

I GLAVA

POJAM CENTRALNOG BANKARSTVA

1.1. Pojam i istorijat centralnog bankarstva

Danas postoji veliki broj definicija centralne banke. Prema definiciji Međunarodnog monetarnog fonda,¹ centralna banka je nacionalna finansijska institucija koja sprovodi kontrolu nad ključnim aspektima finansijskog sistema i obavlja aktivnosti poput: emitovanja valute, upravljanja deviznim rezervama, obavljanja transakcija sa MMF-om i obezbeđivanje kredita ostalim depozitarnim korporacijama. U širem smislu, pod pojmom centralne banke MMF tretira i valutni odbor, kao i vladine agencije koje su posebne institucije, a obavljaju aktivnosti centralne banke (ovaj tip centralne banke se najčešće sreće pod nazivom platni ili monetarni autoritet). Ekonomska i poslovna enciklopedija (1994) definiše centralnu banku kao vodeću monetarno kreditnu ustanovu koja ima dva osnovna zadatka: da osigura nesmetano funkcionisanje bankarskog i finansijskog sistema i da vodi monetarnu politiku, odnosno da kontroliše količinu novca u opticaju u cilju ostvarenja niske stope inflacije, bez izazivanja visoke nezaposlenosti. Enciklopedija „Wikipedia“ definiše centralnu banku kao instituciju odgovornu za monetarnu politiku zemlje ili grupe zemalja članica, sa osnovnim ciljem očuvanja stabilnosti nacionalne valute i ponude novca.

Iz velikog broja različitih definicija mogu se izvući neke zajedničke karakteristike koje u osnovi definišu centralnu banku. Prvo, to je vrhovna monetarna institucija. Drugo, ona može obavljati niz različitih funkcija i ima monopol nad izdavanjem novca. I treće, njen najvažniji cilj je održavanje cenovne stabilnosti u užem smislu, odnosno finansijske stabilnosti u širem smislu.

Novac i monetarna politika su prisutni od početka civilizacije, a centralno bankarstvo ima mnogo kraću istoriju. Istorija centralnih banaka je dugačka i one su osnivane iz različitih motiva. Istorijski posmatrano centralne banke su se razvile na dva načina. Prvi je predstavljao evolucioni proces, kada se iz komercijal-

¹ MMF, (2000), „Monetary and Financial Statistics Manual“.

nog bankarstva izdvojila jedna banka koja je dobila monopol na emisiju novca. Drugi način je u vidu državnog dekreta kojim se osniva centralna banka.

Preteču centralnih banaka su često predstavljale klirinške kuće. One su neretko imale ulogu zajmodavca u krajnjoj instanci i osiguravale su depozite za svoje članice. U periodima krize one su funkcionisale kao jedna banka, to jest izdavale su sertifikate o vlasništvu ili pripadnosti klirinškoj kući i na taj način se povoljan kreditni status dobrih banaka širio i na loše banke, članice klirinške kuće. Takođe, u periodima krize objavljivani su samo agregatni podaci na nivou klirinške kuće, a ne na nivou pojedinačnih banaka, što je imalo dodatan stabilizirajući efekat. Tokom vremena i klirinške kuće su se menjale i poprimalle nove funkcije, tako da su krajem XIX i početkom XX veka počele da vrše reviziju svojih članova, da zahtevaju dostavljanje finansijskih izveštaja o poslovanju, da uvode obaveznu rezervu, da propisuju zahteve o strukturi kapitala, pa čak i da emituju novac. U pitanju su funkcije koje danas obavljaju moderne centralne banke. Obavljanje ovih najvažnijih funkcija vremenom počinju da preuzimaju pojedine važne banke poput Riks banke u Švedskoj, Banke Engleske, Banke Francuske i dr. Postepeno i tokom vekova ove banke su prerastale u centralne banke.

Prve evropske centralne banke su osnivane od XVII veka, kroz evolucionu proces, kao posledica ratova i njihovog pritiska na državne finansije. One vode poreklo od takozvanih privilegovanih banaka, koje su imale pravo da emituju novac, da bi kasnije jedna od njih dobila monopol na emisiju novca.

Prva centralna banka je švedska Riks banka, osnovana 1668. godine. Ona je nastala kada je švedski Parlament stavio pod svoj nadzor, kao rezultat brojnih teškoća sa kojima se suočavala ova banka u svome poslovanju. Sve do 1830. godine bila je i jedina banka koja je poslovala u Švedskoj.

U nekim zemljama (Holandiji i skandinavskim zemljama), centralne banke su prvo bile specijalne komercijalne banke, jer su dobijale povlastice od vlade i bile su banke države.

Banka Engleske je osnovana 1694. godine i njen osnovni zadatak je bio prikupljanje fondova za finansiranje rata. Ona je sa šest partnera bila jedina emisiona institucija u Engleskoj i Velsu, ali ne i u Škotskoj. Totalni monopol na emisiju novca dobila je tek 1928. godine kada je na nju preneto i pravo emitovanja novčanica, koje je do tada imao Trezor.

Banku Francuske je osnovao Napoleon 1800. godine i njeno osnivanje je bilo povezano sa potrebama finansiranja države u ratnim uslovima. Norveška centralna banka je osnovana 1816. godine radi uspostavljanja monetarne stabilnosti nakon rata, koji je doveo do enormnog „štampanja“ novca. Preteča Bundesbanke – Deutsche Reichbank - je osnovana 1876. godine kao privatna banka, ali članove njenog upravnog odbora je imenovala vlada. U Meksiku je u okviru Ministarstva finansija 1897. godine otvoreno odeljenje za superviziju banaka, a centralna banka je osnovana tek 1925. godine. Formiranje FED-a 1913. godine je bilo posledica finansijske krize i panike na bankarskom tržištu. FED, kao i Banka Japana (osnovana 1882. godine) i centralne banke većine bivših socijalističkih zemalja su osnovane državnim dekretom.

U početku je većina centralnih banaka bila u privatnom vlasništvu, a nakon II svetskog rata one u najvećem broju slučajeva postaju državno vlasništvo. I dok su bile u privatnom vlasništvu, najčešće su akcionari imali pravo samo na limitirani iznos dividendi. Tako na primer, akcionari Banke Engleske imali su pravo na dividendu u iznosu do 12% od kapitala banke, a akcionari FED-a 6%.

Iako je osnivanje centralnih banaka bilo povezano sa potrebom finansiranja države, ova funkcija je bila mnogo drugačija od današnjih oblika finansiranja budžetskih deficita. Naime, tada su centralne banke u stvari imale ulogu posrednika između vlade i privatnih investitora.

Boks br. 1.1 – Povelja o bankarskom modelu

Obično se smatra da koreni modernog centralnog bankarstva počinju sa „Poveljom o bankarskom modelu“ koju je donela Banka Engleske 1844. godine. Povelja se bazirala na sledećim osnovnim principima:

- Banke koje emituju novac su privatne institucije,
- Njihova ciljna funkcija je maksimizacija profita,
- Broj banaka koje imaju pravo da emituju novac je limitiran.

Ograničavanje broja banaka koje imaju pravo da emituju novac je limitirano iz straha da u slučaju prevelikog broja emitenata korisnici ne bi mogli da procene „kvalitet“ različitih banknota. To bi moglo stimulisati pojedine banke, u slučaju odsustva zlatne konvertibilnosti, da emituju veliku količinu banknota, što bi moglo voditi inflaciji.

U literaturi se obično smatra da se nastanak centralnih banaka u pravom smislu vezuje za trenutak kada su one preuzele funkciju zajmodavca u poslednjoj instanci, a to je uglavnom period od sredine devetnaestog veka. Od tada se centralne banke postepeno povlače iz komercijalnog bankarstva i tada prestaje konkurentska uloga sa ostalim komercijalnim bankama i centralna banka se pomera ka funkciji čuvara finansijske stabilnosti sistema.

U periodu nastanka centralnog bankarstva važio je zlatni standard, što znači da su tadašnje centralne banke imale zadatak da održavaju fiksni odnos između rezervi zlata i monetarne baze. Posle Drugog svetskog rata, SAD je preuzela obavezu da održava zlatnu konvertibilnost dolara, a valute svih ostalih zemalja su se utvrđivale u fiksnom paritetu prema dolaru ili prema zlatu. Ovaj sistem se zadržao sve do 1973. godine, odnosno kraha Bretonvudskog sistema.

Početkom dvadesetog veka u svetu je postojalo samo 18 centralnih banaka, ali sa rastom popularnosti centralnih banaka, sticanjem nezavisnosti kolonija i raspadom nekih bivših socijalističkih zemalja, broj centralnih banaka je u drastičnom porastu. Krajem 50-ih godina u svetu je postojalo oko 60 centralnih banaka, a danas ih prema web sajtu BIS banke, ima 160.

Savremene centralne banke su organizovane na vrlo različite načine i pokrivaju različite funkcije. Takođe, one se susreću pod vrlo različitim nazivima: centralna banka, narodna banka, banka rezervi, državna banka, a uz imenicu banka može nositi i naziv države. Stoga se može zaključiti da ne postoji jedan optimalan model razvoja centralne banke.

Sposobnost centralne banke da održava cenovnu stabilnost i stabilnost finansijskog sistema u velikoj meri zavisi od njenog kredibiliteta. Ukoliko centralna banka ima visok kredibilitet i ukoliko postoji mišljenje da vodi monetarnu politiku u skladu sa profesionalnim kriterijumima, njenim akcijama će se verovati i one će biti prihvaćene od najvažnijih institucija, poput sindikata, poslodavaca, finansijskih institucija i dr. Njihovo ponašanje će tada biti u skladu sa makroekonomskim prognozama. Svako odstupanje od standarda nezavisnosti centralne banke može voditi smanjenju njenog kredibiliteta.

Imajući u vidu veliki značaj centralnih banaka u gotovo svim zemljama postoji zakon o centralnim bankama koji po pravilu reguliše delokrug njenog rada, njenu

odgovornost, procedure izbora upravljačkih tela. U najvećem broju zemalja centralne banke su državno vlasništvo, a ostvareni profit transferišu vladi.

Sa razvojem centralnog bankarstva menjale su se i funkcije i instrumenti monetarne politike. U početku, monetarna politika je bila povezana samo sa emitovanjem kovanog i papirnog novca i centralna banka je vodila računa da novac ne izgubi vrednost. Vremenom, centralne banke su dobijale i mogućnost da utvrđuju odnos vrednosti zlata i srebra, kao i kurs nacionalne valute prema stranim valutama, iako su ove vrednosti nekada odstupale od tržišnih vrednosti. Sa industrijskom revolucijom, u vreme zlatnog standarda, monetarna politika vodi računa da se održi fiksni odnos između vrednosti nacionalne valute i vrednosti zlata. Tada se i pojavljuje kamatna politika, koja je bila značajna za održanje zlatnog standarda. Krajem XIX i početkom XX veka centralne banke počinju da preuzimaju i ulogu zajmodavca u krajnjoj instanci. Vođenje monetarne politike od strane centralne banke u cilju realizacije razvojnih i stabilizacionih ciljeva naročito je afirmisano posle Velike ekonomske krize. Tokom šezdesetih godina u eri kejnzijanizma kada je preovladavala nezaposlenost, centralna banka ima zadatak da ekspanzivnom monetarnom politikom, a pre svega preko obezbeđivanja niske kamatne stope, utiče na postizanje pune zaposlenosti. Centralna hipoteza kejnzijanizma je bila da centralna banka može dinamizirati agregatnu tražnju u kratkom roku, zato što je većina cena fiksna u kratkom roku proizvođači će proizvesti onoliko proizvoda koliko se traži. Kako je tokom sedamdesetih godina problem predstavljala rastuća stopa inflacija, to se promenilo i uloga centralne banke u smeru davanja prioriteta restriktivnoj monetarnoj politici i obaranju stope inflacije. Takođe, u ovom periodu je prisutan i trend rasta nezavisnosti centralne banke.

Početkom XXI veka centralno bankarstvo se našlo na raskrsnici. Uloga centralne banke se tokom istorije značajno menjala od finansijera osvajачkih pohoda, zajmodavca u poslednjoj instanci, institucije koja je podržavala ekonomski rast i punu zaposlenost, aktivnog učesnika u stabilizacionim procesima do „čuvara“ cenovne stabilnosti. Kako se menjalo okruženje i preovlađujuće ekonomske teorije, tako se menjala uloga i instrumenti centralne banke.

TABELA BR. 1.1 – KORENI CENTRALNOG BANKARSTVA

Godina osnivanja	Zemlja	Naziv u trenutku osnivanja	Cilj osnivanja
1668.	Švedska	Banka za nekretnine (Riksbank)	Finansiranje rata
1694.	Velika Britanija	Banka Engleske	Finansiranje rata
1782.	Španija	Banka Španije	Finansiranje rata
1800.	Francuska	Banka Francuske	Finansiranje rata, upravljanje javnim dugom
1811.	Finska	Banka Finske	Monetarna suverenost
1814.	Holandija	Banka Holandije	Podsticanje ekonomskog rasta
1816.	Austrija	Nacionalna banka Austrije	Upravljanje javnim dugom radi finansiranja rata
1816.	Norveška	Banka Norveške	Monetarna reforma radi sprečavanja prenošenja krize iz Danske
1818.	Danska	Danska nacionalna banka	Uspostavljanje stabilnosti nakon rata
1846.	Portugal	Banka Portugala	Povratak kredibiliteta monetarnog režima
1850.	Belgija	Belgijska nacionalna banka	Kriza bankarskog sistema
1876.	Nemačka	Rajhsbanka	Konsolidacija emisije funkcije
1882.	Japan	Banka Japana	Modernizacija režima
1893.	Italija	Banka Italije	Konsolidacija emisije funkcije
1907.	Švajcarska	Švajcarska nacionalna banka	Eliminisanje konkurencije u emisiji novca
1911.	Australija	Komonveltova banka Australije	Kreiranje emisije institucije
1913.	SAD	Sistem federalnih rezervi	Finansijska i bankarska kriza
1934.	Kanada	Banka Kanade	Zajmodavac u posljednjoj instanci
1934.	Novi Zeland	Banka rezervi Novog Zelanda	Zajmodavac u posljednjoj instanci
1942.	Irska	Banka Irske	Zajmodavac u posljednjoj instanci
1999.	EU	Evropska centralna banka	Stvaranje monetarne unije

Izvor: Capie F, Fisher S, Godhart C. A. E. i Schnadt N. (1994), „The Future of Central Banking“, Cambridge University Press

1.2. Ciljevi centralne banke

Da ste tokom šezdesetih godina pitali ekonomistu ili centralnog bankara šta je najvažniji cilj monetarne politike, verovatno biste dobili odgovor da se postigne optimalna nagodba između inflacije i smanjenja nezaposlenosti. Tada se verovalo da se sa malo višom stopom inflacije može „kupiti“ ekonomski rast. Na isto pitanje postavljeno danas, odgovor je da je cilj monetarne politike očuvanje ceno-vne stabilnosti. Danas više ne postoje ni teoretski ni empirijski dokazi da postoji dugoročna „nagodba“ između inflacije i ekonomskog rasta. Korišćenje, eventu-

alno, kratkoročne „nagodbe“ može doneti samo više neizvesnosti o stopi inflacije u budućnosti.

Neposredno posle Drugog svetskog rata, monetarna politika razvijenih zemalja i dela ZUR bazirala se na Bretonvudskom sistemu. Sve zemlje članice MMF-a bile su u obavezi da odrede fiksne devizne kurseve svoje valute prema američkom dolaru ili prema zlatu. Dozvoljena granica fluktuacije je bila $\pm 1\%$. Devalvacije nacionalne valute su bile moguće samo u slučaju većih platno-bilansnih problema i uz obavezne konsultacije sa MMF-om. Bretonvudski sistem je funkcionisao bez većih problema sve do kraja 60-ih godina prošlog veka. Početkom sedamdesetih godina, SAD ukidaju konvertibilnost dolara (zamenljivost za zlato) i nakon dve devalvacije dolara napušten je Bretonvudski sistem i tada većina zemalja prelazi na fleksibilne devizne kurseve. Sa druge strane, u centralnoplanskim privredama monetarna politika je uglavnom bila u rukama centralnoplanskog organa i nije postojala podvojenost centralnih i poslovnih banaka.

