeliran poput diskontnog prozora FEDA-a.



Komercijalne banke sa viškom rezrvi na kraju dana razliku mogu preko noći deponovati kroz deponitivne olakšice ECB po kamatnoj stopi koja je ispod targetirane kamatne stope na refinansirajuće poslove. Takođe, određuje je Savjet ECB i iznosi 0,5%. Dok se ovaj instrument uobičajeno malo koristi, viškovi rezervi mogu biti u izuzetno ogromnom iznosu, pošto oni obuhvataju viškove rezervi iz cjelokupnog bankarskog evrosistema. Bitno je da postoje deponitivne olakšice, što znači da komercijalne banke mogu plasirati višak rezervi ECB uz određenu kamatnu stopu, a kamata se plaća na iznos deponovanih rezervi.

#### 4. OSNOVNE KARAKTERISTIKE I DJELOVANJA OBAVEZNE REZERVE

Regulisanje obavezne rezerve banaka može se definisati kao mjera kojom se od poslovnih banaka zahtjeva da određeni dio svog portfelja drže u novcu centralne banke (u obliku depozita kod centralne banke). Prvobitno, svrha institucionalnog uvođenja obavezne rezerve banaka bila je zaštita bankinog depozita. Instrument obavezne rezerve obezbjeđivao je da dio bankinog portfelja uvijek bude raspoloživ u likvidnom obliku, što je omogućavalo promptno zadovoljenje zahtjeva bankinih klijenata u pogledu konvertovanja njihovih depozita u gotov novac. Međutim, vremenom je ova funkcija obavezne rezerve banaka izgubila na značaju, nasuprot uloge ovih rezervi kao instrumenta regulisanja monetarnih kredita i kretanja plasmana banaka.

Mehanizam obaveznih rezervi banaka predstavlja jedan od najstarijih i najčešće korišćenih oblika regulisanja upotrebe dijela aktive poslovnih banaka (portfolio regulisanja) u zemljama tržišne ekonomije. U ovom smislu, obavezna rezerva banaka se danas koristi kao instrument kojim se utiče na kreditni i monetarni multiplikator, a time i na kretanje kredita i količine novca, i to na različite načine: <sup>21</sup>

- Primjenom na različitu osnovicu: jedinstvenu osnovicu ili diferenciranu osnovicu; obuhvatajući stavke bilansa banaka u pasivi ili u aktivi (i/ili u pasivi i u aktivi); na stanje određenog dana ili na prosječne iznose stavki u bilansima banaka; na stanje ili na promjene stanja (marginalna osnova);
- Primjenom jedinstvene stope ili diferenciranih stopa;
- Deponovanje obavezne rezerve na poseban račun kod centralne banke ili na regularnom računu kod centralne banke (žiro i slični računi kod centralne banke);
- Dozvola privremenog korištenja obavezne rezerve za obezbjeđenje likvidnosti banke ili bez ove dozvole;
- Uz plaćanje kamate na deponovana sredstva u vidu obavezne rezerve od strane centralne banke ili bez kamate;
- Primjena obavezne rezerve kao osnovnog (jednog od osnovnih) instrumenata monetarnog regulisanja ili kao sporednog instrumenta; kao stabilnog instrumenta ili kao fleksibilnog instrumenta; sa većim ili manjim ograničenjima odlučivanja o obaveznoj rezervi od strane centralne banke.

Mehanizam obaveznih rezervi pruža mogućnost centralnoj banci da u sklopu tekuće monetarne politike kratkoročno reguliše kreditni potencijal poslovnih banaka putem

---

<sup>21</sup> Aleksandar Živković, Gradimir Kožetinac; Monetarna ekonomija; Ekonomski fakultet u Beogradu, 2009., str. 487

promjena u visini stopa obaveznih rezervi. Kada centralna banka promijeni nivo obavezne rezerve banaka, tada ova mjera monetarne politike izaziva promjenu iznosa sredstava rezervi koje banke moraju da drže kod centralne banke pri datom kvantumu i kompoziciji njihovih depozitnih potencijala. Ukoliko stopu izdavanja obaveznih rezervi obilježimo na primjer sa  $r$ , onda npr. dinar porasta depozitnog potencijala banaka porast kreditnog potencijala banaka iznosi  $(1 - r)$ . Porast obaveznih rezervi izaziva proces portfolio prilagođavanja kod sektora poslovnih banaka. Pri datom obimu i strukturi svojih pasiva, banke u novim uslovima (porast obaveznih rezervi) nisu u mogućnosti da ostvare strukturu svog portfelja u aktivi. Zbog toga banke nastoje da restrukturiraju vlastite portfelje u aktivi bilansa u korist onih oblika koji se drže u novcu centralne banke (u obliku rezervi kod centralne banke). Ovaj proces prilagođavanja na kraju dovodi do smanjivanja obima bankarskih kredita i volumena novčane mase.

U izrazima kreditnog i monetarnog multiplikatora, promjena nivoa obaveznih rezervi banaka odražava se na promjenu parametra tih multiplikatora, odnosno na promjenu ukupne (ravnoteže) vrijednosti kreditnog i monetarnog multiplikatora. Mjenjajući ravnotežne vrijednosti monetarnog i kreditnog multiplikatora, promjene obaveznih rezervi banaka utiču na ukupni kvantum bankarskih kredita u mikrosistemu, odnosno na kretanje količine novca u opticaju.<sup>22</sup>

#### **4.1. Regulisanje obaveznih rezervi banaka**

Obavezne rezerve predstavljaju dio finansijskog potencijala koje su poslovne banke dužne da izdavaju na račun centralne banke. Iz ovoga proizilazi da obavezne rezerve postoje samo u višebankarskim sistemima. Dosta pojednostavljeno može se reći da je aktiva poslovnih banaka sastavljena iz dva dijela: kreditnih plasmana i obaveznih rezervi od kojih se jedan dio nalazi pod direktnom kontrolom centralne banke a drugi se dio formira na bazi diskrecionih odluka poslovne banke i taj dio centralna banka neposredno ne kontroliše.

Centralna banka izmjenama visine obaveznih rezervi može da vrši monetarno regulisanje. Međutim, treba reći da su obavezne rezerve prvi put uvedene i primjenjene sredinom XIX vijeka u SAD, ali ne kao instrument monetarnog regulisanja, nego kao rezerva likvidnosti poslovnih banaka, odnosno kao garancija za uloge deponenata. Mada je taj motiv prisutan i sada obavezne rezerve u savremenim uslovima igraju ulogu, prije svega, jednog od instrumenata monetarnog regulisanja.

Za razliku od prethodna dva analiziranja instrumenta monetarnog regulisanja kojima se utiče na veličinu primarnog novca, promjenama obaveznih rezervi ne dolazi do

---

<sup>22</sup> Jovan B. Dušanić, Monetarne i javne finansije, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2009., str. 164

mijenjanja kvantum primarnog novca. Kao instrument monetarnog regulisanja obavezne rezerve imaju dve osnovne funkcije:

Prva funkcija obaveznih rezervi sastoji se u tekućem regulisanju likvidnosti mikrosistema. Drugim riječima, centralna banka izmjenama obaveznih rezervi reguliše kreditni potencijal poslovnih banaka i preko toga likvidnost mikrosistema u cjelini.

Druga funkcija obaveznih rezervi sastoji se u regulisanju, od strane centralne banke, monetarne i kreditne multiplikacije. Već smo rekli da su obavezne rezerve ograničavajući faktor multiplikacije, te da jedino preko obaveznih rezervi centralna banka može da utiče na veličinu monetarnog i kreditnog multiplikatora. Smanjenje obaveznih rezervi, od strane centralne banke, dovodi do povećanja kreditnog monetarnog multiplikatora i na taj način povećanja bankarskih kredita i količine novca u opticaju.

Sušтина primjene obaveznih rezervi kao instrumenta monetarnog regulisanja sastoji se u tome što centralna banka propisuje poslovnim bankama obavezu da u određenom procentu odvajaju sva ili neke od svojih depozita na poseban račun obaveze rezerve kod centralne banke. Ova sredstva poslovne banke ne mogu koristiti u svojoj kreditnog aktivnosti. Iz ovoga proizilazi da se instrumentom obaveznih rezervi može djelovati preko:<sup>23</sup>

- promjene osnovice za obračun obaveznih rezervi ili
- promjene stopa obaveznih rezervi.

To znači da centralna banka može da vrši monetarno regulisanje preko instrumenata obaveznih rezervi samo mijenjajući osnovicu za obračun obaveznih rezervi ili samo mijenjajući visinu stope obaveznih rezervi, te istovremeno mijenjajući i osnovicu i stopu obaveznih rezervi. U praksi je osnovica za obračun obaveznih rezervi, po pravilu, definisana za duži vremenski period, dok se promjenama stope obaveznih rezervi pribjegava češće, pogotovo u zemljama u kojima su obavezne rezerve značajan instrument monetarnog regulisanja.

#### **4.2. Osnovica za obračun obavezne rezerve**

U pogledu izbora osnovice za obračun obavezne rezerve postoje dvije osnovne mogućnosti. Prema jednoj, u osnovicu za obračun obavezne rezerve mogu ući pojedini oblici aktive bilansa banaka. U tom slučaju obavezna rezerva uticaće na strukturu aktive u bilansima banaka i to u korist onih oblika aktive kreditnih institucija koji podliježu izdvajanju obavezne rezerve po nižoj stopi, odnosno koji ne predstavljaju osnovu za

---

<sup>23</sup> Jovan B. Dušanić, Monetarne i javne finansije, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2009., str. 165

obračun obavezne rezerve. Međutim, uobičajeno se koristi druga mogućnost prema kojoj u sastav osnovice za obračun obavezne rezerve ulaze pojedini dijelovi pasive bilansa banaka (pojedini dijelovi njenog depozitnog potencijala).