Posle propasti Bretonvudskog sistema prisutan je veliki broj različitih monetarnih režima. Neke zemlje vode politiku fluktuirajućeg deviznog kursa, neke nastavljaju politiku fiksnog deviznog kursa. U ovom periodu je preovladavalo mišljenje da monetarna politika nije efikasna i da ona treba da podržava nacionalnu ekonomiju i većina centralnih banaka nije nezavisna, već je pod nekom vrstom formalnog ili neformalnog autoriteta fiskalne politike.

Međutim, od 80-ih godina prošlog veka situacija se drastično menja i prisutan je trend porasta nezavisnosti centralnih banaka, i isključivi cilj monetarne politike ili najvažniji, ukoliko postoji set ciljeva, postaje cenovna stabilnost. Nastavak i ubrzanje ovog trenda prisutno je i u 90-im godinama prošlog veka, kao i u ovom veku.

Ipak, debata o ciljevima centralne banke još uvek je prisutna i ona je u najvećoj meri posledica neslaganja o tome šta monetarna politika može, a šta ne može. Glavna dilema je da li monetarna politika treba da vodi isključivo računa o cenovnoj stabilnosti ili svojim instrumentima treba da podržava i druge ciljeve kao što su zaposlenost i ekonomski rast. Naime, ukoliko bi cilj bio samo niska stopa inflacije, onda bi se tako definisan cilj mogao ostvariti preko relativno visoke kamatne stope, ali bi ona mogla negativno uticati na zaposlenost i privredni rast. M. Fry (2000) predlaže da se ova teorijska dilema razreši na način da monetarna

politika treba da podržava cenovnu stabilnost i ekonomski rast samo ako to ne ugrožava cenovnu stabilnost. MMF (2000) sugerise da cilj monetarne politike treba da bude dugoročni cilj, koji je moguće ostvariti instrumentima monetarne politike, poput cenovne stabilnosti ili neinflatornog rasta. Osnovni cilj bi trebao da bude i zakonski regulisan da bi se izbeglo često menjanje ciljne funkcije.

Ciljevi mogu da budu i kvalitativno i kvantitativno definisani. Primer kvalitativnog cilja bi bila finansijska stabilnost, dok kvantitativni cilj može biti definisan kao promena nekog indeksa (povezanog sa kretanjem cena). Ciljevi centralne banke treba da budu jasno definisani, objavljeni i uključeni u zakon o centralnoj banci.

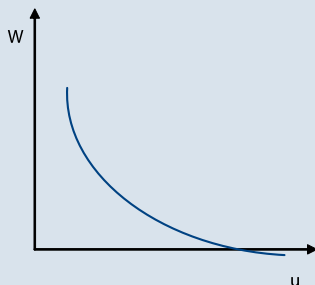
Boks br. 1.2 – Filipsova kriva

Pitanje koje se nadovezuje na Fry-ov koncept je da li monetarna politika doprinosi ubrzanju ekonomskog rasta, odnosno da li su zaposlenost i ekonomski rast, sa jedne strane, komplementarni ili konflikti ciljevi cenovnoj stabilnosti sa druge strane.

Delimičan odgovor na to pitanje može da pruži Filipsova kriva, odnosno njen razvoj kroz četiri faze. Većina kejnzijanaca i post-kejnzijanaca je prihvatila gledište da postoji pozitivna korelacija između, bar umerene, stope inflacije i ekonomskog rasta. Takođe, većina ekonomista iz zemalja u razvoju i privreda u tranziciji su prihvatili stanovište da umerena stopa inflacije ima pozitivan uticaj na ekonomski rast.

Inicijalno je ovu krivu, 1958. godine, postavio novozelandski ekonomista Phillips, po kome je i dobila naziv, analizirajući kretanje nadnica i nezaposlenosti na primeru britanske privrede. Kriva je pokazala jasnu vezu između stope promena nadnice i nezaposlenosti (grafik br. 1.1). Kasnije su ovu krivu modifikovali Samueslon i Solow (1960) i oni posmatraju međuzavisnost između inflacije i nezaposlenosti, sa jasnim zaključkom da je potrebna inflacija od 3% do 4% da bi se oborila stopa nezaposlenosti.

GRAFIK BR. 1.1 – ORIGINALNA FILIPSOVA KRIVA



Zatim, Okun ispituje međuzavisnost između nezaposlenosti i ekonomskog rasta i uspostavlja pozitivnu relaciju. Povezivanjem ove dve krive dobija se Filips-Okunova kriva koja je sugerisala da rast inflacije vodi ekonomskom rastu. Na kraju, Friedman i Phelps (1968) uvode Filipsovu krivu upotpunjenu očekivanjima koja pokazuje da ne postoji nagodba između inflacije i nezaposlenosti. Time je završena transformacija Filipsove krive od krive pozitivnog nagiba do vertikalne prave. Nestanak međuzavisnosti između inflacije i nezaposlenosti, može se objasniti Goodhartovim zakonom koji kaže da će svaka uočena statistička zakonitost nestati, ukoliko centralna banka pokuša da je iskoristi za ostvarenje svojih ciljeva.²

Možemo zaključiti da empirijski podaci ne potvrđuju hipotezu da monetarna politika može ubrzati ekonomski rast i povećati zaposlenost po cenu više inflacije. Empirijsko istraživanje Brahmanda (2002) nije potvrdilo postojanje korelacije između umerene stope inflacije i ekonomskog rasta za period od 1970. do 1999. godine. Šta više, preovlađujuće mišljenje je da sa rastom inflacije dolazi do usporavanja ekonomskog rasta.

Ključni cilj većine centralnih banaka je da održavaju nisku i predvidljivu stopu inflacije. Naravno, centralne banke to ne mogu uraditi direktno, već preko instrumenata koji su im na raspolaganju poput: politike deviznog kursa, kamatnih stopa, operacija na otvorenom tržištu, novčane emisije, obaveznih rezervi i dr. Efekti ovih varijabli na ekonomiju su često neizvesni. Stoga, da bi lakše mogle da predvide njihove efekte, većina centralnih banaka je kreirala makroekonomske modele.

Sa druge strane, Banka Japana se suočava sa potpuno drugom vrstom problema, a to je održanje niske pozitivne stope inflacije, imajući u vidu prisutnu deflaciju. U skladu sa prihvaćenom politikom, Banka Japana vodi „relaksiranu“ monetarnu politiku sve dok je bazična stopa inflacije nulta ili ima nisku pozitivnu vrednost. Ovakva politika zahteva ne samo da stopa inflacije u tekućem mesecu bude nulta ili blizu nule već i da prognoze za narednih nekoliko meseci potvrđuju ovu tendenciju. Drugi uslov je da Banka Japana bude sigurna da stopa inflacije neće biti ispod nule.

² Ironija Goodhartovog zakona je u tome što je on danas jedan od retkih istaknutih ekonomista koji se zalaže za monetarno targetiranje, a njegov zakon je upravo iskorišten kao kritika monetarnog targetiranja.

Boks br. 1.3 – Inflacija u makroekonomskim školama

Kejnzijanska teorija traži da ekonomska politika bude postavljena u razvojni kontekst i da doprinosi procesima potiskivanja recesionih faktora i jačanju privredne ekspanzije i zaposlenosti. S obzirom na to da je Kejnz svoju teoriju razvio u periodu duboke recesije i nezaposlenosti, njegova teorija je imala prvenstveni cilj da omogući dinamiziranje privredne aktivnosti putem regulisanja agregatne tražnje, te je po njegovom mišljenju bolje imati blagu inflaciju nego nezaposlenost i recesiju. Inflacija prema Kejnsu nanosi veliku štetu privredi i društvu, ali je mnogo bolja situacija od deflacije. Sam Kejnz je govorio:

Navoditi bauk inflacije kao moguću posledicu politike proširenog ulaganja kapitala danas je isto što i upozoravati pacijenta koji je iz dana u dan sve mršaviji na opasnost od preterane gojaznosti.³

Prema **monetaristima** inflacija je monetarni fenomen, odnosno posledica prevelike ponude novca. Ponuda novca je prevelika, prema Meltzeru (1998), ukoliko prevazilazi realnu stopu rasta proizvodnje, ukoliko dolazi do promena u uslovima monetarne razmene, do pojave novih finansijskih inovacija ili kao posledica drugih faktora koji ubrzavaju brzinu opticaja novca. Friedman (1973) ima identično mišljenje:

Inflacija je uvek i svuda monetarni fenomen, u tom smislu što se ona stvara i može da se stvori samo rastom količine novca koji je brži od stope rasta proizvodnje. Međutim, postoje mnogi uzroci monetarnog rasta, uključujući otkrića novih nalazišta zlata, finansiranje javnih rashoda, finansiranje rashoda privatnog sektora i dr.

Stav da je inflacija monetarni fenomen direktna je posledica kvantitativne teorije novca iz koje proizilazi da je tražnja za novcem u stvari tražnja za realnim fondovima.

Nova klasična škola smatra, kao i monetaristi, da je inflacija pre svega monetarni fenomen i da je racio žrtvovanja (iznos izgubljene proizvodnje u cilju eliminisanja inflacije) nula. Ukoliko monetarne vlasti najave monetarnu restrikciju, ekonomski subjekti će redukovati svoja očekivanja naniže, što će rezultirati smanjenjem stope inflacije, bez smanjenja nezaposlenosti. Zato, nova klasična ekonomija odbacuje i monetaristički stav o gradualističkoj restriktivnoj monetarnoj politici. S obzirom na to da ne postoje troškovi dezinflacije, onda je moguća dramatična redukcija stope monetarnog rasta u cilju zaustavljanja inflacije. Ovo nas navodi na zaključak da kod nove klasične makroekonomije ne postoji razlika između kratkog i dugog roka. Jedino ukoliko kreatori ekonomske politike nemaju kredibilitet, onda će sniženje inflacije imati recesione efekte.

Novi kejnzijanci ne prihvataju stavove nove klasične škole da samo neanticipirana monetarna politika može biti efikasna. Kao što S. Fišer (1995) ističe:

Efikasna monetarna politika ne zahteva da iko bude obmanut... Monetarna politika i onda kada je u potpunosti anticipirana može uticati na obim proizvodnje i zaposlenosti, pošto informacije postaju dostupne tek nakon što su dugoročni ugovori (o radu) već zaključeni.

³ Keynes, J. M., 1987, *Ekonomski eseji*, Matica srpska, Novi Sad.

Ukoliko su kreatori ekonomske politike slobodni da reaguju, a radnici nisu, onda kreatori ekonomske politike imaju širok spektar mogućnosti da stabilizuju ekonomiju, čak i ako ekonomski agenti imaju racionalna očekivanja.

Jedino u slučaju da postoji indeksacija ugovora o radu, na bazi anticipirane ekonomske politike, moglo bi se govoriti o neefikasnosti ekonomske politike.⁴ Ipak, imajući u vidu veliku heterogenost novih kejnzijanaca ne postoji jedinstveno gledište o inflaciji.

Poslednjih godina je prisutna tendencija da sve veći broj centralnih banaka svoje ciljeve definiše kao numeričke, bilo u vidu jedne veličine ili u vidu zone. Ovakvoj politici je u velikoj meri doprinela popularnost koncepta targetiranja inflacije. Oni mogu biti definisani od strane centralne banke, kao na primer u slučaju ECB, od strane vlade, kao na primer u slučaju Velike Britanije, ili zajednički od strane vlade i centralne banke, kao u slučaju Australije.

Boks br. 1.4 – Ciljevi centralnih banaka

U praksi ciljevi centralnih banaka su na vrlo različit način definisani, iako se u najvećem broju slučajeva svode na održavanje cenovne stabilnosti. U nastavku teksta su prikazani ciljevi izabranih centralnih banaka.

Evropska centralna banka kao svoj osnovni cilj ima cenovnu stabilnost, za koju se smatra da je postignuta ukoliko je stopa inflacije, merena harmonizovanim indeksom potrošačkih cena, ispod 2%, ali blizu 2%. Cilj je da se cenovna stabilnost ostvari u srednjoročnom periodu. Takođe, bez ugrožavanja cenovne stabilnosti ECB treba da podržava ekonomske politike Unije radi ostvarivanja visokog nivoa zaposlenosti, održivog i neinflatornog ekonomskog rasta, visokog nivoa konkurentnosti i konvergencije ekonomskih performansi.

Cilj **FED-a** je maksimalna moguća zaposlenost, stabilan nivo cena i umerene dugoročne kamatne stope. FED nikad nije imao numerički definisanu ciljnu stopu inflacije.

Cilj **Banke Engleske** je održavanje cenovne stabilnosti i podrška ekonomskoj politici njenog kraljevskog veličanstva i Vlade, uključujući i ciljeve ekonomskog rasta i zaposlenosti. Nakon prihvatanja koncepcije targetiranja inflacije postoji numerički definisana stopa inflacije.

Cilj **Banke Japana** je emisija novca, kao i sprovođenje valutne i monetarne kontrole. Dodatno kao ciljevi su definisani nesmetano obavljanje platnog prometa (poravnanja) između banaka i drugih finansijskih institucija.

⁴ Da bi i pored anticipiranja ekonomska politika bila neefikasna potrebno je još da važi pretpostavka da pojedinci ne prave sistematsku grešku, kao što ističe nova klasična makroekonomija.

Cilj **Banke Novog Zelanda** je formulisanje i sprovođenje monetarne politike radi ostvarenja cenovne stabilnosti. Nakon prihvatanja koncepcije targetiranja inflacije postoji numerički definisana stopa inflacije.

Cilj **Banke Kanade** je regulisanja kredita i valute u najboljem interesu ekonomije i nacije, kontrola i zaštita eksterne vrednosti nacionalne valute i ublažavanje njenog uticaja na opšti nivo proizvodnje, cena i zaposlenosti, koliko je moguće instrumentima monetarne politike, kao i podsticanje ekonomskog i **finansijskog blagostanja Kanade**.

Cilj **Hrvatske narodne banka** je postizanje i održavanje cenovne stabilnosti. Bez ugrožavanja osnovnog cilja, Banka treba da podržava ekonomske politike Vlade.

Cilj **Riks banke (Švedska)** je održavanje cenovne stabilnosti i efikasno i bezbedno funkcionisanje platnog prometa.

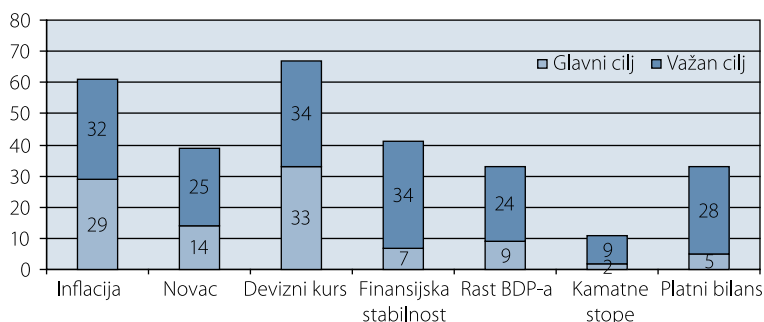
Centralna banka Crne Gore nema definisan jasan cilj, što je pre svega posledica eurizacije i odsustva dovoljnog broja instrumenata da bi mogla direktno uticati na nivo cenovne stabilnosti. Ona je odgovorna za vođenje monetarne politike, uspostavljanje i održavanje zdravog bankarskog sistema i efikasnog platnog prometa.

Cilj **Centralne banke Bosne i Hercegovine** je dostizanje i održavanje stabilnosti domaće valute, tako što izdaje domaću valutu u skladu sa pravilima valutnog odbora.

Cilj **Narodne banke Srbije** je postizanje i održavanje stabilnosti cena. Pored osnovog cilja dopunski ciljevi su očuvanje finansijske stabilnosti i podrška ekonomskoj politici, ali bez ugrožavanja cenovne stabilnosti.