Tako obračunate obavezne rezerve imaju prednost nad obaveznim rezervama koje za osnovu izdvajanja uzimaju pojedine oblike aktive bilansa banaka. Na pasivi bilansa banaka zasnovano izdvajanje obaveznih rezervi ne dovodi do distorzija u plasmanima kreditnih institucija i olakšava proces prilagođavanja tih institucija u slučajevima kada dolazi do smanjivanja njihovih depozitnih potencijala, jer se i obaveza izdvajanja rezervi u takvoj situaciji smanjuje.

Što se tiče šireg koncepta osnovice za obračun obavezne rezerve može se istaći argument da efikasnost djelovanja monetarne politike postaje veća ukoliko regulacioni instrumenti centralne banke djeluju na ukupne potencijale kreditnih institucija (banaka i drugih finansijskih organizacija), a ne samo na njihove kratkoročne komponente (samo na depozite po viđenju, odnosno na transakcione depozite). Prenijeto na politiku obavezne rezerve, to znači da je i politika obavezne rezerve (naročito u kontekstu politike varijabilnih stopa obavezne rezerve) utoliko snažnija ukoliko je šira osnovica za obračun obavezne rezerve.

Izboru osnovice za obračun obavezne rezerve treba da prethodi određivanje relevantnog monetarnog agregata čije će kretanje biti predmet kontrole monetarne politike, odnosno čije će se projektovano kretanje definisati kao osnovni intermedijalni cilj monetarne politike. Ukoliko je osnovni posredan cilj monetarne politike predstavljen širokim monetarnim agregatom, koji obuhvata raznovrsne pozicije iz pasive bilansa sektora banaka, tome bi trebalo da bude prilagođena i osnova za obračun obavezne rezerve. Uključivanje u osnovu za obračun obavezne rezerve svih onih oblika pasiva banaka koji ulaze u definiciju relevantnog monetarnog agregata, povećava efikasnost nosilaca monetarne politike na planu monetarnog regulisanja.

Pitanje uže ili šire osnovice za obračun obaveznih rezervi nije direktno povezano sa pitanjem visine prosječne stope obaveznih rezervi na ukupan depozitni potencijal banaka. Proširivanje osnovice za obračun obavezne rezerve ne znači bezuslovno dobijanje više prosječne stope obavezne rezerve, koja izaziva pretjeranu centralizaciju djela depozitnog potencijala poslovnih banaka. Pri proširenoj osnovici za obračun obavezne rezerve može se dobiti niža prosječna stopa obavezne rezerve od one koja bi se formirala pri užoj osnovici za njen obračun, što je uslovljeno izborom odgovarajuće strukture stopa obavezne rezerve na različite komponente ukupnog depozitnog potencijala banaka.

### 4.3. Struktura stopa obaveznih rezervi

Kada su u pitanju polazni kriterijumi za određivanje optimalnog nivoa obaveznih rezervi, moguća su osnovna dva pristupa. Po jednom, optimalna stopa obavezne rezerve trebalo bi da djeluje u pravcu postizanja maksimalnih efekata na području monetarnog regulisanja (regulisanja potrebne količine novca u opticaju). Drugi pristup determinisanju optimalnog nivoa obaveznih rezervi (koji je u odnosu na prvi šire postavljen) polazi od uticaja različitih nivoa obaveznih rezervi na postizanje maksimalne efikasnosti u funkcionisanju ukupnog finansijskog sistema.

Ako je centralna banka orijentisana na ostvarenje svog osnovnog cilja koji je predstavljen u obliku željenog ili planiranog nivoa izabranog monetarnog agregata, onda centralna banka može maksimirati proces monetarnog regulisanja (maksimalno smanjiti odstupanja između stvarnog nivoa izabranog monetarnog agregata i njegove projektovane vrijednosti) uvođenjem visoke i jednoobrazovane stope obavezne rezerve na sve one oblike pasive bilansa monetarnih institucija koje ulaze u sastav ciljnog monetarnog agregata. Međutim, kriterijum koji polazi od maksimiranja procesa monetarnog regulisanja može se sukobiti sa kriterijumom koji za osnovu ima cilj da se izgradi jedan efikasan finansijski sistem. Različiti finansijski instrumenti i finansijske institucije koje su opterećene relativno visokim obaveznim rezervama naći će se u konkurentski nepovoljnijem položaju na finansijskom tržištu u odnosu na one instrumente i institucije čije su obaveze u tom pogledu manje (ili uopšte ne podliježu toj obavezi). Takav odnos snaga u konkurentskim odnosima na finansijskom tržištu biće posebno izražen ukoliko sredstva izdvojena u obliku obavezne rezerve ne donose prinos (kamatu) po tržišnoj stopi (što je redovan slučaj), ili je riječ o nekamatonskim obaveznim rezervama.

Kratkoročna monetarna politika se na planu obaveznih rezervi sprovodi putem promjene stopa obavezne rezerve. Obavezne rezerve postaju djelotvoran instrument monetarnog regulisanja kada se nivo tih rezervi mijenja (promjenom stopa obaveznih rezervi) u skladu sa ciljevima monetarne politike i tekućim kretanjima na monetarnom sektoru privrede.<sup>24</sup> Pri višim stopama obavezne rezerve, centralna banka može čvršće da kontroliše formiranje novčane mase (uže ili šire definisane), ali više stope obavezne rezerve dovode do većeg stepena centralizacije dijela depozitnog potencijala poslovnih banaka i povećava zavisnost poslovnih banaka od centralne banke u pogledu uslova kreditiranja. Suviše niske stope obavezne rezerve mogu da djeluju destabilizirajuće, dovodeći u pitanje adekvatan uticaj centralne banke na regulisanje količine novca u opticaju. Ova okolnost ima poseban značaj na relativno male otvorene privrede u kojima

---

<sup>24</sup> Jovan B. Dušanić, *Monetarne i javne finansije*, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2009., str. 168

je kretanje primarnog novca izloženo veoma jakim uticajima monetarnih efekata deviznih transakcija centralne banke sa inostranstvom.

Iako postoji više mogućih koncepata tekuće politike obaveznih rezervi u pogledu frekvencije korištenja tog instrumenta monetarnog regulisanja od strane centralne banke, izgleda da je teorijski najispravniji onaj koncept koji se nalazi između dva ekstrema – potpuno fiksirane stope obavezne rezerve i politike veoma fleksibilnih stopa obavezne rezerve. To je koncept koji ne opravdava česte promjene stopa obavezne rezerve, već ih reducira na neophodni minimum.

Iskustvo je pokazalo da je mehanizam obaveznih rezervi manje pogodan za monetarno regulisanje na kratak rok, jer i male promjene u obaveznim rezervama izazivaju znatne promjene u kretanju monetarnih agregata. Ovaj koncept operativne politike obaveznih rezervi polazi od stava da centralna banka treba da reguliše porast kreditnih potencijala banaka, prije svega, putem elastičnog kretanja primarnog novca. Nema opravdanja za takvo ponašanje centralne banke koje bi značilo, na jednoj strani pretjerano kreiranje primarnog novca (putem kreditnih operacija), a na drugoj povišenje stopa obaveznih rezervi, kako bi se tim putem eliminisali dijelovi naraslih kreditnih potencijala banaka.

Sve dok centralna banka uspijeva relativno uspješno da reguliše obim primarnog novca u skladu sa objektivnim potrebama monetarne politike, prema ovom konceptu, nije potrebno aktivirati kratkoročnu politiku obaveznih rezervi (ili bar ne u znatnijem stepenu) i stope obavezne rezerve mogu ostati fiksirane na utvrđenom optimalnom nivou. Međutim, u periodima narušene monetarne ravnoteže koja je izazvana pretjeranim kreiranjem primarnog novca po liniji autonomnih tokova (prije svega, po liniji monetarnih efekata deviznih transakcija centralne banke sa inostranstvom), stiču se objektivni ekonomski uslovi za aktiviranje politike obavezne rezerve na kratak rok. U tim slučajevima centralna banka mora da pribjegne regulisanju varijabilnih stopa obavezne rezerve kao rezervnom mehanizmu monetarnog regulisanja, kojim pokušava da nivo kreditnih potencijala banaka i novčane mase dovede do željene vrijednosti, pošto se to ne može učiniti dovoljno efikasno putem regulisanja obima kreiranja primarnog novca.

#### **4.4. Formiranje kamatnih stopa na obavezne rezerve**

Kada se od banaka zahtjeva da drže rezervu aktivu (u vidu sredstava obavezne rezerve), izdvojenu na posebnom računu kod centralne banke, i kada takvi rezervni oblici aktive ne donose bilo kakav prinos (kamatu), onda to izaziva povećanje troškova banaka koji su vezani za bankarske operacije prikupljanja slobodnih novčanih sredstava (depozita) od nebankarskih transaktora u makrosistemu. Teret nekamatonosne obavezne

rezerve banke i druge finansijske organizacije prebacuju se na sektor privrede i stanovništva, koji u takvim uslovima plaćaju više kamatne stope na bankarske kredite ili primaju niže kamatne stope na svoje depozite kod banaka.