Na sledećem grafiku je prikazano istraživanje Banke Engleske, na uzorku od 94 centralne banke, o najvažnijim ciljevima monetarne politike.

GRAFIK BR. 1.2 – NAJVAŽNIJI CILJEVI CENTRALNIH BANAKA



Izvor: Banka Engleske, „Survey of Monetary Frameworks“.

Razlike u ciljevima mogu se objasniti i razlikama u okruženju u kojem centralne banke sprovode monetarnu politiku. Sasvim je jasno da će instrumenti finog regulisanja dati bolje rezultate u uslovima razvijenog finansijskog tržišta, kakvo postoji u razvijenim zemljama, nego u uslovima finansijskog tržišta u začetku koje je često prisutno u zemljama u razvoju. Najvažnije razlike u okruženju koje mogu uticati na definisanje ciljeva i sprovođenje monetarne politike odnose se još i na: veličinu zemlje, stepen otvorenosti zemlje, režim deviznog kursa, razvijenost i implementaciju prudencione regulative, kredibilitet kreatora ekonomske politike, nezavisnost centralne banke, stepen ekonomske razvijenosti, eventualne inflacione epizode iz prošlosti, prisustvo dolarizacije (formalne ili neformalne) i dr.

Naravno, centralne banke nisu indiferentne prema ciljevima kao što su zaposlenost i ekonomski rast, ali preovlađujuće mišljenje je da najveći doprinos ovim ciljevima mogu dati preko održavanja makroekonomske stabilnosti. Stavljanje u fokus nekog od ovih ciljeva moglo bi biti konfliktno sa osnovnim ciljem – očuvanjem cenovne stabilnosti. Na primer, FED ima dvostruki cilj – očuvanje stabilnog nivoa cena i postizanje maksimalne moguće zaposlenosti.

Boks br. 1.5 – Koristi od cenovne stabilnosti

Postoji više „kanala“ preko kojih cenovna stabilnost doprinosi postizanju visokog nivoa privredne aktivnosti i zaposlenosti:

1. Cenovna stabilnost olakšava da se prepoznaju promene u relativnim cenama. Ovo omogućava firmama i potrošačima da donose odluke o investicijama i potrošnji na osnovu boljih informacija, što, s druge strane, omogućava tržištu da efikasnije alokira resurse. Omogućavajući tržištu da usmerava resurse tamo gde mogu biti najproduktivnije iskorišćeni, cenovna stabilnost povećava proizvodni potencijal privrede.
2. Ako su investitori sigurni da će cene ostati stabilne u budućnosti, neće tražiti „premiju za inflatorni rizik“, kao kompenzaciju za rizik držanja sredstava po nominalnoj vrednosti. Smanjujući premiju za inflatorni rizik, kroz realnu kamatnu stopu, monetarna politika može doprineti efikasnoj alokaciji na tržištu kapitala i na taj način podsticati.
3. Kredibilno održavanje cenovne stabilnosti, takođe, olakšava pojedincima i preduzećima da preusmere svoja sredstva na produktivniju upotrebu umesto na zaštitu od inflacije. Naime, u uslovima visoke inflacije dolazi do nagomilavanja realnih dobara (npr. nekretnine) pošto se njihova vrednost u takvim okolnostima „lakše čuva“ od vrednosti finansijske aktive. Međutim, nagomilavanje realnih dobara nije efikasna investiciona odluka i ometa ekonomski rast.

4. Poreski sistem može u potpunosti promeniti ekonomsko ponašanje. U mnogim slučajevima ove promene su uslovljene inflacijom i deflacijom. Cenovna stabilnost eliminiše realne ekonomske troškove koji su izazvani kada inflacija pogoršava poreski i sistem socijalne zaštite.
5. Održavanje cenovne stabilnosti štiti od velike i neosnovane redistribucije dohotka, koja nastaje kako u inflatornim tako i u deflatornim okolnostima. Okruženje u kome postoje stabilne cene pomaže da se održava socijalna i politička stabilnost.

Izvor: Vlahović, M. i Cerović, S – Nezavisnost centralne banke – primjer zemalja zapadnog Balkana

Empirijske analize su pokazale da i relativno umerene stope inflacije od 10% do 20% dovode do nižih stopa rasta u dugom roku (Baro, 1995). Ovo iskustvo važi i za privrede u tranziciji (Hogarth, 1996).

Boks br. 1.6 – Troškovi inflacije

Mikroekonomski troškovi – Inflacija dovodi do porasta neizvesnosti poslovanja. Ona može dovesti do niza troškova: uzdržavanje od investiranja ili prekomerno investiranje, gubitak dohotka usled neadekvatnog indeksiranja, uzdržavanja od potrošnje i dr.

Alokacioni troškovi – Proizvođači nisu sigurni da li porast cena znači rast relativnih cena ili rast opšteg nivoa cena i stoga može dovesti do neracionalne alokacije resursa.

Meni troškovi – Troškovi koji imaju prodavci prilikom promene njihovih cena (štampanje novih kataloga, jelovnika i sl).

Distributivni troškovi – Neanticipirana inflacija dovodi do redistribucije bogatstva od poverilaca ka zajmoprimcima.

Troškovi domaće valute – Smanjuje se štednja u domaćoj valuti. Ekonomski subjekti nastoje da se što pre oslobode domaće valute, što vodi pojavi dolarizacije, jer ulogu obračunskog, platežnog i sredstva štednje sve više preuzima strana valuta. U takvim uslovima efikasnost monetarne politike postaje u velikoj meri ograničena.

Politički troškovi – Kreatori ekonomske politike gube kredibilitet.

Međunarodni troškovi – Strani investitori zaobilaze zemlje sa visokom inflacijom. Raste rizik zemlje i zaoštravaju se uslovi zaduživanja na međunarodnom tržištu.

Poreski troškovi – Ukoliko poreski prihodi nisu u potpunosti indeksirani, što je u praksi gotovo nemoguće obezbediti, inflacija dovodi do obezvređivanja realnih poreskih prihoda.

Nakon inflatornih sedamdesetih godina, gotovo sve centralne banke fokusiraju monetarnu politiku na obezbeđenje cenovne stabilnosti. Naravno, stabilnost cena ne znači fokusiranje na neke pojedinačne cene, već na opšti nivo cena.

1.2.1. Finansijska stabilnost kao cilj centralnih banaka

Poslednjih godina prisutna je tendencija razmatranja finansijske stabilnosti kao cilja centralne banke. Međutim, kao što ističe Icard (2003), za sada nijedna centralna banka nije eksplicitno navela finansijsku stabilnost kao svoj osnovni cilj. Razlozi za to su vrlo jasni, jer centralna banka ne može pokriti sve aspekte finansijske stabilnosti, čak i one banke sa najširim stepenom supervizorskih prava ne kontrolišu penzione fondove, hedžing fondove, a u vrlo malom broju slučajeva kontrolišu osiguravajuće kompanije.

U pitanju je cilj koji nema opšteprihvaćenu definiciju i koji za razliku od inflacije nije moguće numerički izraziti. Pod njime se najčešće podrazumeva odsustvo bankarskih kriza ili velikih fluktuacija finansijskih tržišta. Prema mišljenju Gjederma (2005), finansijska stabilnost je postignuta ukoliko domaćinstva i preduzeća mogu da izvrše optimalan izbor između potrošnje i investicija u uslovima dobrog funkcionisanja finansijskog sistema, koji posreduje između zajm davaca i zajmoprimaca i redistribuira rizik na zadovoljavajući način, uz efikasnu alokaciju ekonomskih resursa tokom vremena. Wieser (2005) definiše finansijsku stabilnost kao sposobnost finansijskog sistema da apsorbuje različite vrste šokova bez finansijske krize koja bi dovela do multisektorskog širenja negativnih makroekonomskih efekata. Schinassy (2005) smatra da stabilan finansijski sistem omogućava efikasnu alokaciju ekonomskih resursa, određuje cenu i upravlja finansijskim rizicima i sposoban je da obavlja ove funkcije i kada je suočen sa eksternim šokovima i neravnotežama. Međutim, Ferguson (2003) ima nešto drugačiji pristup i on smatra da nije moguće definisati finansijsku stabilnost, već da se samo može definisati finansijska nestabilnost. Po njegovom mišljenju, u pitanju je situacija koju karakterišu tri faktora:

- Neke značajne HOV značajno odstupaju od onoga što bi se moglo definisati kao njihova fer cena,
- Funkcionisanje finansijskog tržišta i odobravanje kredita je pod uticajem brojnih teškoća i
- Značajno odstupanje agregatne tražnje od proizvodnih mogućnosti zemlje.

Pitanje finansijske stabilnosti u najvećem broju zemalja nije isključivo u nadležnosti centralne banke, već postoji podela odgovornosti između centralne banke, ministarstva finansija i supervizorskih agencija. Imajući u vidu da centralna banka ne može da bude jedina institucija odgovorna za finansijsku stabilnost, onda se postavlja pitanje zašto se finansijska stabilnost razmatra kao cilj centralnih banaka. Odgovor se nalazi u činjenici da postoji dosta dokaza u prilog hipoteze da buduću finansijsku krizu nagoveštavaju ekspanzija novca i bankarskih kredita (Goodhart, 2005). Takođe, prilično je rasprostranjeno mišljenje da finansijska stabilnost i cenovna stabilnost uvek idu u paru (Cukierman, 1990, Schwartz, 1995, Issing 2005). Istovremeno, monetarni ciklusi mogu pojačati realne cikluse. Najbolji primer je Azijska kriza iz devedesetih godina, kada su slabosti u finansijskom sektoru pokrenule pad ekonomske aktivnosti i pojačale uticaj šokova na realni sektor. Sa druge strane, monetarna politika preko svojih instrumenata u slučaju krize može uticati na poboljšanje likvidnosti (preko odobravanja kredita bankama, sniženja obavezne rezerve, snižavanja bazične kamatne stope i dr) i rast javnog poverenja što može značajno doprineti ponovnom uspostavljanju finansijske stabilnosti.

Rast finansijske globalizacije, prisutan poslednjih par decenija, otvorio je nekoliko izazova za centralne banke. Prvi izazov se odnosi na dilemu izbora adekvatnog režima deviznog kursa i monetarne politike. Sa druge strane, finansijska globalizacija je istovremeno dovela i do porasta učestalosti finansijskih kriza, tako da je drugi izazov u stvari izazov održavanju finansijske stabilnosti. Sada centralna banka pored vođenja računa o domaćem finansijskom tržištu mora da obraća posebnu pažnju na njegovu interakciju sa međunarodnim finansijskim tržištima. I kao što ističe Ugolini (2003), jasno je da se izazovi finansijskoj stabilnosti kontinuirano pojavljuju i da će nastaviti da se pojavljuju i u budućnosti bez obzira da li su centralne banke spremne za njih ili ne.

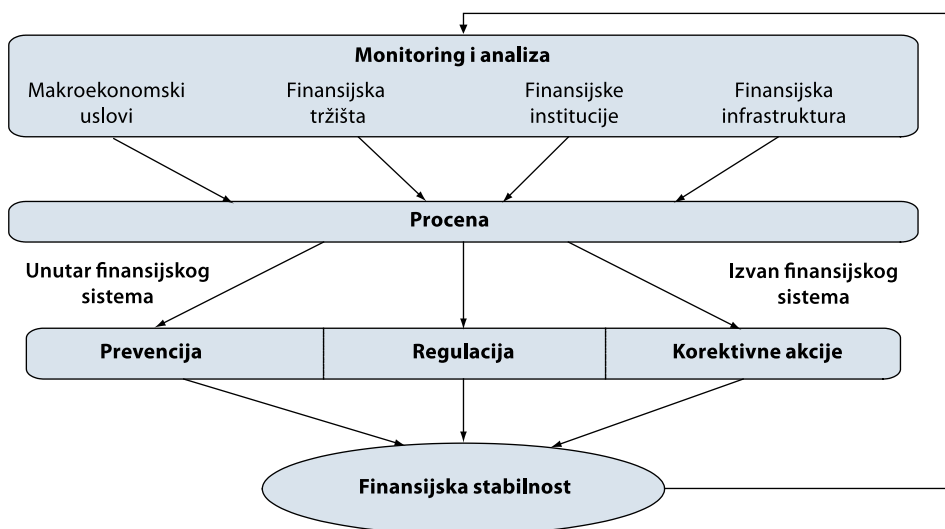
U suštini, pristup finansijskoj stabilnosti podrazumeva da kreatori monetarne politike analiziraju i da merama monetarne politike sprečavaju sve one pojave koje mogu predstavljati pretnju finansijskoj stabilnosti. Ovaj pristup obično podrazumeva dve dimenzije finansijske stabilnosti: mikrodimenziju koja posmatra rizike sa aspekta pojedinačnih finansijskih institucija i makrodimenziju koja posmatra rizike sa aspekta celokupnog finansijskog sistema. Cilj ovog dvodimenzionalnog pristupa je da se dobro proceni sistemski rizik, odnosno rizik da se

problem nelikvidnosti ili solventnosti proširi sa nivoa pojedinačne institucije na čitav sistem.

Finansijski sistem obuhvata niz međusobno povezanih komponenti: infrastrukturu (pravni sistem, platni promet, računovodstveni sistem i dr), institucije (banke, osiguravajuće kompanije, institucionalne investitore i dr) i tržište. Loše funkcionisanje samo jedne komponente može ugroziti finansijsku stabilnost. Ipak, propadanje ili zatvaranje pojedinačnih finansijskih institucija ne mora biti znak narušene finansijske stabilnosti, već, naprotiv, rezultat tržišne konkurencije koja jača finansijsku stabilnost.

Da bi se ostvarila finansijska stabilnost, neophodno je identifikovati potencijalne rizike, pre nego što se oni pojave i dovedu do krize ili problema u funkcionisanju finansijskog tržišta. To podrazumeva vođenje preventivnih i vremenskih dobro dimenzioniranih politika. Naravno, cilj ne može biti da se spreči pojava svih potencijalnih problema na finansijskom tržištu, jer je nemoguće upravljati svim rizicima i neizvesnostima, a, takođe, ne postoji nijedno tržište koje nije prošlo kroz fluktuacije ili turbulencije. Stoga treba težiti minimiziranju najvećih rizika i obezbeđenju vitalnosti sistema kada se pojave krizne situacije.

ŠEMA BR. 1.1 – OKVIR ZA OČUVANJE MAKROEKONOMSKE STABILNOSTI



Izvor: „Preserving Financial Stability“, 2005.

Za očuvanje finansijske stabilnosti široko je rasprostranjeno stresno testiranje, koje analizira mogućnosti pojedinih finansijskih institucija ili celokupnog sistema da apsorbuju različite vrste šokova. Veliki broj centralnih banaka, kao i neke međunarodne institucije poput MMF-a, Svetske banke, BIS banke i dr, danas izdaju Izveštaj o finansijskoj stabilnosti („Financial Stability Report“), čiju okosnicu predstavlja stresno testiranje. Analiza finansijske stabilnosti pokriva sve izvore rizika i potencijalnih šokova. Ona zahteva sistemsko praćenje individualnih delova finansijskog sistema, kao i realnog sektora. U tom cilju, Međunarodni monetarni fond je razvio publikaciju „Osnovni set indikatora zdravog finansijskog sistema“ („Core and Encouraged Set of Financial Soundness Indicators“) koja treba da olakša procenu finansijske stabilnosti.

TABELA BR. 1.2 – POTENCIJALNI IZVORI ŠOKOVA

Endogeni šokovi	Egzogeni šokovi
Institucionalni Finansijski rizik Operacioni rizik Slabosti informacionih tehnologija Rizik reputacije Poslovni rizik Rizik adekvatnosti kapitala	Makroekonomski poremećaji Rizik makroekonomskog okruženja Rizik makroekonomskih politika
Tržišni Rizik partnera Rizik upravljanja sredstvima Rizik širenja gubitka kredibiliteta Kreditni rizik Rizik likvidnosti	
Infrastrukturni Rizik platnog sistema Rizik klirinškog sistema Regulatorni rizik Pravni rizik Rizik neadekvatne supervizije	Događaji Prirodne katastrofe Politički događaji Velika bankrotstva

Izvor: „Preserving Financial Stability“, 2005.