Uvođenje kamatonosnih obaveznih rezervi, prema tome, ublažava jačinu fiskalnih (dohodovnih) efekata koji su izazvani korišćenjem instrumenata obavezne rezerve. Da li je takvo (skriveno) oporezivanje privrede i stanovništva posredstvom poslovnih banaka i centralne banke opravdano, predstavlja pitanje koje je već dugo predmet intenzivne rasprave u okviru ekonomske i monetarne teorije. Mišljenja su različita. Pošto je država krajnji korisnik preraspodjele dohotka na bazi nekamatonosnih obaveznih rezervi, neki autori su ukazali da su dva oblika finansiranja deficita državnog budžeta (u uslovima tržišnih ekonomija) – emitovanjem državnih vrijednosnih papira i preraspodjelom dohotka na bazi korištenja sistema nekamatonosnih ili niskokamatonosnih rezervi – nikako ne mogu ravnopravno tretirati u smislu njihove opravdanosti. Prvi oblik operativnog sprovođenja politike državnog duga (emitovanjem državnih hartija od vrijednosti) povezan je sa tržišnom kamatnom stopom i ostalim tržišnim uslovima, a drugi sa nultom kamatnom stopom ili stopom prinosa koja je ispod tržišne. Nasuprot tome, u teorijskoj literaturi može se naići i na autore koji smatraju da se fiskalni efekti, izazvani korišćenjem instrumenata obavezne rezerve, mogu sasvim dobro uklopiti u ukupni sistem jedne zemlje.

Uprkos razlikama u gledištima oko pitanja fiskalnih aspekata obaveznih rezervi, sva ta gledišta ipak upućuju na jedan jedinstven zaključak, a to je da nulta stopa prinosa na sredstva obavezne rezerve ne predstavlja optimalno rješenje. Naprotiv, uvođenje kamatonosnih obaveznih rezervi mora se tretirati kao jedan od instrumenata monetarne politike. Prigušujući konflikt između monetarnih i fiskalnih efekata politike obaveznih rezervi, sistem kamatonosnih obaveznih rezervi olakšava proces sprovođenja te politike, šireći mogućnost ne samo za fleksibilno mjenjanje operativnih stopa obaveznih rezervi, nego i za primjenu relativno visokog nivoa stopa obaveznih rezervi u periodima kada je to potrebno sa stanovništa monetarnog regulisanja.

Pod uticajem procesa finansijskih inovacija (čija se suština sastoji u jačanju uloge tržišnog mehanizma u finansijskom sektoru privrede), koji se krajem sedamdesetih i tokom osamdesetih godina snažno razvio u razvijenim tržišnim zemljama, učvršćen je teorijski stav da obavezna rezerva treba da bude tretirana kao kamatonosna finansijska aktiva. Usvojen je i stav da bi nivo kamatne stope na obavezne rezerve trebalo da bude vezan za zvaničnu diskontnu stopu centralne banke. U većem broju razvijenih i manje razvijenih tržišnih ekonomija (kao što su Australija, Finska, Grčka, Island, Italija, Španija, Švedska i Turska) već funkcioniše sistem kamatonosnih obaveznih rezervi.



Kamatna stopa koja se plaća na sredstva izdvojene obavezne rezerve u tim zemljama niža je od tržišnih kamatnih stopa, pri čemu pojedini oblici iz sastava ukupne rezerve aktive banaka (izdvojene po osnovu obavezne rezerve) i dalje ostaju bez ikakve naknade. Smatra se da depoziti banaka kod centralne banke po osnovu obaveznih rezervi predstavljaju za poslovne banke takve plasmane koji nisu opterećeni bilo kakvim rizikom i da je zbog toga sasvim opravdano da se na takvu vrstu plasmana bankama plati niža naknada (kamata), nego što iznosi kamatna stopa za ostale oblike bankine aktive koja je determinisana tržišnim odnosima ponude i tražnje. Centralna banka Engleske koristi specijalne depozite kao supstitut obaveznoj rezervi, koje ukamaćuje po istoj stopi kao i državne obveznice. Međutim, veliki broj drugih zemalja još uvijek zadržava nekamatonosne obavezne rezerve – SR Njemačka, Francuska, SAD, itd.

#### **4.5. Ravnoteža i prosječna stopa obavezne rezerve**

Kada u monetarnom sistemu funkcionišu diferencirane stope obaveznih rezervi, onda prosječna stopa obavezne rezerve postaje samo ponderisani prosjek koji se dobija iz visina različitih stopa obavezne rezerve na razne oblike depozita i učešća u strukturi tih oblika sredstava na koje se primjenjuju takve stope. Monetarnom politikom se ne određuju prosječne stope, već se ona posredno izračunava i služi samo za druge svrhe, a ne kao direktni instrument monetarnog regulisanja. Centralna banka može da djeluje na stopu preko određivanja visine stope na različite depozite, a manje ili nikako i na strukturu sredstava koja, u sklopu kreditnog potencijala banaka, ulaze u obračun obavezne rezerve.<sup>25</sup>

Moguće je izdvojiti optimalne stope obavezne rezerve i ravnotežne stope obaveznih rezervi. Optimalna stopa obavezne rezerve bila bi takva stopa po kojoj izdvajanja (i oslobađanja) sredstava omogućavaju bankarskom i kreditnom sistemu normalno funkcionisanje, uz održavanje normalne kreditne aktivnosti i likvidnosti privrede i banaka, bez pojave ekspanzije ili restruktivne kreditne politike. Optimalna stopa znači uključuje u sebe i element veće fleksibilnosti, u smislu većeg ili manjeg mjenjanja u kraćim intervalima vremena. Optimalna stopa rezervi može se formirati i u nestabilnim privrednim kretanjima (inflacija ili recesija) kojim monetarna politika tada treba da se brzo i efikasno prilagođava. To znači da je vrlo teško voditi politiku optimalne stope rezervi, posebno u kraćem vremenskom periodu – kada se od monetarne politike obično i očekuju najbrži rezultati.

---

<sup>25</sup> Slobodan Kozomec, Žarko Ristić, Monetarne i javne finansije: menadžment monetarne i javne ekonomije, Čigoja štampa, Beograd, 1999., str. 369

Ravnotežna stopa obavezne rezerve bila bi takva stopa koja bi odgovarala nekom dugoročnom kretanju ove stope (linija trend) oko koje bi se kolebale kratkoročne stope rezervi. Ako su stope rezervi visoke i nalaze se iznad ravnoteže, vodi se politika većeg zahvatanja depozitnih sredstava banaka. Njihova imobilizacija kod centralne banke bi trebalo da predstavlja i restruktivnu kreditnu politiku u tom periodu. Međutim, ako visoka stopa smanjuje kreditni potencijal banaka, dovodi do njihove veće zavisnosti od centralne banke, a kako različito pogađa pojedine banke – to ima i regionalna snažna djelovanja. Ona je praćena istovremenim prelivanjem dohotka od poslovnih ka centralnoj banci, za razliku plaćene i naplaćene kamate. Time jača i poziciju centralne banke u sistemu banaka i njena uloga u monetarnom regulisanju (posebno selektivnog programa, kada se sistemom obaveznih rezervi oduzimaju sredstva od banaka, da bi se usmjeravala drugim bankama – već prema usvojenoj selektivnoj kreditnoj politici i pojedinim bankama, nosiocima te politike).

Ako se vodi politika nižih stopa obaveznih rezervi u odnosu prema ravnotežnoj stopi, vodi se u osnovi ekspanziona kreditna politika, bar što se tiče ovog instrumenta, uz povećanje kreditnog i depozitnog procesa multiplikacije. Istovremeno dolazi i do značajnog porasta oscilacija monetarnog multiplikatora, zbog sve većeg finansijskog djelovanja nosilaca novca, kao što su sektor stanovništva, privredni subjekti i država. Time je potrebna opreznija kreditna politika, monetarni sistem postaje nestabilniji, a potrebni su drugi vrlo efikasni instrumenti monetarnog regulisanja, da bi se na vrijeme spriječili negativni efekti niske stope obavezne rezerve (multiplikujući efekti).

Monetarna teorija je prihvatila kao opšti stav da više stope obaveznih rezervi osiguravaju širi prostor za efikasnije sprovođenje monetarne politike, posebno onda kada treba da se sprovodi ekspanzivna monetarna politika (značajnije sniženje stopa) radi podsticanja privredne aktivnosti.

U pogledu operisanja ovim instrumentima, teorijski se može poći od tri polazna koncepta :<sup>26</sup>

- 1) Fiksirana stopa obavezne rezerve u dužem periodu, gotovo u periodu dužine ciklusa, čime ona automatski djeluje preko promjena visine i strukture depozita u bankama i u privredi, u zavisnosti od faze ciklusa u kojem se nalazi privreda. Osnovni instrument monetarne politike je ponuda novca centralne banke, dok se obavezna rezerva svodi uglavnom na faktor kojim se ograničava proces monetarno – kreditne multiplikacije;

---

<sup>26</sup> Aleksandar Živković, Gradimir Kožetinac ;Monetarna ekonomija; Ekonomski fakultet u Beogradu, 2009., str. 495

- 2) Promjene stope obavezne rezerve se vrši samo izuzetno, unaprijed određenim uslovima razvoja privrede i monetarne politike. Ovaj koncept je nešto širi i elastičniji od prethodnog (dozvoljava i promjene ovih stopa), ali se ovaj instrument svodi na pasivno ili indirektno djelovanje. Prema nekim autorima, ovo je teorijski i praktično najispravniji pristup. Polazi se od činjenice da centralna banka ima gotovo potpunu kontrolu nad primarnim novcem i, preko toga, nad kreditnim potencijalom banaka i novčanom masom, a izuzetno kada izgubi kontrolu – pribjegava i promjeni stope obavezne rezerve. Ako centralna banka izgubi kontrolu nad ponašanjem novčane mase preko kreiranja i povlačenja primarnog novca (npr. kreditiranjem države, platno – bilansnom situacijom i sl.), ona treba da pribjegne ovom mehanizmu monetarnog regulisanja;
- 3) Radi sprovođenja efikasnijeg monetarnog regulisanja, i u kraćem intervalu vremena, treba vršiti promjene ovih stopa, kako naviše, tako i naniže. Time ovaj instrument postaje jedan od osnovnih u regulisanju kreditnog potencijala banaka u kratkom periodu, posebno kada drugi instrumenti monetarnog regulisanja ne pokazuju veću efikasnost.