Sa globalizacijom svetske privrede i finansijskog sistema javlja se opasnost od „uvoza“ finansijske nestabilnosti, koja se može javiti kao posledica krize na značajnim međunarodnim finansijskim tržištima ili na regionalnim tržištima sa kojima je u velikoj meri povezano domaće finansijsko tržište. Opet, sa druge strane, globalizacija može doprineti ublažavanju kriznih impulsa, jer se oni šire na veći broj zemalja.

U cilju sprečavanja finansijskih kriza, MMF i Svetska banka su pokrenule Program ocene finansijskog sektora poznat pod nazivom FSAP (Financial Stability Assessment Program). Cilj ovog programa je da identifikuje prednosti, rizike i ranjivosti finansijskog sistema i da oceni eventualne prepreke daljem razvoju finansijskog sistema. Glavna komponenta FSAP-a je provera usaglašenosti sa međunarodnim standardima za finansijski sektor. Takođe, FSAP treba da ukaže na institucionalne slabosti u različitim podsektorima finansijskog sistema. Tim koji vrši procenu obično se sastoji od eksperata iz Svetske banke, MMF-a i specijalista iz nacionalnih centralnih banaka i supervizorskih agencija.

FSAP pokriva širok spektar delatnosti, a kao najvažnije mogu se navesti:

- Najvažniji izvori makrofinansijskog rizika i njihov potencijalni uticaj,
- Institucionalni i regulatorni okvir sektora osiguranja, bankarskog sektora i tržišta kapitala,
- Funkcionisanje platnog prometa i njegove infrastrukture.

U okviru FSAP-a razvijeni su indikatori finansijskog „zdravlja“ (financial soundness indicators), koji mere kapacitet apsorpcije šokova od strane finansijskog sistema. Oni se dobijaju agregiranjem individualnih podataka da bi se dobila ocena finansijskog „zdravlja“ čitave privrede, a mogu se i agregirati samo za posebne sektore (npr. bankarstvo ili osiguranje) u zavisnosti od njihovog značaja za privredu. Oni mogu biti kalkulisani i za neka ključna nefinansijska preduzeća, koja mogu biti izvor rizika za finansijska preduzeća.

FSAP nije kreiran kao test koji bi dao prolaznu ili neprolaznu ocenu, već kao sredstvo koje treba da pomogne nacionalnim organima da identifikuju ranjivosti finansijskog sistema i regulatornog okvira. Do sada je FSAP program urađen za oko dve trećine zemalja članica MMF-a.

I pored širokog interesovanja za finansijsku stabilnost, ipak, malo je verovatno da će ona postati eksplicitni cilj centralnih banaka. Razloga za ovakvu tvrdnju je više, jer finansijska stabilnost ne ispunjava osnovne uslove da bi bila cilj centralne banke: jasno definisan, razumljiv javnosti i da je pod kontrolom centralne banke.

Boks br. 1.7 – Bofingerove preporuke

P. Bofinger (2001) je u 10 stavova sistematizovao ciljeve i politiku centralnih banaka. U nastavku teksta slede ovih 10 vrlo interesantnih preporuka.

1. Donesi statut centralne banke, koji omogućava da donosioci odluka imaju na raspolaganju dug vremenski rok. Ovo zahteva visok stepen nezavisnosti centralne banke u odnosu na političke sfere.
2. Definiši cilj cenovne stabilnosti u srednjem roku, koji je dovoljno fleksibilan da se prilagodi šokovima koji dolaze sa strane ponude i koji ostavlja diskreciono pravo centralnoj banci da odluči da li treba reagovati na kratkoročne fluktuacije tražnje.
3. Koristi kratkoročne kamatne stope kao operativni target monetarne politike.
4. U cilju jednostavnog upravljanja kratkoročnim kamatnim stopama, koristi instrumente za upravljanje likvidnošću.
5. Koristi sve raspoložive informacije o inflacionim očekivanjima, kao važan indikator budućeg kretanja inflacije.
6. Veruj u samouravnotežujući mehanizam ukoliko je inflacija niska. Spreči da kamatne stope budu glavni uzrok ekonomskih poremećaja.
7. Izbegavaj negativne realne kratkoročne kamatne stope u svim okolnostima.
8. Ukoliko su saznanja o gepu BDP-a dobra, sledi politiku kamatnih stopa definisanu Tejllovim pravilom. U suprotnom, Tejllovo pravilo predstavlja dobar usmeravajući mehanizam samo u situacijama šokova tražnje.
9. Izbegavaj targete deviznog kursa koji nisu kompatibilni sa paritetom kamatnih stopa.
10. Izbegavaj velike apresijacije preko politike sterilizacije.

1.2.2. Zaključna razmatranja o ciljevima centralne banke

Možemo zaključiti da krajnji cilj monetarne politike predstavlja porast društvenog blagostanja. Najbolji način na koji centralna banka može doprineti porastu blagostanja je da održava dugoročnu stabilnost cena, a eventualno navođenje ostalih ciljeva može biti prisutno, uz postojanje jasne hijerarhije ciljeva u prilog cenovne stabilnosti.

Danas će se najveći broj ekonomista složiti da je optimalna stopa inflacije za razvijene zemlje između 1% i 3% (Fisher 1996, Crockett 2002). Krugman (1996), ipak, preferira nešto višu stopu inflacije i on smatra da je poželjna inflacija između 3% i 4%. MMF smatra da je stopa inflacije od 2% socijalno prihvatljiv optimum koji ne ugrožava ekonomski rast, dok veliki broj ekonomista i centralnih bankara u zemljama u razvoju preferira stopu inflacije između 4% i 6%.

Nulta ili negativna stopa inflacije nije cilj monetarne politike. Tako, Crockett (2002) ističe da postoje najmanje tri razloga zašto nulta stopa inflacije nije optimalna za razvijene zemlje. Prvi razlog je činjenica da aktuelne statistike precenjuju tekuću stopu inflacije. Na primer, statistike imaju teškoća prilikom obračuna indeksa cena kada je u pitanju poboljšanje kvaliteta proizvoda. Takođe, ukoliko se kupci prebacuju na kupovinu jeftinijih proizvoda, potreban je određen vremenski period dok statistika registruje promenu strukture potrošačke korpe. Drugi razlog je činjenica da bi nulta stopa inflacije dovela do problema sa kamatnim stopama i to bi značilo da bi u periodu recesije one morale pasti ispod nule. Sa druge strane, pitanje je da li bi takvo kretanje bilo moguće, usled političkih, ekonomskih i psiholoških razloga, a ukoliko ne bi bilo moguće onda bi se ekonomija mogla naći u „zamci likvidnosti“. Treći razlog se ogleda u tome da pod pretpostavkom cenovne stabilnosti rast cena jedne kategorije proizvoda mora voditi padu druge grupe proizvoda. U uslovima rigidnosti i kontinuiranog rasta nadnica to bi tražilo opadanje nivoa cena, koje bi uvelo zemlju u deflaciju, koja nije poželjno stanje. Na kraju, i praksa centralnih banaka iz svih razvijenih zemalja pokazuje da centralne banke nastoje da imaju nisku stopu inflacije, ali ne nultu.

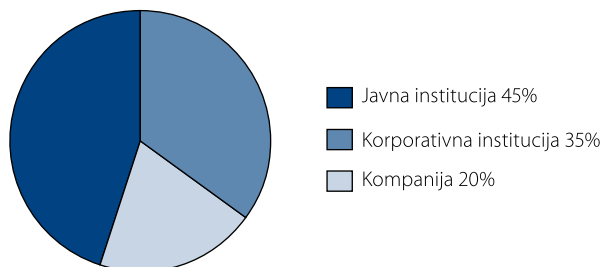
1.3. Pravni, vlasnički status i organizaciona struktura centralnih banaka

Po pitanju pravnog statusa najveći broj banaka se javlja u formi javne institucije, pa potom dolaze, korporativna institucija⁵ i kompanija (uglavnom akcionarsko društvo). Na grafiku br. 1.3 prikazan je pravni status centralnih banaka prema studiji BIS banke.

U najvećem broju slučajeva, centralne banke su u vlasništvu države, iako su u početku bile u privatnom vlasništvu, što je i razlog da je u nekim centralnim bankama još uvek zadržano privatno vlasništvo. Država je isključivi vlasnik u 71% centralnih banaka, a većinski vlasnik u 81%. Na grafiku 1.4. prikazana je vlasnička struktura centralnih banaka prema studiji BIS banke.

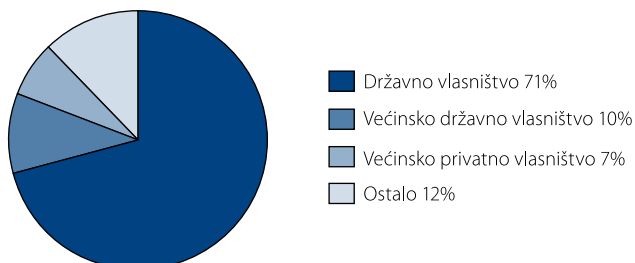
⁵ Pod korporativnom institucijom podrazumeva se pravno lice koje ima pravo da preuzima prava i obaveze, a sastoji se od većeg broja drugih lica.

GRAFIK BR. 1.3 – PRAVNI STATUS CENTRALNIH BANAKA



Izvor: Bank for International Settlements, „The legal status and ownership of central banks“, 2001.

GRAFIK BR. 1.4 – VLASNIČKI STATUS CENTRALNIH BANAKA



Izvor: Bank for International Settlements, „The legal status and ownership of central banks“, 2001.

Čak i u slučajevima kada privatni akcionari poseduju centralnu banku ili deo njenih akcija, ona se tretira kao deo državnog aparata. Razlog za to je što akcionari nemaju gotovo nikakvu mogućnost uticaja na rad centralne banke i sprovođenje monetarne politike, već imaju samo pravo na dividendu, koja je najčešće fiksirana, kao određeni procenat kapitala.

U sledećoj tabeli je prikazana pravna i vlasnička struktura izabranih centralnih banaka.

TABELA BR. 1.3 – PRAVNI I SVOJINSKI STATUS IZABRANIH CENTRALNIH BANAKA

Zemlja	Pravni status	Vlasnička struktura
Argentina	Javna institucija	Državno vlasništvo
Australija	Korporativna institucija	Državno vlasništvo
Austrija	Akcionarsko društvo	Polovinu akcija ima država, ostali vlasnici mogu biti samo pravna ili fizička lica iz Austrije. Isključena je mogućnost da vlasnici budu pravna lica čiji su većinski vlasnici stranci
Belgija	Javna kompanija sa ograničenom odgovornošću	Vlasnik polovine akcija je država, a ostatak se kotira na berzi
Brazil	Javna institucija	Državno vlasništvo
Bugarska	Javna institucija	Državno vlasništvo
Kanada	Korporativna institucija	Kapitalom raspolaže ministar finansija po ovlaštenju kraljice u ime Kanade
Crna Gora	Javna institucija	Državno vlasništvo
Češka	Javna institucija	Državno vlasništvo
Nemačka	Korporativna institucija	Državno vlasništvo
Francuska	Javna institucija	Državno vlasništvo
Mađarska	Akcionarsko društvo	Državno vlasništvo
Irska	Korporativna institucija	Državno vlasništvo
Italija	Akcionarsko društvo	Akcijama mogu raspolagati samo depozitne banke (većinski vlasnici), javne banke, banke od nacionalnog interesa, osiguravajuće kompanije i institucije socijalnog osiguranja
Japan	Pravno lice	Država je vlasnik 55% kapitala
Koreja	Specijalno pravno lice	Ne raspolaže kapitalom
Holandija	Javna institucija sa ograničenom odgovornošću	Država
Novi Zeland	Korporativna institucija	Država
Poljska	Javna institucija	Državno vlasništvo
Singapur	Javna institucija	Državno vlasništvo
Južno Afrička Republika	Pravno lice	Privatno vlasništvo. Akcije se kotiraju na berzi, ograničen je maksimalni broj akcija kojim može raspolagati pojedinac ili pravno lice
Španija	Javna institucija	Državno vlasništvo
Švajcarska	Akcionarsko društvo	Vlasnici mogu biti kantoni, pravna i fizička lica registrovana u Švajcarskoj. Federalna vlada ne poseduje akcije. Akcijama se trguje na berzi.
Srbija	Javna institucija	Državno vlasništvo
Turska	Akcionarsko društvo	Najmanje 51% je u državnom vlasništvu, ostatkom raspolazu domaća pravna i fizička lica
Velika Britanija	Javna institucija	Državno vlasništvo
SAD	Javna institucija	Vlasnik FRB su banke članice
Hrvatska	Javna institucija	Državno vlasništvo
Bosna	Javna institucija	Državno vlasništvo

Izvor: - veb sajтови centralnih banaka

U organizacionoj strukturi centralnih banaka moguće je razlikovati zemlje u kojima postoji jedinstvena centralna banka i zemlje u kojima postoji sistem centralnih banaka. Američki FED je primer sistema centralnih banaka u kome postoje jasna hijerarhijska pravila. Određen stepen regionalizacije postoji i u okviru Bundesbanke, gde postoji 11 regionalnih banaka, koje nose nazive pokrajina. U bivšoj Jugoslaviji, takođe je postojao sistem centralnih banaka. U njemu je postojala Narodna banka Jugoslavije i šest republičkih narodnih banaka. U ovom sistemu nije postojala jasna hijerarhija i republičke narodne banke su se često ponašale kao potpuno nezavisne centralne banke. Ipak, u najvećem broju zemalja danas funkcioniše model jedinstvene centralne banke.

1.4. Upravljanje centralnom bankom

Proces upravljanja centralnom bankom je drugačiji od upravljanja korporacijama. Ukoliko su nezadovoljni radom korporacije, akcionari mogu smeniti menadžment, međutim, ukoliko su akcionari centralne banke (najčešće vlada) nezadovoljni radom, odnosno politikom centralne banke, to ne znači da imaju mogućnost da smene guvernera i menadžment, jer bi to bilo suprotno principu nezavisnosti centralne banke. U sledećoj tabeli su prikazani neki opšti principi upravljanja centralnim bankama.

TABELA BR. 1.4 – MODALITETI UPRAVLJANJA CENTRALNIM BANKAMA

Upravljanje CB	Ukupno	Razvijene zemlje	Zemlje u razvoju
Na isti način kao ostale javne institucije	0%	0%	0%
Slično kao ostale javne institucije, ali prilagođeno specifičnostima CB	61%	50%	69%
Kao privatne korporacije	4%	10%	0%
Slično kao privatne korporacije, ali prilagođeno specifičnostima CB	22%	30%	15%
Na drugi način	13%	10%	15%

Izvor: Moser –Boehm, M. „Governance in Central Bank“, 2004.

1.4.1. Savet za monetarnu politiku

Većina centralnih banaka ima savet za monetarnu politiku (ili savet centralne banke) kao najviši organ upravljanja centralnom bankom. Odluke saveta za monetarnu politiku utiču kako na privredu, tako i na živote običnih građana. One utiču na stopu inflacije, kamatnu stopu, hipotekarne kredite, prinose na hartije od vrednosti, troškove kredita, izgleda za zapošljavanje i dr.

Danas postoji širok konsenzus da odlučivanje preko saveta za monetarnu politiku poboljšava proces odlučivanja centralnih banaka (Blinder 2005, Lombardelli 2005, Lambert 2004, Sibert 2003. i dr). Razlog zašto većina centralnih banaka u svetu koristi neku formu saveta prilikom formulisanja monetarne politike je izbegavanje koncentracije prevelike moći u rukama jednog pojedinca – guvernera – imajući u vidu dalekosežne posledice monetarnih odluka. Takođe, empirijske studije su pokazale da grupa eksperata donosi bolje odluke nego pojedinac (Lambert, 2005). Oni mogu razmenjivati informacije, suočavati argumente i učiti jedni od drugih, a više pojedinaca smanjuje mogućnost donošenja pogrešne odluke. U nekim centralnim bankama, poput Engleske, FED-a i Poljske, javno se objavljuje kako su po pojedinim pitanjima glasali članovi saveta.⁶ Na taj način se povećava stepen njihove nezavisnosti i smanjuje mogućnost eksternih uticaja na članove saveta, jer oni moraju da pred javnošću brane svoje stavove.

Međutim, proces kolektivnog odlučivanja može imati veliki broj mana. Predstavници monetarnog saveta mogu često imati različita mišljenja i stoga konačna odluka neretko predstavlja kompromis različitih mišljenja. Iako po pravilu članovi monetarnog odbora imaju po jedan glas (u nekim slučajevima predsednik odbora ima odlučujući glas u slučaju parnog broja članova odbora), ipak ne treba zanemariti uticaj predsednika. Na primer, Blinder (1998) ističe da je glas Alana Greenspana, dok je bio član FOMC-a, bio „više jednak“ od ostalih članova i da Greenspan nikada nije bio na strani koja je bila preglasana.

⁶ Za razliku od FED-a i Banke Engleske koje objavljuju kako su glasali pojedinačni članovi, ECB nema takvu praksu. Objavljivanje glasanja pojedinih članova Saveta guvernera nosi opasnost da bi ono moglo biti protumačeno da oni glasaju sa aspekta pozicije interesa nacionalne centralne banke, što bi moglo da umanjí kredibilitet ECB.

SLIKA BR. 1.1 – SASTANAK MONETARNOG SAVETA



U većini centralnih banaka guverner predsedava sednicama monetarnog saveta. Ovakva organizaciona struktura je u poslednje vreme predmet preispitivanja, naročito sa tendencijom povećanja nezavisnosti centralne banke, jer se na ovaj način povećava mogućnost za pojavu konflikta interesa i smanjuje se stepen odgovornosti u radu centralne banke. U korporativnom svetu situacija je potpuno suprotna i funkcija izvršnog funkcionera (direktora) je razdvojena od funkcije predsednika upravnog odbora. Ipak, ključni argument u prilog hipoteze da guverner predsedava svetom za monetarnu politiku nalazi se u činjenici da je guverner najodgovornija osoba za monetarnu politiku i po pravilu prvi se nalazi na udaru javnosti i političara.

Boks br. 1.8 – Položaj guvernera u monetarnom savetu u izabranim centralnim bankama

Guverner predsedava monetarnim svetom u najvećem broju centralnih banaka, poput: Norveške, Švedske, Švajcarske, Velike Britanije, Danske, Finske, Irske, Austrije, Belgije, Kanade,

Hrvatske, Makedonije, Bosne i dr. U vrlo malom broju zemalja on ne predsedava, već je samo član, kao na primer u Novom Zelandu, ili nije uopšte član monetarnog saveta, kao na primer u Srbiji.

Osnovne funkcije monetarnih saveta su:

- Upravljanje monetarnom politikom,
- Rukovođenje centralnom bankom,
- Evaluacija rada menadžmenta i ostvarenih rezultata centralne banke.

U praksi postoji veliki broj različitih oblika monetarnih saveta koji imaju samo neke od ovih funkcija ili sve pomenute, a postoji mogućnost postojanja i više upravljačkih bordova. U nekim zemljama monetarni savet ima samo ulogu vođenja monetarne politike, kao na primer u SAD-u, Velikoj Britaniji, Poljskoj, Južnoj Africi, Brazilu i dr. U nekim centralnim bankama savet je odgovoran za sve pomenute funkcije poput Švedske, Švajcarske, Čilea i dr, a u jednom broju centralnih banaka postoji supervizorski bord, poput Austrije, Kanade, Danske, Finske, Velike Britanije i dr, koji preuzima neke funkcije od saveta.

U najvećem broju slučajeva ovaj organ se sastaje najmanje jednom mesečno ili najmanje deset puta godišnje. Broj članova saveta za monetarnu politiku može biti različit, a najčešće se sastoji od jednog broja lica koja su zaposlena u centralnoj banci i jednog broja eksternih lica (koja nisu zaposlena u centralnoj banci). Prilikom izbora članova saveta izvan centralne banke, strogo se vodi računa da to budu lica koja nemaju konflikt interesa. Stoga su najčešće u pitanju profesori univerziteta, penzionisani bankarski službenici i drugi istaknuti pojedinci iz javnog života zemlje. Oni ne predstavljaju biznismene, sindikate, vladu ili neku drugu interesnu grupaciju, već se od eksternih članova saveta očekuju nezavisna mišljenja, pošto oni nisu zaposleni u banci i pošto je njihov mandat vremenski ograničen.

U prošlosti većina članova MPC su bili „insajderi“, najčešće visoki funkcioneri centralne banke sa višegodišnjim iskustvom. Iako se njihova stručnost ne dovodi u pitanje, dilema je koliko su oni nezavisni od guvernera. Zbog toga je poslednjih godina sve više prisutna tendencija uvođenja članova MPC, koji nisu u radnom

odnosu u centralnoj banci. U sledećoj tabeli je prikazana struktura saveta za monetarnu politiku u različitim centralnim bankama.

TABELA BR. 1.5 – STRUKTURA SAVETA ZA MONETARNU POLITIKU U IZABRANIM CENTRALNIM BANKAMA

	Broj članova saveta	Broj članova saveta izvan CB
Centralna banka Crne Gore	7	3
Banka Engleske	9	4
Narodna banka Srbije	5	5
Kanada	14	12
Hrvatska	14	8
Makedonija	9	6
Bosna	5	4
Bundesbanka	17	0
Banka rezervi N. Zelanda	7	7

Izvor: web sajтови centralnih banaka

Sednicama saveta za monetarnu politiku, zbog njihovog značaja, često prisustvuje i određen broj pojedinaca koji nisu članovi saveta i koji nemaju pravo glasa. Najčešće su u pitanju značajni službenici banke, a nekada to mogu biti i članovi vlade, kao na primer u slučaju Engleske.

Kredibilitet članova saveta je od velikog značaja, jer on može u velikoj meri uticati na očekivanja javnosti. Ukoliko savet ima kredibilitet, odnosno ukoliko se veruje njegovim najavama, onda je mala verovatnoća pojave inflacionih očekivanja, rašće sklonost štednji i oročeni depoziti, postojaće povoljnija klima za investiranje, povoljniji uslovi za razvoj tržišta kapitala i vlasničkih hartija od vrednosti. Naprotiv, ukoliko savet ima nizak kredibilitet, odnosno ukoliko javnost veruje da se najave neće ostvariti ili da je pod uticajem vlade, onda je vrlo verovatna pojava rasta inflacionih očekivanja koja mogu otežati obaranje stope inflacije, a opšte je poznato da bi se kredibilitet stekao potrebne su godine, a može se izgubiti za samo nekoliko meseci. Stoga, u svim centralnim bankama postoji opšta tendencija da se poveća transparentnost rada saveta za monetarnu politiku. To se postiže objavljivanjem zapisnika sa sednica saveta, pripremanjem kraćih izvoda sa sednica, javnim publikovanjem glasanja i dr.

1.4.2. Supervizorski savet

U nekim centralnim bankama postoji supervizorski savet, koji se pojavljuje pod različitim nazivima: supervizorski savet, bord direktora, savet banke, opšti savet i dr. Njegove funkcije mogu značajno varirati od banke do banke. U nekim centralnim bankama on ima funkciju da poveća transparentnost i kredibilitet rada centralne banke. Može se javiti i kao organ osnivača centralne banke, koji na taj način povećava uvid u rad centralne banke. U nekim centralnim bankama imenuje guvernera, određuje plate zaposlenih i budžet centralne banke. Ovaj organ je pretežno zastupljen u severno evropskim zemljama, zatim Belgiji, Holandiji, Austriji, Švajcarskoj i dr.⁷ Međutim, davanje prevelikih ovlašćenja supervizorskom savetu i mogućnost njegovog mešanja u monetarnu politiku može uticati na smanjenje nezavisnosti centralne banke.

Struktura supervizorskih saveta je vrlo različita i gotovo da ne postoje dve centralne banke koje imaju istu strukturu. U sledećoj tabeli je prikazana struktura supervizorskog saveta u izabranim centralnim bankama.

TABELA BR. 1.6 – SUPERVIZORSKI SAVET U IZABRANIM CENTRALNIM BANKAMA

Zemlja	Struktura supervizorskog saveta
Velika Britanija	16 direktora
Norveška	Predsednik, zamenik predsednika i 13 članova
Švedska	11 eksternih članova
Švajcarska	Predsednik, zamenik predsednika, 4 predstavnika federalnog saveta i 5 predstavnika akcionara
Finska	9 članova koje biraju guverner i zamenik guvernera
Irska	Guverner, 1 izvršni direktor i 8 drugih direktora (ne mogu biti izvršni direktori)
Novi Zeland	Guverner, 6 direktora, (ne mogu biti izvršni direktori)
Austrija	Predsednik, zamenik predsednika, 6 imenovanih i 6 izabranih članova
Kanada	Guverner, zamenik guvernera, 12 direktora i ministar finansija (bez prava glasa)
Crna Gora	Dva eksterna člana Savjeta CBCG i jedan član Savjeta CBCG iz reda zaposlenih

Izvor: web sajтови centralnih banaka

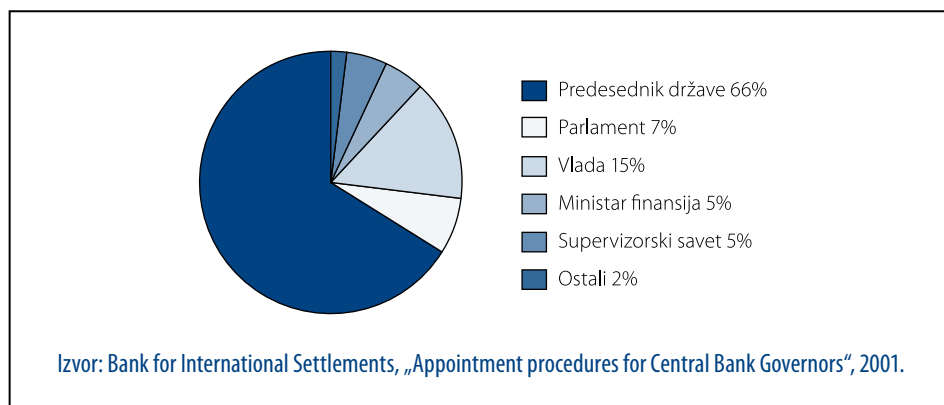
⁷ Za više detalja o supervizorskim savetima u pojedinim bankama pogledati rad Sparve, R, 2002, „Supervisory Bords in Some Central Banks“, IMF seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington.

1.4.3. Guverner kao izvršni rukovodilac

Operativnim radom centralne banke najčešće upravlja guverner. U nekim slučajevima, poput ECB-a, FED-a ili CBCG, centralnom bankom upravlja predsednik, a u slučaju zemalja koje imaju platni ili monetarni autoritet, tada je najčešće u pitanju direktor (Hong Kong, Singapur i dr).

Studija Banke za međunarodna poravnanja (BIS) pokazala je da u najvećem broju slučajeva guvernera bira predsednik države⁸ (u preko dve trećine zemalja), zatim dolazi vlada (oko 15% zemalja), pa parlament ili drugo zakonodavno telo (7%). Na sledećem grafiku je prikazano koja institucija bira guvernera.

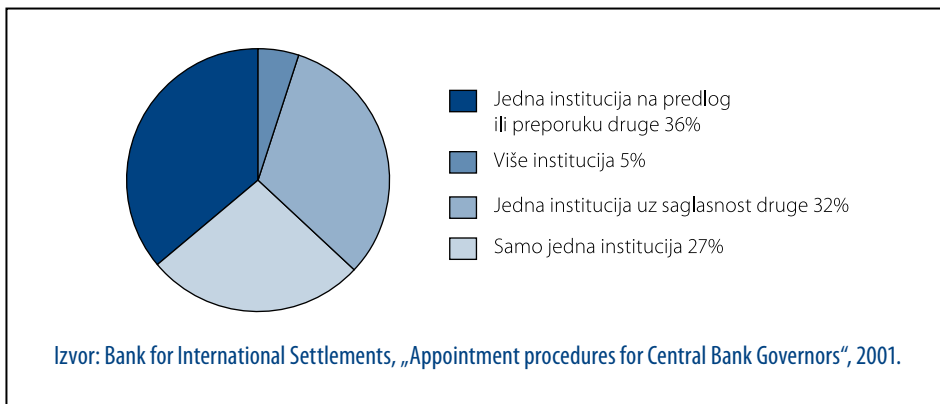
GRAFIK BR. 1.5 – INSTITUCIJE ODGOVORNE ZA IZBOR GUVERNERA



U većini zemalja u proceduru izbora guvernera uključeno je više od jedne institucije, bilo da je potrebna preporuka ili saglasnost neke druge institucije. U samo 27% slučajeva u izbor guvernera je uključena samo jedna institucija. Uključivanjem više institucija u proceduru izbora guvernera povećava se nezavisnost centralne banke, odnosno smanjuje se mogućnost direktnog uticaja na rad centralne banke od strane institucije koja ima ekskluzivno pravo izbora guvernera. Na sledećem grafiku je prikazan broj institucija uključenih u izbor guvernera.

⁸ Pod predsednikom države u ovom slučaju treba tretirati lice na najvišoj funkciji u državi. U nekim slučajevima to može biti i kralj.

GRAFIK BR. 1.6 – BROJ INSTITUCIJA UKLJUČENIH U IZBOR GUVERNERA



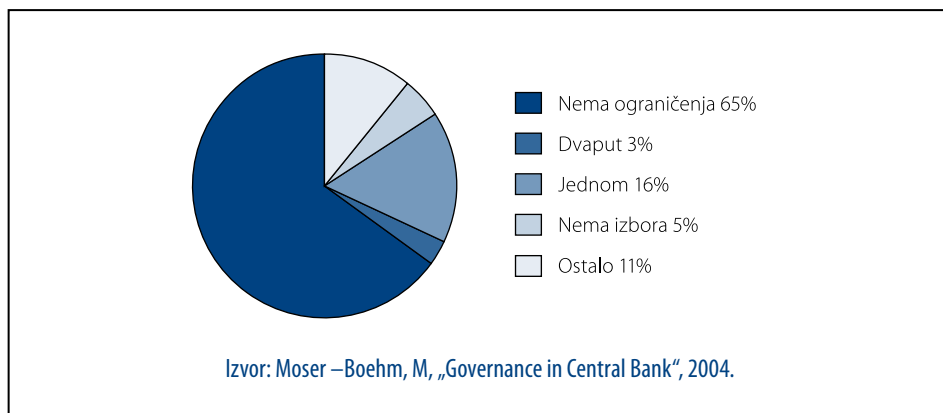
U sledećoj tabeli je prikazano po izabranim zemljama kako izgledaju procedure izbora guvernera.

TABELA BR. 1.7 – PROCEDURA IZBORA GUVERNERA

Zemlja	Procedura izbora	Mandat
Austrija	Predsednik na predlog Vlade	5 godina
Belgija	Kralj	5 godina
Bugarska	Nacionalni parlament	6 godina
Kanada	Bord direktora	7 godina
Crna Gora		6 godina
Češka	Predsednik Republike	6 godina
Danska	Kralj	Nije vremenski ograničen
Francuska	Savet ministara	6 godina
Nemačka	Predsednik države na predlog Vlade, koja prethodno mora da se konsultuje sa Savetom centralne banke	8 godina
Mađarska	Predsednik Republike na predlog premijera	6 godina
Irska	Predsednik države, a savetuje ga Vlada	7 godina
Švedska	Glavni savet Centralne banke	6 godina
Švajcarska	Federalni savet bira predsednika i potpredsednika od tri člana Upravnog odbora. Članove Upravnog odbora bira federalni savet na preporuku Saveta banke	6 godina
Velika Britanija	Kraljica na predlog premijera	5 godina
SAD	Predsednik SAD bira predsednika Borda direktora od postojećih članova Borda direktora uz saglasnost Senata	4 godine
Srbija	Parlament na predlog odgovarajućeg komiteta	5 godina

Kada su u pitanju procedure reizbora guvernera, u najvećem broju slučajeva ne postoje prepreke za reizbor guvernera (grafik br. 1.7).