Smanjenje stope obavezne rezerve za banke i privredu ne predstavlja nikakav problem, posebno u privredi u kojoj je permanentno postoji veća tražnja novca i kredita od ponude. Međutim, problem se javlja u slučaju kada treba pristupiti povećanju stope obavezne rezerve. Povećanje obavezne rezerve obično dovodi do povlačenja kredita iz privrede, jer se efekti povećanja obaveznih rezervi brže osjećaju kod banaka nego što je njihova mogućnost da povuku dio kredita iz privrede i usmjere ga u povećanu obaveznu rezervu. Time se banka nalazi u situaciji da se prilagođava i da se odluči :

- a) da smanji, eventualno, raniji visok nivo likvidnih sredstava (neplasiрана sredstva na žiro – računu), ili
- b) da se koristi međubankarske pozajmice, ili
- c) da koriste u toj međufazi kredit za likvidnost kod centralne banke, koji će otplatiti kasnije – kroz relativno sporije povlačenje kredita krajnjih korisnika.

Da bi se izbjegao takav udar na ukupan kreditni potencijal, kao i kreditnu politiku i likvidnost banaka, obično se povećanje stope obaveznih rezervi sprovodi postepeno – kroz manja povremena povećanja ove stope. U slučaju potrebe sprovođenja restriktivne kreditne politike i povlačenja mase novca iz privrede, smatra se da je povećanje stope obavezne rezerve, zbog svog linearnog djelovanja na sve banke, podesniji instrument nego smanjen.

## **5. OBAVEZNA REZERVA CENTRALNE BANKE BOSNE I HERCEGOVINE**

### **5.1. Obavezna rezerva CBBiH kao instrument monetarne politike**

Jedini instrument monetarne politike i regulacije koji je na raspolaganju CBBiH pod aranžmanom valutnog odbora su obavezne rezerve. Ciljeve kreditno-monetarne politike CB ostvaruje preko kontrole kreditnog potencijala. Kreditni potencijal se kontroliše utvrđivanjem osnovne stope izdvajanja banaka iz depozitnog potencijala u korist obaveznih rezervi. Smanjivanjem stope izdvajanja u obavezne rezerve povećava se nivo kreditnog potencijala i obrnuto. Upravno vijeće CB propisom zahtijeva da banke drže depozite u Konvertibilnim markama kod CB, preko centralnih ili glavnih jedinica, u minimalnom propisanom nivou koji iznosi 20% njihovih depozita i pozajmljenih sredstava izraženih u konvertibilnoj marci. Obavezne rezerve se primjenjuju jednako za sve banke.

Obavezne rezerve se održavaju držanjem gotovine ili novčanih depozita kod CB preko njene centrale i glavnih jedinica i obračunavaju se kao prosječne dnevne rezerve u desetodnevnom period. CB isplaćuje bankama kamatu po tržišnoj stopi i to na iznos njihovih obaveznih rezervi koji prelazi ekvivalent od pet procenata ukupnog iznosa njihovih pojedinačnih obaveza. Propisi kojima se modificiraju nivoi obaveznih rezervi specificiraju datum do kojeg banke moraju obezbjediti iznos novih rezervi. Ukoliko banka ne izvrši svoju obavezu u pogledu obaveznih rezervi tokom dva uzastopna perioda, CB prestaje obavljati transakcije povlačenjem za tu banku i obavještava nadležne bankarske institucije kako bi preduzele odgovarajuće mjere i nadoknadio manjak u toku iste sedmice. Ukoliko se neispunjavanje obaveza produži za još jednu sedmicu, CB će obavjestiti nadležne bankarske institucije kako bi one mogle započeti postupak zatvaranja banke. CB određuje i naplaćuje kaznu za svaku banku koja ne uspije održati obavezne rezerve na minimalnom nivou propisanom od strane CB, u iznosu od pet promila (5/1000) dnevno od ostvarenog deficita obaveznih rezervi te banke, sve dok se taj deficit ne ispravi.<sup>27</sup>

Značajno je istaći da se od svih banaka zahtijeva da drže određeni procenat svojih depozita kao rezerve kod CB. Korekcije stope obavezne rezerve koju je CBBiH izvršila 2005., ima za cilj smanjenje rasta plasmana kredita komercijalnih banaka. Danas se obavezna rezerva uglavnom kombinuje kao instrument sa obaveznim kapitalom. Stopa adekvatnosti kapitala je prudencijalna mjera kojom se obezbjeđuje minimalna

---

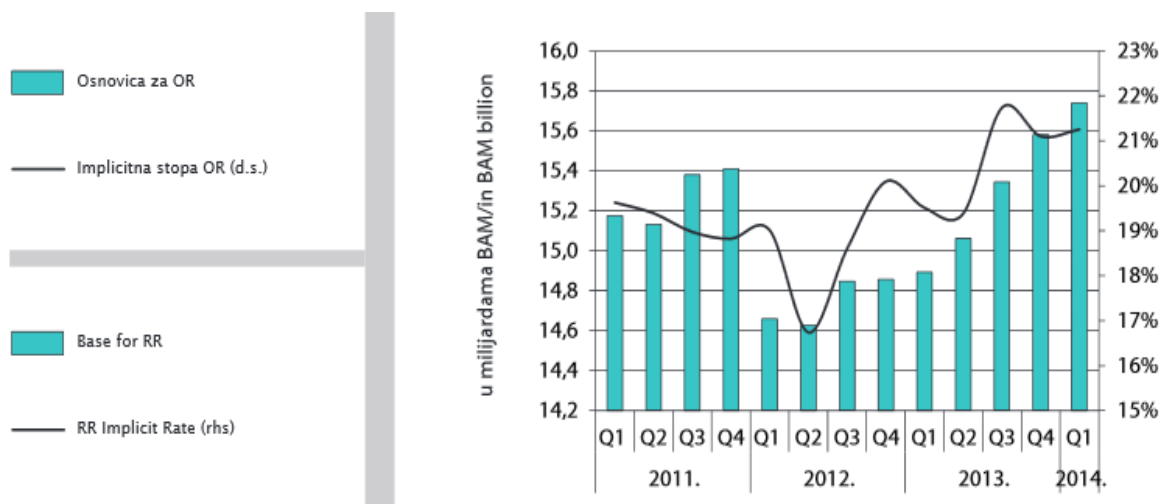
<sup>27</sup> Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine, 2014., str. 72

kapitalizacija bankarskog sistema. Od banke se zahtijeva da održava određeni procenat kapitala od njene ukupne aktive.

## 5.2. Bilten obaveznih rezervi za prvi kvartal 2014. godine

Osnovica za obračun obavezne rezerve u odnosu na godinu ranije bilježi kvartalno povećanje za 159, 3 miliona BAM. Implicitna stopa koja predstavlja odnos ukupnog stanja sredstava na računu rezervi i osnovice za obračun je nešto iznad 21%, usljed značajnog iznosa viška sredstava na računu rezervi. Ovo povećanje osnovice je skoro u cijelosti rezultat povećanja dijela osnovice u domaćoj valuti (grafikon 5.1)

Grafikon 5.1. Osnovice za obračun obavezne rezerve i implicitna stopa OR



Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

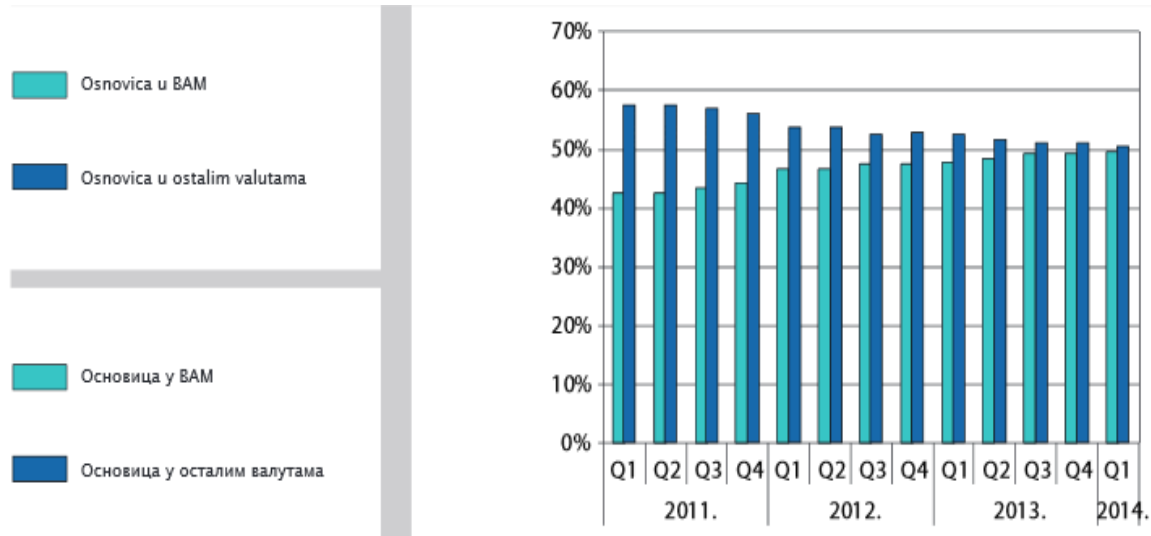
Tako se učešće domaće valute u ukupnoj osnovici izjednačilo sa ostalim valutama i s prvim tromjesečjem iznosi polovinu ukupne osnovice (grafikon 5.2) Ovo povećanje učešća osnovice u domaćoj valuti nije rezultat samo rasta depozita u domaćoj valuti nego i izuzeća sredstava iz obračuna osnovice za obaveznu rezervu, a u skladu sa odlukama CBBIH iz 2008. i 2009.<sup>28</sup>

Od 2, 66 milijardi BAM s kraja prvog kvartala koje ne ulaze u obračun osnovice, novopozajmljena sredstva iz inostranstva, u stranoj valuti, iznose 1,93 milijarde BAM (grafikon 5.3). Istovremeno, iznos depozita vlade za razvojne projekte iznosi 734, 2

<sup>28</sup> Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine, 2014., str. 72

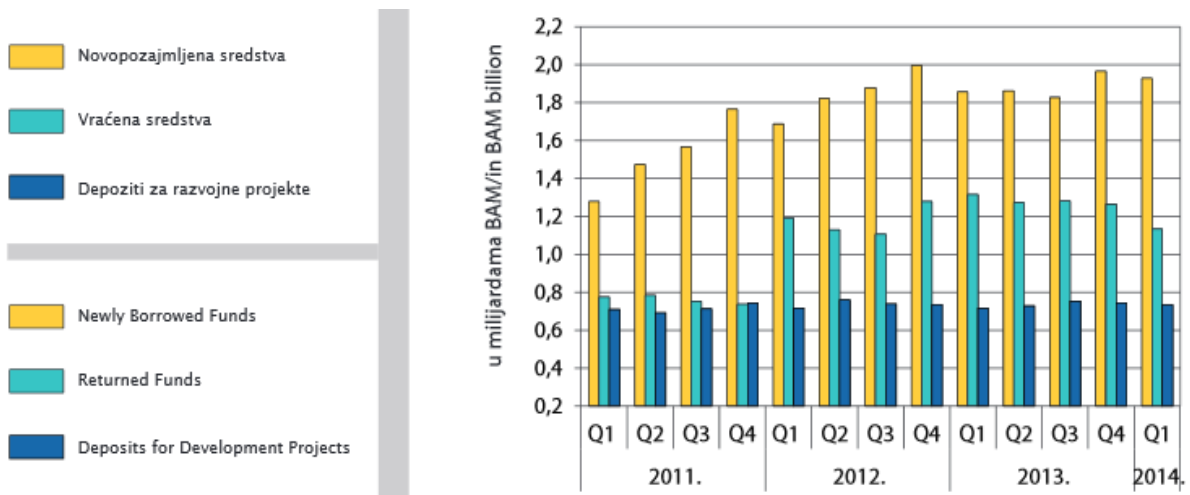
miliona BAM. Na osnovu navedenih odluka bankama je oslobođeno 199, 0 miliona BAM iz obaveze izdvajanja na račun rezerve.

Grafikon 5.2. Valutna struktura osnovice za obračun OR po tromjesečjima



Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

Grafikon 5.3. Sredstva izuzeta iz osnovice za obračun obavezne rezerve i prijevremeno vraćena sredstva (stanje na kraju perioda)

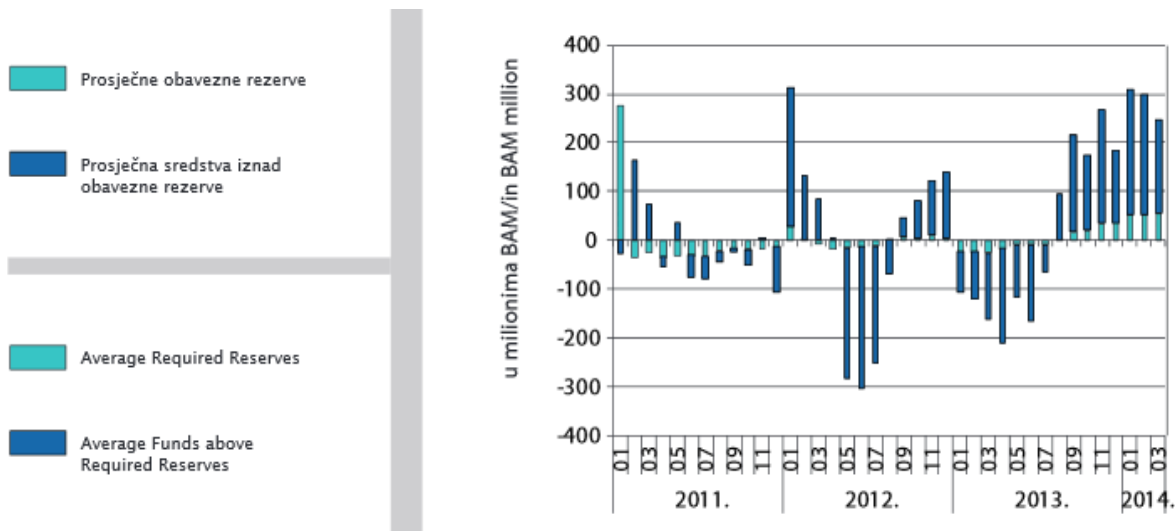


Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

Novi depoziti domaćih sektora i u domaćoj valuti i u stranim valutama utiču na povećanje osnovice. Otplaćene linije iz inostranstva povučene prije decembra 2008. godine smanjuju osnovicu, a sredstva povučena nakon 2008. godine nemaju uticaja na osnovicu za obračun. Prijevremeno vraćena sredstva, u zavisnosti od datuma zaduženja (prije ili nakon decembra 2008. godine), ili smanjuju osnovicu ili nemaju uticaja na nju.

Prosječno stanje na računu rezervi kod CBBIH je tokom prvog tromjesečja iznosilo 3,39 milijardi BAM. U skladu sa gore nevedenim promjenama u osnovici, prosječna obavezna rezerva se povećala za 19, 4 miliona BAM. Stanje viška sredstava je u sva tri mjeseca prelazilo iznos od 2, 00 milijarde BAM. U poređenju sa prosječnim stanjem iz 2013. godine, i iznos obavezne rezerve i iznos viška sredstava bilježe znatno veće vrijednosti (grafikon 5.4.).

Grafikon 5.4. Odstupanje od prosječnog stanja na računu rezervi



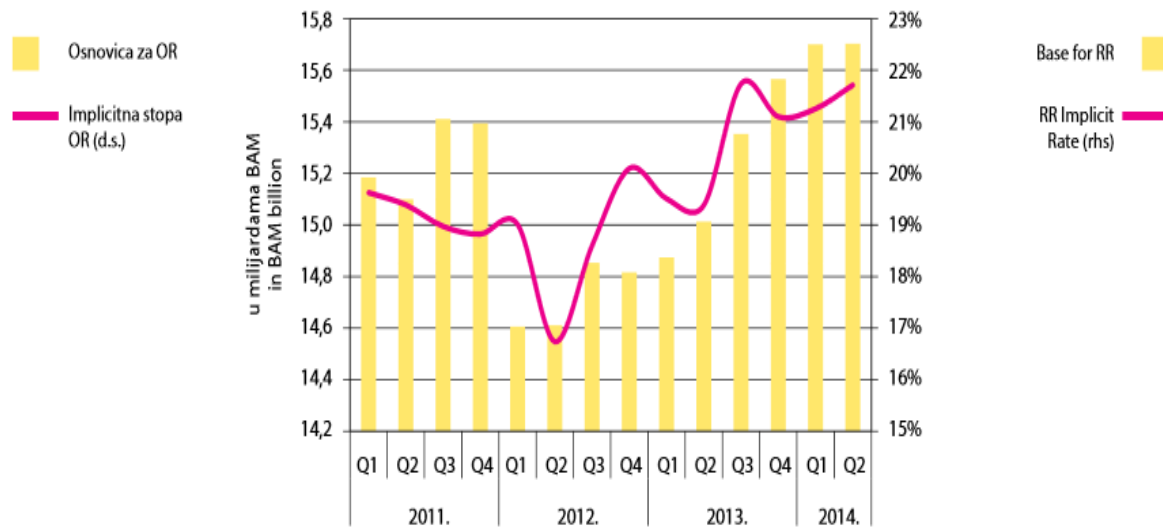
Izvor:., Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

CBBIH i dalje ostaje jedna od rijetkih banaka koja bankama na osnovu sredstava na računu rezervi obračunava i isplaćuje naknadu. Ukupan iznos naknade za prvi kvartal iznosio je 1,00 milion BAM. Iznos plaćene naknade je znatno veći u odnosu na prethodni kvartal zbog povećanja stanja na računu rezervi, te ostvarenih većih kamatnih stopa na jednomjesečne depozite na evropskom međubankarskom tržištu.

### 5.3. Bilten obaveznih rezervi za drugi kvartal 2014. godine

Osnovica za obračun obavezne rezerve gotovo je nepromjenjena u odnosu na prethodni kvartala (grafikon 5.5.). Implicitna stopa obavezne rezerve je ipak povećana jer su prosječna stanja na računu rezervi kod CBBiH porasla usljed značajnog iznosa viška sredstava na računu rezervi. Na kraju juna banke u BiH su kod CBBiH držale više od 150% propisanog iznosa rezervi.