GRAFIK BR. 1.7 – MOGUĆNOSTI ZA REIZBOR GUVERNERA



Iz ove analize možemo izvući sledeće zaključke. U najvećem broju slučajeva centralne banke su institucije u državnom vlasništvu. Mandat guvernera i upravljačkih organa je najčešće duži od mandata vlade. Pored guvernera, u većini centralnih banaka postoji monetarni savet ili slično telo.

Poslednjih godina sve više je prisutna diskusija o tome u kojoj meri, nezavisno od upravljačkih struktura, glavnu reč vodi guverner ili drugi glavni izvršni funkcioner. Zastupnici ove hipoteze obično uzimaju kao primer FED i Greenspana. Naime, za vreme mandata Greenspana gotovo da je bilo nemoguće doneti odluku protiv koje bi glasao Greenspan. Mišljenja o uticaju glavnog izvršnog funkcionera su vrlo različita, a Siklos (2002) u svojoj studiji je došao do zaključka da je ovo pitanje preuveličano i da uloga guvernera ima ključni značaj samo u određenim kriznim situacijama. Ipak, personalna dominacija u velikoj meri zavisi i od režima monetarne politike. Na primer, u režimu monetarnog targetiranja monetarna politika se vodi na bazi unapred definisanih pravila i postoji mali prostor za personalizaciju. Sa druge strane, u režimu inflacionog targetiranja prostor za personalizaciju monetarne politike je veliki.

1.5. Upravljanje rizikom u centralnim bankama

Savremeni svet koji karakteriše povećani stepen globalizacije, interakcija ekonomije i politike na globalnom nivou, porast stranih investicija i prekograničnih transfera, drastičan rast berzanskih plasmana, integrisanost berzi u jedinstven sistem, deregulacija finansijskog poslovanja, sofisticiranost savremene tehnologije, česte oscilacije deviznih kurseva i cena nekih strateških proizvoda (poput nafte), nose povećani rizik poslovanja za sve učesnike na finansijskom tržištu. Rizik je svojstven savremenom svetu i on je, u većoj ili manjoj meri, prisutan kod svih institucija koje posluju na tržištu, njega nije moguće izbeći, ali ga je moguće minimizirati odgovarajućim politikama. Rizik se može definisati kao verovatnoća da će se desiti neki nepovoljan događaj, koji će se negativno odraziti na poslovanje (ispunjenje ciljeva).

SLIKA BR. 1.2 – DA LI JE RIZIČNO SURFOVATI? DA LI SE RIZIK MOŽE MINIMIZIRATI ILI IZBEĆI?



Rizik sa kojim se suočavaju centralne banke je isti kao i onaj sa kojim se suočavaju i tradicionalne finansijske institucije: kreditni rizik, tržišni rizik, operativni, rizik likvidnosti, rizik kredibiliteta i dr. Međutim, za razliku od ostalih tradicionalnih finansijskih institucija, centralne banke su najmanje sklone riziku i u njihovom portfoliju se nalaze plasmani visokog stepena sigurnosti (po pravilu i manjeg pri-

nosa). Razlozi nerizičnog ponašanja se nalaze u činjenici da su centralne banke neprofitne institucije i u potrebi da se zaštite javni fondovi.

Ipak, ovo ne znači da se upravljanje rizikom zanemaruje u centralnim bankama. Poslednjih godina je prisutna tendencija upravljanja rizikom koja se manifestuje preko identifikovanja rizika kojima je izložena centralna banka, kao i razvojem instrumenata za merenje izloženosti riziku, njegov monitoring i upravljanje. Efektivno upravljanje rizikom predstavlja komparativnu prednost, dok loše upravljanje rizikom vodi značajnim finansijskim i nefinansijskim gubicima, kao i propuštenim prilikama.

TABELA BR. 1.8 – RIZICI U CENTRALNOM BANKARSTVU

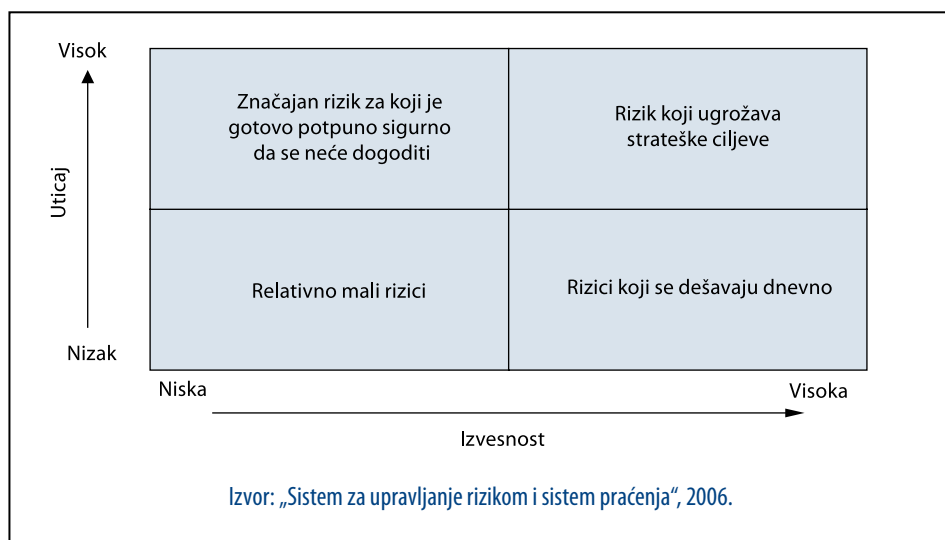
Vrsta rizika	Uzroci rizika
1. Rizik deviznih kurseva	Potresi na svetskom tržištu, politička nestabilnost, loše ekonomske performanse, špekulativne akcije, neadekvatne ekonomske politike, nekonkurentnost privrede i dr.
2. Rizik kamatnih stopa	Neadekvatna monetarna politika, špekulativne akcije, potresi na svetskom tržištu, bankrotstvo banaka i dr.
3. Kreditni rizik	Politički rizik, loš izbor poslovnih banaka (plasiranje deviznih rezervi), bankrotstva banaka, bankrotstvo značajnih klijenata, neadekvatan pravni sistem i dr.
4. Rizik kredibiliteta	Istorijsko nasleđe, neadekvatne tekuće politike CB, neadekvatne ekonomske politike vlade, gubitak i/ili smanjenje nezavisnosti centralne banke, loš PR, nepopularan menadžment CB, obmana javnosti i dr.
5. Rizik zemlje	Politička nestabilnost, ekonomska nestabilnost, prirodne katastrofe, novi propisi, štrajkovi, rat i dr.
6. Operativni rizik	Neadekvatni procesi i sistemi, neadekvatno osoblje, prevare, nepovoljni eksterni događaji, neadekvatan IT, loš menadžment, loši međuljudski odnosi i dr.
7. Rizik likvidnosti	Gubitak u završnim računima, loše upravljanje gotovinom, velika i nenajavljena povlačenja gotovine od strane poslovnih banaka i dr.
8. Rizik kursnih razlika	Potresi na svetskim berzama, potresi na međunarodnim deviznim tržištima, nagle apresijacije ili depresijacije najvažnijih valuta, unutrašnja ekonomska nestabilnost i dr.

Važnu fazu procesa upravljanja rizikom predstavlja procena rizika i mapiranje rizika. Procena rizika treba da omogući ocenu do kog stepena potencijalni nepovoljni događaji mogu imati uticaj na poslovanje. Procena rizika se vrši sa dva aspekta:

- Izvesnost – visoka ili niska i
- Uticaj – visok ili nizak.

Stoga je vrlo korisno sprovesti mapiranje rizika koje se može prikazati preko sledeće jednostavne matrice.

ŠEMA BR. 1.2 – MAPIRANJE RIZIKA



Kada je sprovedeno mapiranje rizika potrebno je imati adekvatan odgovor na rizike, koji u osnovi znači: izbegavanje rizika, smanjenje, deljenje i prihvatanje rizika. Prilikom odlučivanja za konkretnu alternativu, menadžment mora proceniti uticaj na izvesnost rizika, kao i isplativost, imajući u vidu konkretnu akciju pri kojoj će preostali rizik biti u skladu sa željenim rizikom tolerancije. **Izbegavanje rizika** podrazumeva prestanak vršenja aktivnosti koja prouzrokuje rizik, na primer gotov novac iz trezora centralne banke preuzima poslovna banka i na taj način se eliminiše rizik transporta novca. **Smanjenje rizika** podrazumeva preduzimanje niza radnji preko kojih se minimizira ili pojava rizika ili potencijalni gubitak u slučaju njegove pojave. **Deljenje rizika** podrazumeva da se rizik deli sa nekom drugom institucijom, kao na primer osiguravajućom kućom. Po pravilu, **prihvataju se oni rizici** za koje postoji jako mala verovatnoća da će se pojaviti, oni koji nose potencijalno mali gubitak, kao i oni za koje je trošak zaštite od rizika viši od potencijalnog gubitka izazvanog pomenutim rizikom.

Sastavni deo procesa upravljanja rizikom predstavlja plan poslovnog kontinuiteta. Ovim dokumentom se definiše kako će centralna banka funkcionisati u određenim vanrednim okolnostima. Planom se predviđa koje su ključne funkcije koje se moraju obavljati i u vanrednim okolnostima, koliki je maksimalni vremenski period u kojem određena funkcija može biti van rada, ključni personal, neophodna oprema, kao i rezervna lokacija za slučaj da sedište centralne banke postane nepodobno za normalno funkcionisanje.⁹ Sastavni deo plana poslovnog kontinuiteta predstavlja definisanje alternativnih scenarija i testiranje funkcionisanja plana.

1.5.1. Upravljanje operativnim rizikom

Pored tradicionalnog poklanjanja pažnje kreditnom i tržišnom riziku, poslednjih godina sve veća pažnja se poklanja operativnom riziku.¹⁰ Iako je on odavno identifikovan, dugo vremena su postojala neslaganja po pitanju njegovog definisanja. Tako se pod operativnim rizikom najčešće podrazumevao svaki rizik koji ne potpada pod kategoriju kreditnog i tržišnog rizika. Danas je po pitanju operativnog rizika opšteprihvaćena definicija iz Bazela II - „rizik gubitka koji je posledica neadekvatnih procesa, ljudi, sistema ili posledica eksternih događaja“.¹¹ Na šemi br. 1.3 prikazano je šta se sve može smatrati operativnim rizikom.

Politika upravljanja operativnim rizikom u centralnim bankama mora da uključiti nekoliko područja:

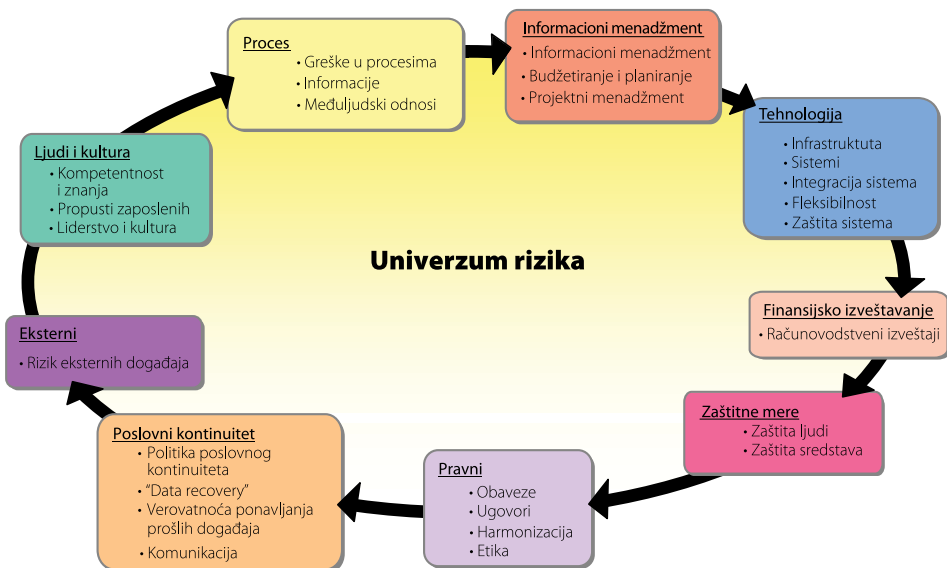
- Definisanje oblasti koje mogu biti predmet operativnog rizika;
- Definisanje odeljenja (sektora) odgovornog za upravljanje operativnim rizikom, njegove zadatke i odgovornosti;
- Definisanje indikatora operativnog rizika;
- Definisanje politika za smanjivanje operativnog rizika i
- Kontinuirana procena rizika i proces evaluacije primenjenih politika.

⁹ Postoji veliki broj razloga zbog kojih sedište centralne banke može postati nepodesno za obavljanje aktivnosti: požar, poplava, zemljotres, teroristički napad, nestanak električne energije i sl.

¹⁰ Tržišni i kreditni rizik sa kojim se suočavaju centralne banke se ne razlikuje značajnije od rizika sa kojima se suočavaju ostali učesnici na finansijskom tržištu, stoga on neće biti predmet posebne analize.

¹¹ BIS, (2002), „Sound Practices for the management and Supervision of Operational Risk“, <http://www.bis.org/publ/bcbs91.pdf>

ŠEMA BR. 1.3 – OPERATIVNI RIZIK



Izvor: Cutler, S. (2004) „Managing Risk in Central Bank“

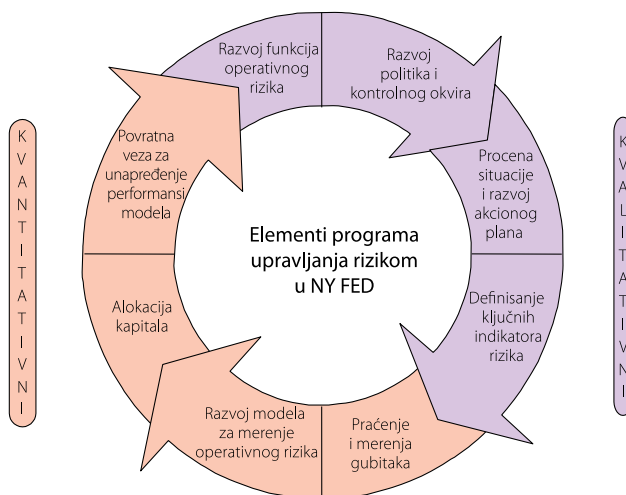
Na šemi br. 1.4 prikazano je kako se sprovodi politika upravljanja operativnim rizikom u okviru odeljenja za operacioni rizik bankarske supervizije FED-a iz Njujorka. Prema pomenutom modelu, politika upravljanja operativnim rizikom uključuje i kvalitativne i kvantitativne elemente.

Kvalitativni elementi uključuju primenu organizacione strukture za vođenje politike operativnog rizika, koja mora da bude odobrena od borda direktora i da ima podršku top menadžmenta banke. Istovremeno se razvijaju politike koje treba da utiču na smanjenje operativnog rizika. Razvija se model procene situacije da bi se kontrolisali događaji u okruženju i preduzimale korektivne mere (akcioni plan). Razvijaju se i prate ključni višedimenzionalni indikatori rizika.

Na kvantitativnoj strani utvrđuju se operativni rizici iz prošlosti, gubici koje su prouzrokovali, uzroci koji su doveli do njih i projektuje se njihov trend. Kada se istorijski podaci prikupe, pravi se ekonometrijski model za procenu verovatnoće i iznosa eventualnog gubitka. Model se, takođe, koristi za procenu efikasnosti up-

pravljanja rizikom, kao i za alokaciju kapitala, i na kraju kreiraju se povratne veze koje treba da omoguće kontinuirano unapređenje modela.