Grafikon 5.5. Osnovica za obračuna obavezne rezerve i implicitna stopa OR

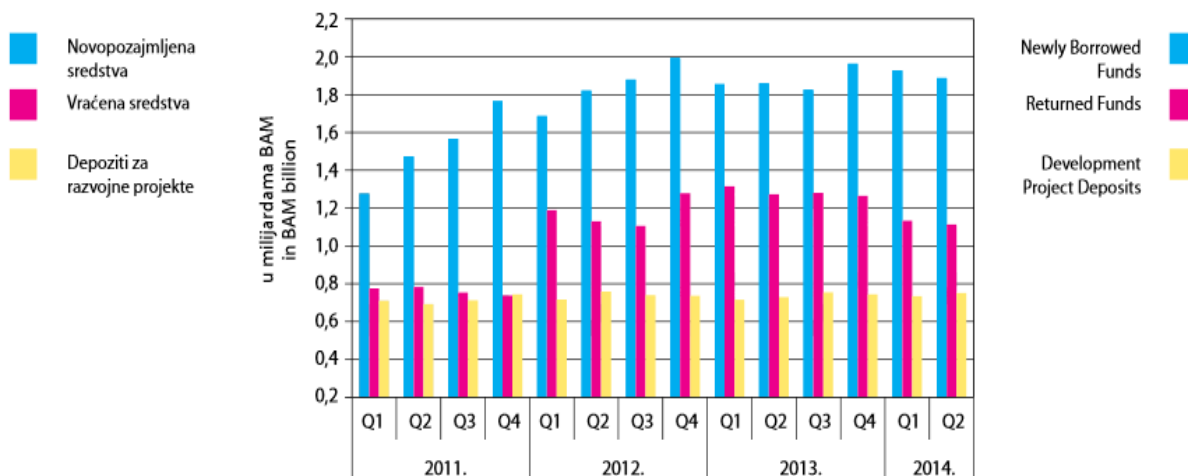


Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

Osnovica za obračun rezerve i dalje je prvenstveno determinisana trendovima u depozitima rezidenata. S jedne strane, pored rasta depozita rezidenata bilježi se i relativno skromno povećanje sredstava vlada entiteta uloženi u razvojne projekte koja su izuzeta iz osnovice za obaveznu rezervu. S druge strane, pored procesa razduživanja komercijalnih banaka, osnovica za obračun obavezne rezerve usljed promjena u stranoj pasivi banaka bilježi i smanjenje po osnovu izuzetih sredstava. Interpretirajući ovaj trend u kontekstu slabe potražnje za kreditima od strane rezidenata, evidentno je da je značajan iznos sredstava koje banke pozajmljuju iz inostranstva potrebnih za ispunjavanje potražnje za kreditima izuzet iz osnovice za obaveznu rezervu. Drugim riječima značajan dio kreditnih linija ili depozita iz inostranstva kojima se djelimično ili u potpunosti zamjenjuju postojeće, izuzet je iz osnovice za obračuna obavezne rezerve.



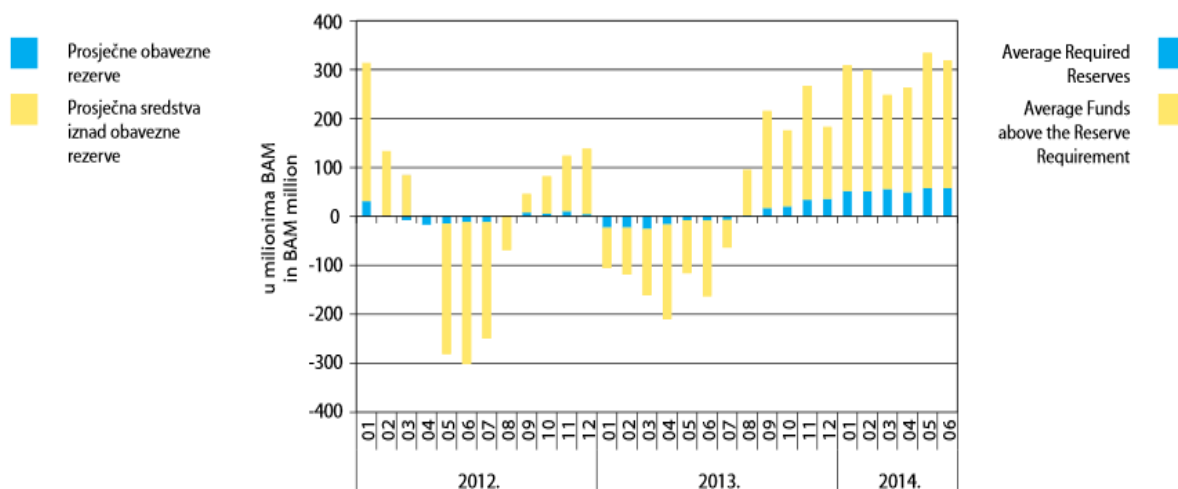
Grafikon 5.6. Sredstva izuzeta is osnovice za obračun obavezne rezerve i prijevremeno vraćena sredstva (stanje na kraju perioda)



Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

Izuzecom ovih sredstava iz osnovice na osnovu Odluka CBBiH bankama je u 18. dekadi 2014. godine oslobođeno 197,3 miliona BAM. Prosječno stanje na računu rezervi kod CBBiH je tokom drugog tromjesječja iznosilo 3, 41 milijardi BAM. Stanje viška sredstava je u sva tri mjeseca prelazilo iznos od 2,06 milijardi BAM. U poređenju sa prosječnim stanjem iz 2013. godine, i iznos obavezne rezerve i iznos viška sredstava bilježe znatno veće vrijednosti (grafikon 5.7.)

Grafikon 5.7. Odstupanje od prosječnog stanja na računu rezervi



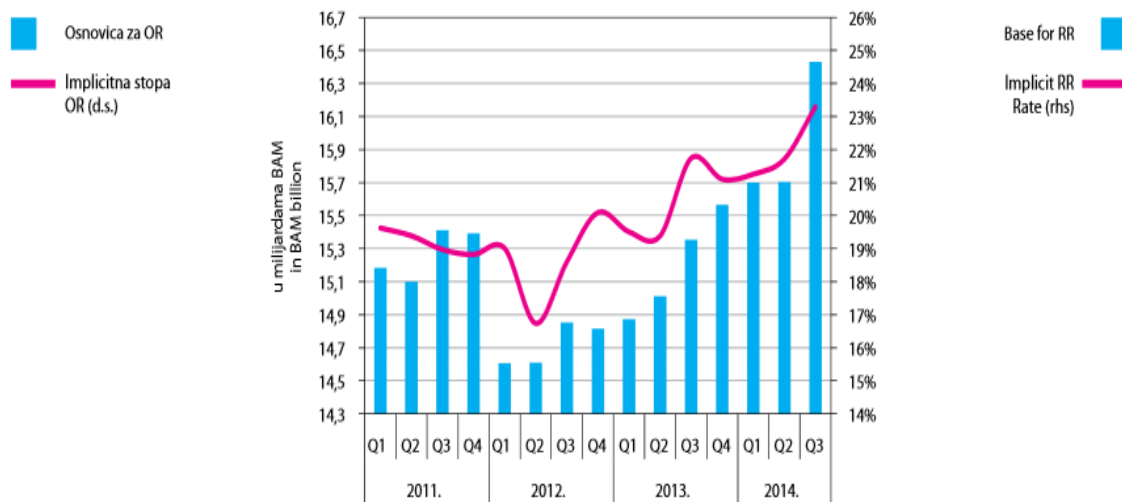
Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

Ukupno plaćena naknada u drugom kvartalu iznosi 960 hiljada BAM. Od toga iznosa naknada na obaveznu rezervu je 323 hiljade BAM, a na višak sredstava 637 hiljada BAM. Iznos plaćene naknade je 45 hiljada BAM niži u odnosu na prethodni kvartal usljed smanjenja kamatnih stopa na evropskom bankarskom tržištu u junu.

#### 5.4. Bilten obaveznih rezervi za treći kvartal 2014. godine

Usljed porasta depozita, osnovica za obračun obavezne rezerve bilježi rast od 728, 4 miliona BAM, čime je implicitna stopa obavezne rezerve nastavila trend rasta. Rast depozita, dodatno naglašen doznačavanjem i distribucijom sredstava SBA, ostaje dominantan faktor rasta osnovice za obračun obavezne rezerve. Tako 713, 4 miliona BAM čini povećanje osnovice u domaćoj valuti koja sada preovladava u valutnoj strukturu osnovice. I depoziti vlade za razvojne projekte koji su izuzeti od osnovice bilježe povećanje. Istovremeno, osnovica u stranim valutama bilježi skromno povećanja od 15, 1 milion BAM usljed rasta depozita, dok iznos novopozajmljenih sredstava iz inostranstva koja su takođe izuzeta iz osnovice bilježi povećanje za 119, 7 miliona BAM. Međutim, iako značajno, ni ovo povećanja nije zaustavilo process razduživanja banka koji je nakon stagniranja u drugom tromjesečju ponovo nastavljen.

Grafikon 5.8. Osnovica za obračun obavezne rezerve i implicitna stopa OR

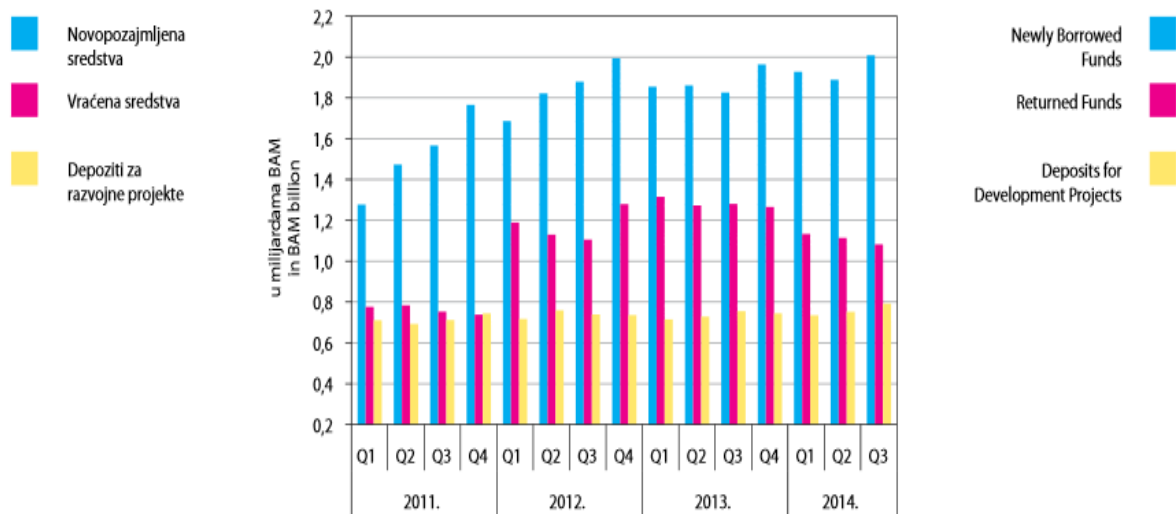


Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

Izucećem novopozajmljenih sredstava i depozita vlada za razvojne projekte iz osnovice na osnovu Odluka CBBiH bankama je u 27. dekadi 2014. godine oslobođeno

208, 9 milona BAM. Premda stanje novopozajmljenih sredstava s krajem kvartala ukazuje na povećanje dugoročnih izvora finansiranja iz inostranstva, riječ je o pojedinačnim bankama i njihovim aktivnostima, a ne djelovanju bankarskog sistema u cjelini. Tome u prilog idu i izvještaji nadležnih entitetskih regulatora koji ukazuju na trend povlačenja kratkoročnih sredstava iz inostranstva u cilju poštivanja regulatornih zahtjeva i neobnavljanja dospjelih dugoročnih obaveza.

Grafikon 5.9. Sredstva izuzeta iz osnovice za obračun obavezne rezerve i prijevremeno vraćena sredstva (stanje na kraju perioda)



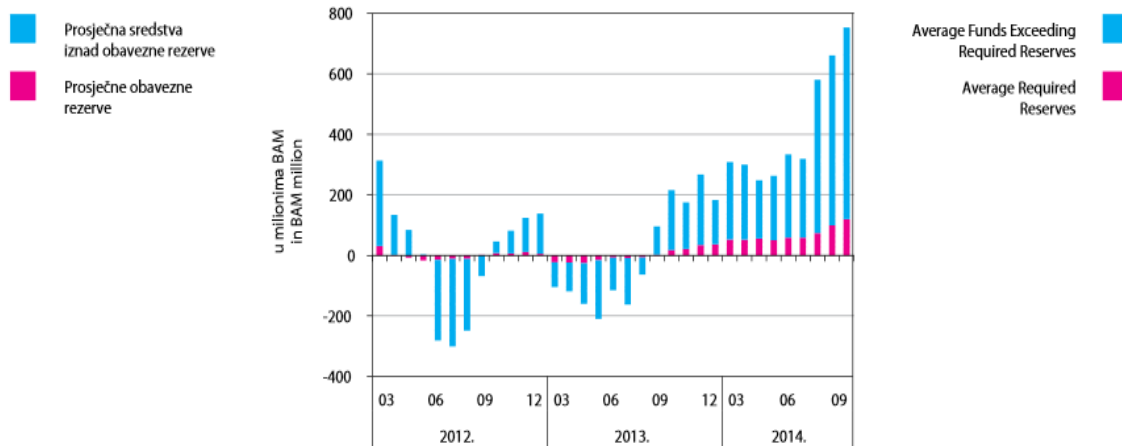
Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

Treći kvartal bilježi značajno povećanje salda računa rezervi u iznosu 415,8 miliona BAM. Prosječno stanje na računu rezervi kod CBBiH je u toku trećeg kvartala iznosilo 3,76 milijardi BAM. Stanje viška sredstava je u sva tri mjeseca prelazilo iznos od 2,38 milijardi BAM. U poređenju sa prosječnim stanjem iz 2013. godine, i iznos obavezne rezerve i iznos viška sredstava bilježe znatno veće vrijednosti tokom cijele tekuće godine, a naročito u mjesecima trećeg kvartala, što je rezultat doznačavanja pomenute tranše SBA MMF-a i rasta depozita.

Ukupno plaćena naknada u trećem tromjesečju iznosi 120, 4 hiljade BAM, od toga naknada na obaveznu rezervu iznosila je 37,7 hiljada BAM, a na višak sredstava 82, 7 hiljada BAM. S obzirom na to da je CBBiH bankama u prethodnom kvartalu platila 960, 1 hiljadu BAM, iznos plaćene naknade u trećem kvartalu je izuzetno nizak. Na ovakav drastičan pad naknade uticalo je uvođenje negativne stope ECB-a, jer su stope naknada koje CBBiH plaća na sredstva na računima rezervi u direktnoj vezi s tržišnim kamatnim

stopama koje CBBiH ostvaruje na evropskom tržištu. Kao odgovor na ovu odluku ECB-a, a u cilju zaštite da se na sredstva na računu rezervi obračunava negativna kamatna stopa, što bi moglo imati višestruke negativne posljedice po bankarski sektor, ali i kamatne stope na naknade. U skladu s ovom odlukom, bankama je u posljednje dvije dekade kvartala obračunata nulta stopa naknade.

Grafikon 5.10. Odstupanja od prosječnog stanja na računu rezervi



Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

### 5.5. Bilten obaveznih rezervi za četvrti kvartal 2014. godine

Osnovica za obračun obaveznih rezervi s krajem četvrtog tromjesečja iznosila je 16,35 milijardi BAM, uz tromjesečno smanjenje od 72,6 milijardi BAM. Dominantna determinanta kretanja osnovice za obračun obaveznih rezervi tokom 2014. godine, pa tako i tokom četvrtog tromjesečja, jesu depoziti u domaćoj valuti. S obzirom na to da je priliv sredstava po osnovi stand-by aranžmana u ukupnom iznosu 373,3 miliona BAM u trećem tromjesečju značajno uticao na osnovicu i stanje računa rezervi kod CBBiH, određeno smanjenje u narednom tromjesečju, nakon distribucije ovih sredstava, bilo je očekivano. Višak sredstva je nešto niži u odnosu na prethodno tromjesečje i iznosio je 2,27 milijardi BAM, kao i saldo računa rezervi u iznosu od 3,67 milijardi BAM. Oba iznosa najveće vrijednosti bilježe na početku kvartala kao rezultat trajanja efekata iz prethodnog kvartala koji ove godine nisu obilježili samo sezonski faktor, nego i pomenuti priliv SBA sredstava od MMF-a. U četvrtom kvartalu zabilježen je slučaj neispunjavanja obavezne rezerve za dvije dekade od strane Bobar banke a.d Bijeljina. Problem u Bobar banci a.d. Bijeljina koji su doveli do likvidacije i stečaja rezultirali su i prvom isplatom garantovanih depozita od strane Agencije za osiguranje depozita BiH.

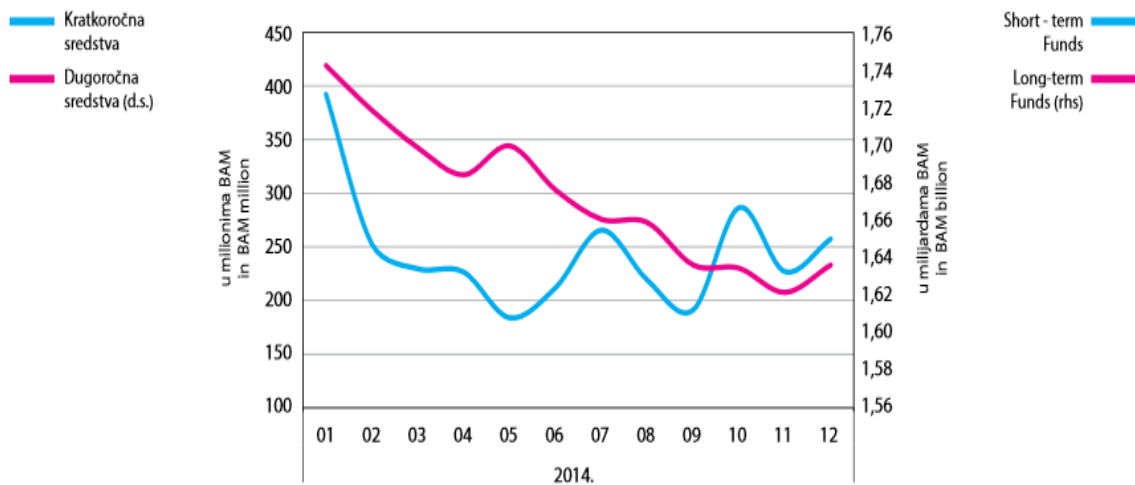
Grafikon 5.11. Osnovica za obračun obavezne rezerve i implicitna stopa OR



Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

Nepozajmljena sredstva i depoziti vlade za razvojne projekte s krajem 2014. godine iznose 2,72 milijarde BAM. Izuzećem ovih sredstava iz osnovice na osnovu odluka CBBiH, bankama je u 36. dekati 2014. godine oslobođeno 206, 8 miliona BAM. Iznos novopozajmljenih sredstava na kratak rok oscilira u toku godine i deternisan je regulatornim zahtjevima, ali i limitima određenim od strane grupacije.