ŠEMA BR. 1.4 – ELEMENTI PROGRAMA UPRAVLJANJA OPERATIVNIM RIZIKOM



Izvor: „NY Fed’s Operational Risk department in Bank Supervision“

Boks br. 1.9 – Bazelski principi upravljanja operativnim rizikom

- **Princip 1: Bord direktora (Savet)** – Treba da bude svestan materijalnih operativnih rizika, treba da odobrava i preispituje okvir za upravljanje rizikom, kao i da obezbedi da postoji odgovarajuća raspodela odgovornosti.
- **Princip 2: Interna revizija** – Treba da bude operaciono nezavisna, adekvatno obučena i kompetentna. Ona ne treba da bude direktno odgovorna za upravljanje operativnim rizikom.
- **Princip 3: Menadžment** – Treba da ima dnevne odgovornosti za implementaciju politike operativnog rizika, da obezbedi da personal ima adekvatnu obuku i iskustvo i da obezbedi adekvatnu komunikaciju.
- **Princip 4: Identifikacija i procena rizika** - Banke treba da identifikuju i procene najvažnije rizike u postojećim i novim proizvodima, uslugama, procesima i sistemima. Najvažniji instrumenti su: procena rizika, indikatori rizika i rangiranje rizika.
- **Princip 5: Monitoring rizika** - Banke treba redovno da prate operativni rizik i da izveštavaju menadžment i bord direktora.

- **Princip 6: Kontrola i minimiziranje rizika** – Banke treba da imaju politike i procedure minimiziranja i kontrole materijalnih operativnih rizika. Od posebnog značaja su kultura kontrole, politike poslovnog kontinuiteta, izbegavanje alokacije nedovoljnih resursa za upravljanje operativnim rizikom i politike oporavljanja nakon kriznih situacija.
- **Princip 7: Poslovni kontinuitet** – Banke trebaju da imaju plan poslovnog kontinuiteta i izlaska iz kriznih situacija uzimajući u obzir nepovoljne moguće scenarije.
- **Principi 8: Uloga supervizora** – Supervizori treba da zahtevaju od banaka da imaju okvir za identifikovanje, procenu, monitoring i kontrolu operacionog rizika.
- **Princip 9:** Supervizori treba da vrše redovnu i nezavisnu procenu bankarskih politika, procedura i postupaka koji se odnose na operativne rizike.
- **Princip 10: Transparentnost** – Banke treba da povećaju transparentnost i da dozvole tržišnu procenu politika operativnog rizika.

Izvor: „Sound Practices for the management and Supervision of Operational Risk“, BIS

1.6. Nezavisnost centralne banke

1.6.1. Osnovne komponente nezavisnosti centralne banke

Ne tako davno centralne banke nisu imale visok stepen nezavisnosti. Tada je vladajuća paradigma smatrala da fiskalna i monetarna politika treba da budu koordinirane i da je koordinaciju lakše ostvariti ukoliko vlada može da kontroliše i fiskalnu i monetarnu politiku. Takođe, preovladavalo je i uverenje da sa političkog stanovišta nije opravdano dati punu nezavisnost u vođenju jedne tako važne funkcije službenicima koji nisu prošli kroz izborni proces. Međutim, sa porastom inflacije, krajem sedamdesetih godina, ovo gledište je počelo da se radikalno menja.

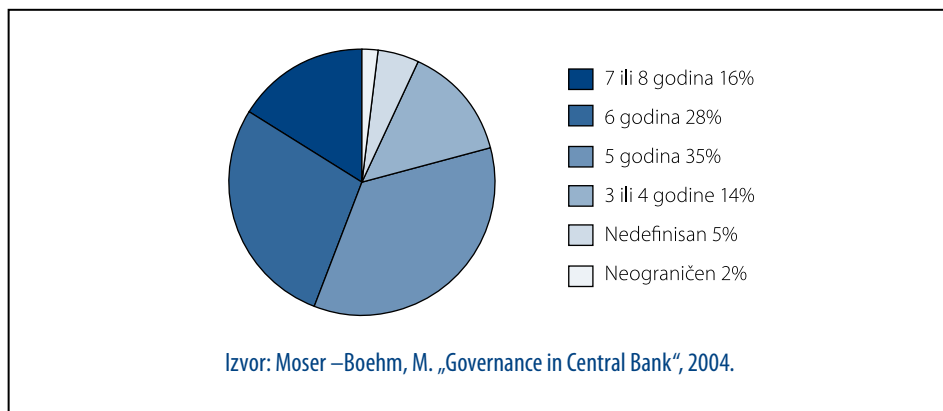
Danas postoji veliki broj definicija nezavisnosti centralne banke i veliki broj načina merenja nezavisnosti centralne banke. Pod nezavisnošću centralne banke u najširem smislu podrazumeva se sloboda centralne banke da definiše svoje ciljeve i instrumente za njihovu primenu, bez uticaja vlade ili neke druge institucije ili pojedinca.

Nezavisnost centralne banke se uglavnom posmatra kroz prizmu četiri komponente nezavisnosti: **institucionalnu, personalnu, funkcionalnu i finansijsku.**

Institucionalna nezavisnost podrazumeva zabranu centralnoj banci da traži ili prihvata instrukcije od drugih institucija ili pojedinaca izvan centralne banke, kao i zabranu političkim institucijama da daju instrukcije centralnoj banci. Ovo ne znači da su javne diskusije ili diskusije u parlamentu o nekom pitanju iz delokruga centralne banke zabranjene. One su, svakako, dobrodošle i daju priliku centralnoj banci da razmeni argumente. Međutim, one moraju značiti da ne postoji mogućnost da neka spoljna institucija odobrava, poništava ili suspenduje odluke centralne banke, kao što je na primer moguće u Velikoj Britaniji, Kanadi, Novom Zelandu i nekim drugim zemljama. Učešće predstavnika ostalih institucija u monetarnom savetu (najvišem organu) može biti prihvatljivo samo ukoliko oni nemaju pravo glasa.

Personalna nezavisnost podrazumeva da izborni period guvernera i najvišeg organa mora da bude duži od mandata vlade (idealna situacija podrazumeva mandatni period od 6 do 8 godina). Na sledećem grafiku je prikazano trajanje mandata guvernera u različitim zemljama.

GRAFIK BR. 1.8 – TRAJANJE MANDATA GUVERNERA



Takođe, potrebno je predvideti zaštitu guvernera i najvišeg organa od diskrecionog smenjivanja. Legalni razlozi njihovog smenjivanja mogu biti: da više nisu u stanju (fizički) da obavljaju dužnost, kršenje zakona ili ukoliko počine neko

krivično delo. Takođe, potrebno je predvideti pravo smenjenih da zahtevaju da vrhovni sud oceni zakonitost njihovog smenjivanja. Guverner i članovi najvišeg organa ne smeju biti članovi neke druge institucije koja bi ih mogla dovesti u situaciju konflikta interesa. Izbor guvernera i monetarnog saveta mora podrazumevati profesionalne kriterijume, a ne političke.

Funkcionalna nezavisnost podrazumeva da osnovni cilj centralne banke treba da bude održavanje cenovne stabilnosti. Ukoliko postoje i neki drugi ciljevi, onda stabilnost cena mora biti navedena kao osnovni cilj. Pod njom se podrazumeva i pravo centralne banke da potpuno samostalno vodi monetarnu politiku, kao i zabrana kreditiranja, davanja garancija i otkupa hartija od vrednosti (na primarnom tržištu) vlade.

Finansijska nezavisnost podrazumeva da centralna banka samostalno usvaja budžet i da joj za njegovo usvajanje nije potrebno odobrenje nekog drugog organa.

Iako posmatrana kroz zakonsku regulativnu nezavisnost centralne banke može biti visoka, neophodno je da ne postoji značajno odstupanje u praksi. Na primer, nedovoljna primena prava u praksi kao posledica slabog sudskog sistema. Takođe, mogu postojati neformalne veze između guvernera i pojedinih članova vlade.

Da bi centralna banka bila u potpunosti nezavisna, ona mora da ima i nezavisnost cilja i nezavisnost instrumenta. Nezavisnost cilja podrazumeva slobodu centralne banke da definiše ciljeve monetarne politike (stabilnost cena, stopa nezaposlenosti, BDP i sl). Nezavisnost instrumenta podrazumeva da centralna banka ima slobodu da odabere odgovarajuće politike – instrumente kojima će postići željene efekte na ekonomiju. Moguća je situacija da centralna banka ima nezavisnost instrumenta bez nezavisnosti cilja, ili da ima nezavisnost cilja bez nezavisnosti instrumenta (što je ređe). Tako na primer, zemlja koja je uvela targetiranje inflacije ima nezavisnost instrumenta, ali to ne znači i nezavisnost cilja, jer je targetirana stopa inflacije u nekim slučajevima nametnuta od strane vlade, kao što je to u Velikoj Britaniji, Kanadi, Novom Zelandu i dr.

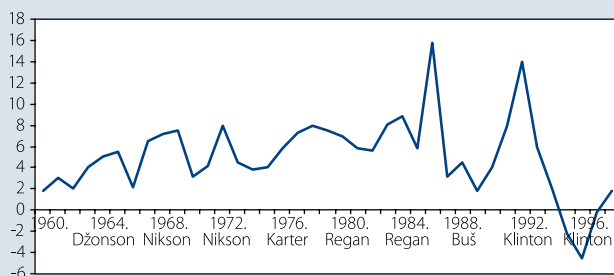
Boks br. 1.10 – Politički poslovni ciklusi i nezavisnost centralne banke

Jedna od osnovnih ideja kejnzijanske ekonomije je da vlada treba da koristi monetarnu i fiskalnu politiku da bi stabilizovala ekonomiju. Politički poslovni ciklusi su ekonomski ciklusi koje je prouzrokovala vlada. Oni imaju utoliko sličnosti sa kejnzijancima, što predstavljaju oblik državne intervencije i što pokazuju da vlada može uticati na poslovne cikluse.

Ova teorija vidi politiku kao jednu vrstu kratkoročne „igre“. Njena suština je da treba maksimizirati broj potencijalnih glasača danas, a da o budućnosti treba razmišljati sutra. Takođe, glasači više žele kratkoročne dobitke, nego dugoročna obećanja. Ukoliko glasači žele zaposlenje, političari koji žele reizbor će koristiti ekspanzivne politike da kreiraju nove poslove. To znači da će politički proces voditi rastu zaposlenosti na uštrb inflacije. Nakon izbornog procesa centralna banka sprovodi restriktivne politike da „uspori“ inflaciju.

Na sledećem grafiku su prikazane stope rasta monetarnog agregata M_1 u SAD, u izbornim godinama.

GRAFIK BR. 1.9 – STOPE RASTA MONETARNOG AGREGATA M_1 U SAD (U %)



Izvor: Irvin B. Tucker, 1999, „Macroeconomics for Today“, South-Western College Publishing

Kada su u pitanju ekspanzivne mere za podsticanje zaposlenosti, u SAD se daje prednost monetarnoj u odnosu na fiskalnu politiku. Postoji više razloga za davanje primata monetarnoj politici. Ekspanzivna fiskalna politika zahteva da Kongres odobri povećanje rashoda ili sniženje poreza. Imajući u vidu partijsku strukturu Kongresa i dvopartijski sistem u SAD, jasno je da bi opoziciona partija preduzela sve da uspori (dok ne bude prekasno) ili onemogući takav scenario, jer joj on smanjuje verovatnoću uspeha na izborima. Takođe, uočeno je da su vremenski pomaci u slučaju fiskalne politike duži nego u slučaju monetarne politike. Ovo sve otvara dilemu stvarne nezavisnosti centralne banke.

Nezavisnost centralne banke kao preduslov mora značiti i autonomiju centralne banke. Autonomija je širok pojam, ali kao minimum ona bi morala uključivati sledeće komponente:

- Postojanje zakona o centralnoj banci koji jasno definiše prava i odgovornosti CB,
- Jasno definisane ciljeve,
- Autonomiju u radu guvernera i menadžmenta centralne banke,
- Samostalnost centralne banke u sastavljanju budžeta.

Istorijska dimenzija nezavisnosti centralne banke

Jedan broj autora smatra da su krajem XIX i početkom XX veka centralne banke imale veći stepen nezavisnosti nego što ga imaju danas (Goodhart, 1994). Politika laissez-faire tokom XIX veka nije davala prostor državnoj intervenciji i alokacija resursa je bila prepuštena tržištu. Stoga u samoregulišućoj ekonomiji nije ni postojao prostor za intervenciju centralne banke. Zlatni standard je podrazumevao nezavisnost centralne banke, jer je on funkcionisao kao automatski samouravnotežujući sistem, a uloga centralnih banaka je bila da obezbede konvertibilnost nacionalne valute. Takođe, centralne banke su uglavnom bile u privatnom vlasništvu, tako da je postojala mala mogućnost uticaja države na njih. U sledećoj tabeli je prikazana politička nezavisnost izabranih centralnih banaka prema GMT indeksu¹² danas i u periodu osnivanja (vrednost u zagradi).

TABELA BR. 1.9 – POLITIČKA NEZAVISNOST IZABRANIH CENTRALNIH BANAKA PREMA GMT INDEKSU

Zemlja	Indeks političke nezavisnosti
Engleska (1694)	3 (6)
Francuska (1800)	5 (5)
FED (1913)	5 (2)
Bundesbanka (1870)	6 (7)

Izvor: Ilieva, J. i dr, „The Changing Role of Central Banks in Market Economies“

¹² Maksimalna vrednost GMT indeksa političke nezavisnosti je 8. Veća vrednost indeksa podrazumeva veći stepen nezavisnosti.

Nakon II svetskog rata vlade postaju izuzetno aktivne u upravljanju ekonomijom i tržište se više ne smatra samouravnotežujućim mehanizmom, a veze između vlade i centralne banke postaju mnogo čvršće. U ovom periodu najvažniji instrument centralnih banaka postaje politika kamatne stope. Od centralnih banaka se očekuje da obezbede adekvatno pokriće budžetskog deficita. Višestruki ciljevi ekonomske politike (inflacija, zaposlenost, ekonomski rast, platni bilans) postaju konfliktini sa nezavisnošću centralne banke, jer nisu imali jasnu hijerarhiju i značaj pojedinačnih ciljeva se često menjao. U ovom periodu veliki broj centralnih banaka je nacionalizovan (preveden u državno vlasništvo) poput centralnih banaka: Danske, Kanade, Engleske, Holandije, Francuske, Novog Zelanda i dr.

Stvarnu nezavisnost centralne banke dobijaju nakon inflatornih epizoda koje su prouzrokovale velike troškove i stanovništvu i privredi. Ovaj trend je naročito prisutan nakon kolapsa Bretonvudskog sistema, kada je, takođe, i empirijski verifikovano odsustvo veze između inflacije i nezaposlenosti. Na primer, stepen nezavisnosti centralne banke Novog Zelanda je povećan, krajem 80-ih godina prošlog veka, kao posledica dugotrajne inflacije. Sa povećanjem nezavisnosti centralne banke i uvođenjem targetiranja inflacije, Novi Zeland je uspešno rešio problem inflacije. Trend porasta nezavisnosti centralnih banaka je naročito prisutan od kraja osamdesetih i tokom devedesetih godina. Cukierman (1996) je utvrdio da je u periodu od 1989. do 1996. godine povećan stepen nezavisnosti centralnih banaka u najmanje 25 zemalja.