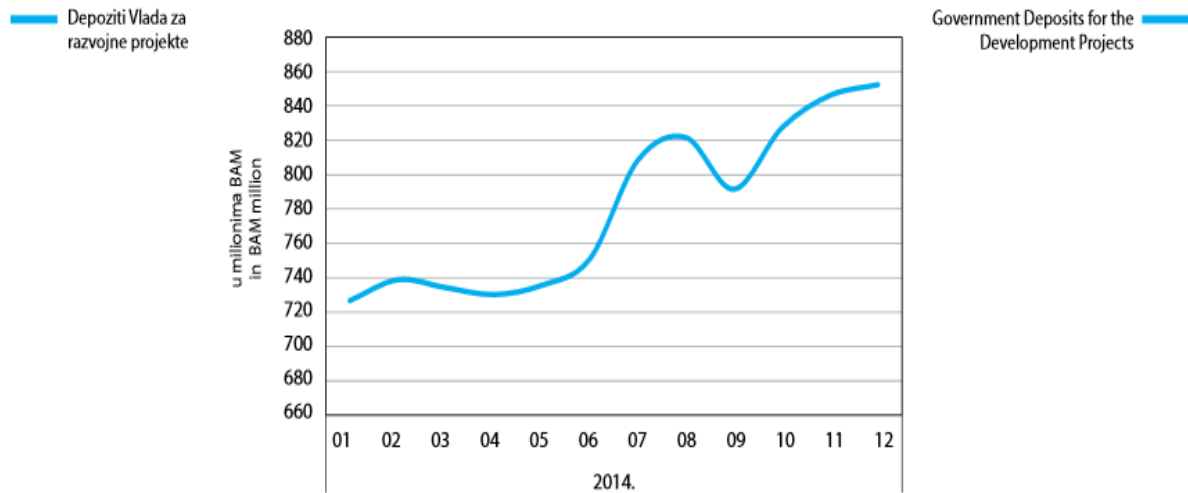
Grafikon 5.12. Stepen novopozajmljenih sredstava u toku 2014. prema ugovorenom roku dospijea



Izvor: Bilten 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

Grafikon 5.12. jasno ukazuje da pozajmljena sredstva na dugi rok, iako oslobođeno obaveze izdvajanja obaveznih rezervi ima opadajući trend tokom cijele godine. Depoziti vlada za razvojne projekte, s druge strane, bilježe značajno povećanje tokom godine, naročito u drugoj polovini i s krajem četvrtog tromjesečja iznose 852, 3 miliona BAM. (Grafikon 5.13.)

Grafikon 5.13. Depoziti vlada za razvojne projekte



Izvor: Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine

Priliv sredstava od MMF-a po osnovu SBA aranžmana sredinom godine znatno je povećao stanje računa rezervi, pa tako i odstupanje od prosječnog stanja u drugoj polovini godine bilježe pozitivne vrijednosti. Tržišne stope na evropskom bankarskom tržištu determinišu plaćanje naknade od strane CBBiH na sredstva koje komercijalne banke drže na računu rezervi. S obzirom na to da su četvrti kvartal obilježile veoma niske i čak negativne tržišne stope, CBBiH bankama nije platila naknadu na ova sredstva.

## ZAKLJUČAK

Na osnovu prethodnog izlaganja na kraju diplomskog rada možemo zaključiti da se monetarnom politikom obezbjeđuje optimalan odnos količine novca u opticaju i kvantitativnog karaktera društvenog proizvoda u okviru jedne nacionalne privrede. Ona se svodi na aktivnosti centralne banke koje se odnose na emisiju i povlačenje novca iz opticaja u cilju obezbjeđenja adekvatne količine novca u nekoj nacionalnoj privredi. Osnovni cilj monetarne politike je da obezbjedi potrebnu količinu novca za obnavljanje resursa u proizvodnji i za kontinuitet reprodukcije, zato je ona veoma bitna za normalno funkcionisanje jedne zemlje.

Učinci primjene instrumenata monetarne politike mogu biti direktni (uticaj na likvidnost banaka i privrede) i indirektni (kretanje kamatnih stopa, deviznog kursa, nivoa cijena). Operacije na otvorenom tržištu podrazumijevaju kupovinu HOV - povećanje obima primarnog novca - povećanje kreditnog potencijala, potom devizne transakcije sa inostranstvom: veća kupovina od prodaje deviza - kreiranje primarnog novca, zatim kredite poslovnim bankama - uloga posljednjeg utočišta u slučaju pada likvidnosti cjelokupnog bankarskog sektora pod uticajem autonomnih faktora; selektivni krediti i propisivanje diskontne stope i stope obavezne rezerve.

Obavezna rezerva ima dve osnovne uloge. Prva je prudencijalnog karaktera, budući da kroz regulisanje likvidnosti banaka pomaže stabilnosti finansijskog sistema, a druga, da djeluje kao instrument transmisije mjera monetarne politike na ekonomsku aktivnost i inflaciju, preko regulisanja ponude kredita. Prednosti obaveznih rezervi su da jednako utiče na sve banke i bitno utiče na novčanu masu. Nedostaci su: prevelik uticaj na višak rezervi i novčanu masu, veliki administrativni troškovi i problem likvidnosti kod banaka sa malim viškom rezervi.

Da bi finansijski sistem bio stabilan potrebne su koordinirane akcije fiskalne i monetarne politike: neophodne su nove kapitalne injekcije, koje često dovode u pitanje vrijednost tih institucija, dati neophodne garancije koje će smanjiti potencijalne gubitke, stabilizacija stambenog tržišta i hipotekarnih gubitaka, smanjiti mogućnost novih kriza kroz regulatorni okvir, riješiti problem finansijskih institucija koje se smatraju "prevelikim za propasti" i smanjiti sistemski rizik.

CBBiH monetarnu politiku provodi u okviru currency board aranžmana. Currency aranžman u BiH podrazumijeva fiksni odnos između domaće i strane sidro valute (1KM : 0,51129 EURO), što znači da izdaje domaću valutu uz puno pokriće u slobodnim konvertibilnim deviznim sredstvima po fiksnom kursu 1 KM: 0,51129 EURO. Jedini instrument monetarne politike kojeg CBBiH ima na svome raspolaganju jeste obavezna rezerva. Obaveznu rezervu, diskontnu stopu centralne banke i operacije na otvorenom

tržištu ubrajamo u linearne instrumente monetarne politike tj. instrumente koji linearno djeluju na kompletan bankarski i finansijski sistem. Obavezne reserve su, istorijski posmatrano, prvenstveno bile uvedene radi zaštite deponenata. Međutim, vremenom je taj mehanizam evoluirao u pravcu postizanja primarnog cilja da centralna banka raspoláže izuzetno moćnim instrumentom novčane kontrole u kritičnim situacijama. Kao sredstva obaveznih rezervi priznaju se samo gotovina u trezorima banaka i depoziti na računu kod centralne banke.

Djelovanje promjene stope obaveznih rezervi na depozite ispoljava se na tri različita načina: djelovanje na depozitni multiplikator ili koeficijent ekspanzije koji utiče na iznos depozita i novih kredita koje bankarski sektor može kreirati sa svakim novim prilivom rezervi u sistem; drugi efekat promjene stope obaveznih rezervi je u tome što time mijenja struktura mješavine između viška rezervi i obaveznih rezervi i treći, promjene nivoa obaveznih rezervi, također, imaju efekte na nivoe kamatnih stopa.



## LITERATURA

- 1) Aleksandar Živković, Gradimir Kožetinac: Monetarna ekonomija; Ekonomski fakultet u Beogradu, 2009.
- 2) Biletan 2014. godine, Centralna banka Bosne i Hercegovine, 2014.
- 3) Jovan B. Dušanić: Novac; Zadužbina Andrejević, Beograd, 2001.
- 4) Jovan B. Dušanić, Nikola J. Špirić, Monetarne i javne finansije, Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2009.
- 5) Jovan B. Dušanić, Monetarne i javne finansije, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2009.
- 6) Mladen Savić, Mjesto i uloga monetarne politike Bosne i Hercegovine prilikom ulaska u Evropsku monetarnu uniju, Centar za obrazovanje odraslih, Bijeljina, 2011.
- 7) Nenad M. Duvnjak, Ljubomir D.Kovačević: Bankarstvo-Bankarski menadžment; Ekonomski fakultet subotica, 2006.
- 8) Nataša Simić, Monetarne i javne finansije, Megatrend, Beograd, 2002.
- 9) Simeun Vilendečić: Monetarna politika, devizni kurs i monetarna unija; BLC ( Banja Luka College) 2008.
- 10) Slobodan Kozomec, Žarko Ristić, Monetarne i javne finansije: menadžment monetarne i javne ekonomije, Čigoja štampa, Beograd, 1999.
- 11) Zoran Bingulac, Miodrag Jovanović, Borko Krstić, Monetarne i javne finansije, Megatrend univerzitet, Beograd, 2003.

### Internet izvori:

- 1) <http://www.suburban.breeze.rs/edukacija/indjijateam/mf-Ideo.pdf> (15.09.2015. 21:30h)
- 2) [https://www.parlament.ba/sadrzaj/ostali\\_akti/izvjestaji/default.aspx?id=56477&langTag=bs-BA&pril=b](https://www.parlament.ba/sadrzaj/ostali_akti/izvjestaji/default.aspx?id=56477&langTag=bs-BA&pril=b) (19.09.2015. 15:27h)
- 3) [http://eeas.europa.eu/delegations/kosovo/documents/publications/20140117\\_economic\\_and\\_monetary\\_union\\_and\\_the\\_euro\\_sr.pdf](http://eeas.europa.eu/delegations/kosovo/documents/publications/20140117_economic_and_monetary_union_and_the_euro_sr.pdf) (20.09.2015. 10:15h)