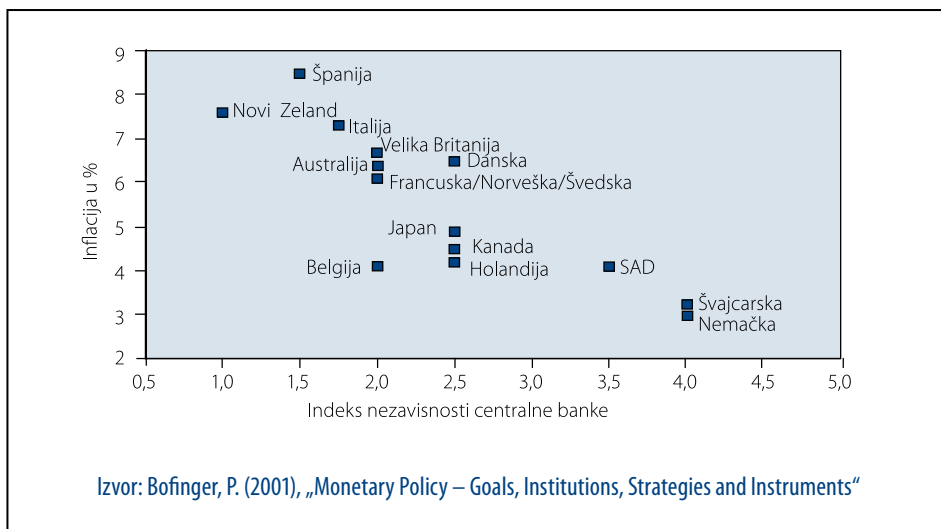
Kreiranje nezavisne centralne banke je bio poseban izazov za centralno planске privrede. Naime, u periodu socijalizma postojao je monobankarski sistem, u kome nije bilo odvojeno centralno od komercijalnog bankarstva. Sve banke su, u stvari, bile deo državne birokratije i one nisu imale nikakvu nezavisnost. Stoga je sa otpočinjanjem procesa tranzicije jedan od ključnih zadataka bio ustanovljavanje dvostepenog bankarskog sistema uz jasnu podvojenost centralne banke i komercijalnih banaka. Tokom druge polovine devedesetih, u privredama u tranziciji je prisutan trend porasta nezavisnosti centralnih banaka. Dva osnovna razloga za to su - što su krediti MMF-a i Svetske banke u velikoj meri bili uslovljeni povećanjem nezavisnosti centralne banke i približavanje EU, što je zahtevalo slično ustrojstvo centralne banke ustrojstvu Evropske centralne banke.

1.6.2. Praktična pitanja nezavisnosti centralne banke

Zašto je važna nezavisnost centralne banke? Zato što je proces obaranja inflacije dugoročan i često nosi troškove, a političari su često orjentisani ka ostvarivanju kratkoročnih dobitaka. Dodatni argument je i da centralna banka sa većim stepenom nezavisnosti ima viši stepen kredibiliteta, što vodi bržem obaranju inflacije i uz manje troškove. Ukoliko su očekivanja racionalna, a centralna banka ima visok kredibilitet, onda je obaranje inflacije trenutno i bez ikakvih troškova.

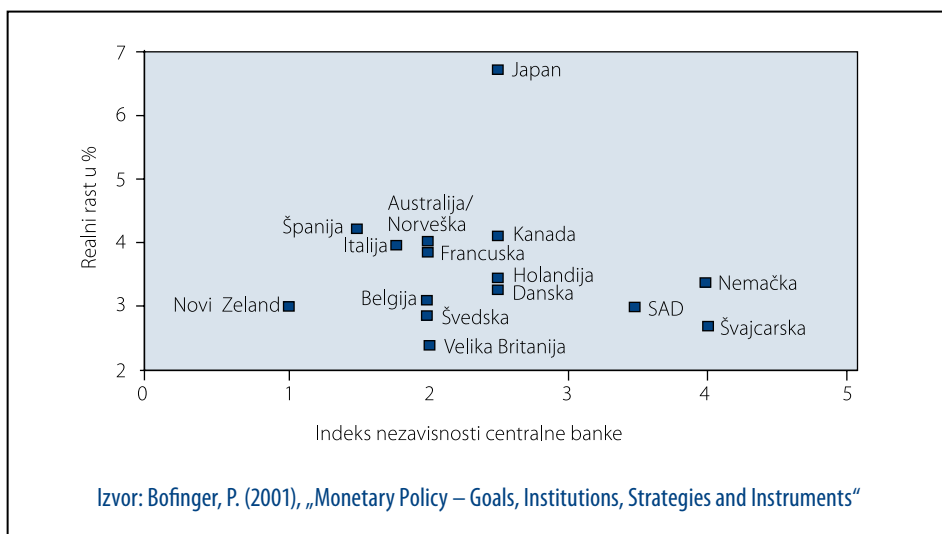
Veliki broj empirijskih studija je potvrdio da ukoliko postoji viši stepen nezavisnosti centralne banke postoji niža stopa inflacije. Nezavisne centralne banke mogu mnogo lakše ostvariti nisku stopu inflacije, dok vlade mogu zloupotrebiti monetarnu politiku zbog ostvarivanja kratkoročnih dobitaka u ekonomskom rastu. Na sledećem grafiku je prikazana veza između nezavisnosti centralne banke, merena Alesininim i Summers-ovim indeksom, i stope inflacije u izabranim razvijenim tržišnim privredama u periodu od 1955. do 1988. godine.

GRAFIK BR. 1.10 – NEZAVISNOST CENTRALNE BANKE I STOPA INFLACIJE



Međutim, sa druge strane Alesina i Summers nisu utvrdili vezu između nezavisnosti centralne banke i realnog rasta BDP-a (grafik br. 1.11).

GRAFIK BR. 1.11 – RAST BDP-a I INFLACIJA U IZABRANIM ZEMLJAMA U PERIODU 1955 – 1988.



Međutim, Siklos (2002) je pokazao da je veza između nezavisnosti centralne banke i stope inflacije nestala tokom devedesetih. Ovo je svakako u velikoj meri posledica činjenice da je od druge polovine devedesetih godina inflacija niska u svim razvijenim zemljama. Ipak, treba imati u vidu da postoje i gledišta da stopa inflacije nije posledica nezavisnosti centralne banke, već brojnih drugih makroekonomskih karakteristika, odnosno da je nezavisnost centralne banke precenjena. Takođe, treba imati u vidu da postoje i empirijske studije (Debelle 1994, Walsh 1995, Fischer 1996) koje pokazuju da u uslovima nezavisne centralne banke postoje viši troškovi obaranja inflacije.

Boks br. 1.11 – Pravila ECB o nezavisnosti centralne banke

Na putu pridruživanja EMU, nezavisnost centralne banke predstavlja bitan uslov. Princip nezavisnosti nacionalnih centralnih banaka (u daljem tekstu: NCB) jasno je definisana članom 107 Sporazuma i članom 14.2 Statuta. Član 107 sadrži zabranu bilo kakvog pokušaja da se utiče na ECB, nacionalne centralne banke i članove najvišeg organa nacionalnih banaka, dok je članom 14.2 garantovana sigurnost stalnog mesta članovima najvišeg organa. EMI je pripremio listu karakteristika nezavisnosti centralne banke, pri čemu se pravi razlika između institucionalne, personalne i finansijske nezavisnosti.

Imajući u vidu institucionalnu nezavisnost, prava trećih lica (vlada i parlament) koja se odnose na davanje instrukcija NCB, odobravanje, obustavljanje, poništavanje ili odlaganje odluka NCB, cenzurisanje odluka NCB s pravnog aspekta, učešće u najvišim organima NCB s pravom glasa i ex-ante konsultovanje pri donošenju odluka, NCB nisu u skladu sa Sporazumom i/ili Statutom. Princip institucionalne nezavisnosti izražen je u članu 108 Mاستrihtskog sporazuma i članu 7 Statuta. Ova dva člana zabranjuju NCB i članovima najvišeg organa NCB da traže i primaju instrukcije od institucija i organa zajednice, vlade i organa države članice.

S aspekta personalne nezavisnosti, statuti NCB trebalo bi da garantuju da: minimalni mandat guvernera NCB bude pet godina, da guverner ne može biti smenjen iz razloga drugačijih od onih specificiranih članom 14.2 Statuta (ukoliko u dužem periodu ne ispunjava uslove zahtevane opisom posla ili je proglašen krivim za ozbiljne presteupe; ostali članovi najvišeg organa NCB koji su uključeni u funkcionisanje ESCB imaju istu zaštitu kao i guverneri). Takođe su predviđena i stroga pravila koja treba da spreče pojavu konflikta interesa.

Finansijska nezavisnost zahteva da NCB mogu slobodno koristiti svoja sredstva. Statutarne odrednice na ovom polju mogu biti praćene odgovarajućim bezbednosnim klauzulama kako bi se obezbedilo ispunjenje zadataka ESCB. Zabranjeno je kreditiranje ili davanje garancija vladi od strane NCB, kao i privilegovan pristup vlade finansijskim resursima NCB ili na finansijskom tržištu. Takođe, zabranjeno je NCB da na primarnom tržištu trguju vladinim dugom. Prema Statutu ESCB, države članice ne smeju dozvoliti da njihove centralne banke dođu u poziciju da nemaju dovoljno finansijskih sredstava za izvršenje zadataka vezanih za ESCB. NCB treba da imaju i slobodu samostalnog određivanja budžeta. Godišnji računi treba da budu usvojeni od strane najviših organa NCB uz saradnju s nezavisnim revizorima i mogu biti predmet naknadnog odobrenja od strane trećih lica (akcionara ili vlade).

Statut NCB može da propiše način raspodele profita. Ukoliko ne postoje ovakve odluke, alokaciju profita treba da preuzmu najviši organi NCB na profesionalnoj osnovi i ne treba da budu predmet diskrecije trećih lica, ukoliko ne postoji jasna zaštitna klauzula da raspodela neće biti na štetu finansijskih sredstava neophodnih za obavljanje zadataka NCB. Zemljama članicama nije dozvoljeno da smanjuju kapital njihovih NCB bez prethodnog dogovora sa njihovim najvišim organima.

Nezavisne centralne banke moraju imati jedan, usko definisan, cilj koji se fokusira na stabilnost cena. Međutim, postojanje jednog glavnog cilja ne znači da centralna banka treba da zanemari ostale makroekonomske ciljeve. Evropski monetarni institut (prethodnik ECB), definisao je koncept funkcionalne nezavisnosti centralne banke na osnovu člana 105 Mاستrihtskog sporazuma i člana 2 Statuta, prema kome je „primarni cilj Evropskog sistema centralnih banaka održavanje cenovne stabilnosti“, a pri definisanju sporednih ciljeva se ističe: „Podržavanje opštih ciljeva ekonomske politike ukoliko oni nisu u suprotnosti sa osnovnim ciljem – vođenjem cenovne stabilnosti“.

Važna komponenta nezavisnosti centralnih banaka je nemogućnost neke druge institucije da poništi odluke centralne banke. Npr, u Americi odluku FOMC-a može poništiti Kongres donošenjem zakona koji mora da potpiše i predsednik. Ipak, u praksi ovakav slučaj se nije nikada desio. Amerikanci smatraju da je ovakva odredba dobra, jer ona štiti zemlju od eventualne samovolje guvernera FED-a. Ipak, u određenom broju zemalja postoji mogućnost da vlada stavi veto, ili na sličan način stopira odluke centralne banke, kao na primer u Velikoj Britaniji, Australiji, Kanadi, Indiji i dr.

Najčešća dilema koja se javlja u teoriji, vezano za nezavisnost centralne banke, jeste činjenica da guverner i rukovodstvo centralne banke nisu izabrani u izbor-nom procesu i stoga nemaju odgovornost prema biračima, već tu odgovornost ima vlada i/ili parlament koji i biraju rukovodstvo centralne banke. Pitanje koje se u tom kontekstu postavlja je kako da se sprovede nadzor nad radom takve insti-tucije, a da istovremeno ne bude ugrožena njena nezavisnost. Potreba nadzora se javlja zbog sumnje da je rukovodstvo centralne banke nekompetentno ili da vodi politiku centralne banke u suprotnom smeru od onoga što je zakonom defini-sano kao njena ciljna funkcija. Bofinger (2001) smatra da treba da postoji trijada nezavisnosti centralne banke, odgovornosti za rad i sankcija ukoliko centralna banka ne ispunjava mandat. On, takođe, ističe da je u savremenim zakonodavstvima nezavisnost u velikoj meri razvijena, odgovornost samo delimično, a sankcije gotovo da ne postoje.

Danas postoji veliki broj kritičara nezavisnosti centralne banke. Na primer, Possen (2002) kaže da bi trebalo ukinuti nezavisnost svih centralnih banaka, a pre svega Banke Japana, FED-a i Evropske centralne banke, jer se svi ciljevi mone-tarne politike mogu ostvariti kroz proces inflacionog targetiranja formulisanog od strane izabranih državnih činovnika. Slično mišljenje ima i Blinder (1998). On smatra da u demokratskim društvima politički autoriteti treba da definišu ciljeve, a da centralna banka ima visok stepen diskrecije u primeni instrumenata kojima bi ostvarila politički definisane ciljeve. Po njemu, nezavisnost znači samo operacionu slobodu kontrole instrumenata za ostvarenje određenih ciljeva. Na primer, u Engleskoj visinu targetirane inflacije određuje Vlada, a Banka Engleske je slobodna da izborom adekvatnih instrumenata ostvari targetiranu stopu infla-ciju. Možda je takva politika i adekvatna u razvijenim tržišnim privredama, gde vlade nisu sklone „pravljenju“ veće stope inflacije, ali postavlja se pitanje da li je ona adekvatna i za većinu privreda u tranziciji i zemalja u razvoju.

Izazov nezavisnosti centralnih banaka poslednjih godina predstavljaju sudske odluke koje poništavaju odluke centralnih banaka. Tako na primer, nedavno sudovi su poništili odluke centralnih banaka o oduzimanju dozvola za rad ili uvođenju prinudnih uprava poslovnim bankama u Crnoj Gori, Hrvatskoj i Srbiji. Sudskom odlukom guverner Tajlanda je završio u zatvoru zbog loše vođene monetarne politike, a guverner Indonezije zbog supervizije Bali banke.

Čak i veliki broj sudskih sporova koji su vođeni protiv guvernera, iako su ih oni dobili, kao na primer u slučaju Meksika i Australije, predstavlja veliki pritisak na guvernera i veliki izazov nezavisnosti centralne banke. Sve ovo otvara pitanje da li rukovodstva centralnih banaka imaju dovoljan stepen pravne zaštite, na način da on ne ugrožava nezavisnost centralne banke.

Stoga je u velikom broju zakona o centralnim bankama predviđen zakonski imunitet za rukovodstvo centralne banke ukoliko su svoje akcije sprovodili u „dobra veri“. To znači da oni mogu biti osuđeni samo ukoliko je moguće dokazati da su akcije koje su sprovodili bile zlonamerne. U nekim zemljama sporove nije moguće pokrenuti protiv činovnika centralne banke, kao na primer u Nemačkoj, Švajcarskoj, Holandiji i dr, već samo protiv centralne banke.

Veliki izazov predstavlja i pokušaj političkog uticaja na centralnu banku preko smenjivanja guvernera. Na primer, u Srbiji su u periodu od 2000. do 2005. godine promenjena četiri guvernera, iako je čitav posmatrani period kraći od mandata jednog guvernera. Nakon „Tekila“ krize smenjen je guverner Meksika. Prema Mastroitskom sporazumu, maksimalno trajanje mandata članova Izvršnog odbora ECB je osam godina bez mogućnosti reizbora, što odgovara minimalnoj stopi promene guvernera od 0,125 (jedan guverner svakih osam godina). Minimalno trajanje mandata guvernera nacionalnih centralnih banaka je pet godina, što može odgovarati nižem pragu stope promene guvernera od 0,2. U sledećoj tabeli je prikazana učestalost smenjivanja guvernera u zemljama zapadnog Balkana.

TABELA BR. 1.10 – PROMENE GUVERNERA U ZEMLJAMA ZAPADNOG BALKANA

Banka	Guverner	Posmatrani period	Stopa promene guvernera
Banka Albanije	*Ilir Hoti, V 1992 - IX 1993. *Dylber Vrioni, IX 1993 - XII 1994. *Kristaq Luniku, XII 1994 - IV 1997. *Qamil Tusha, IV 1997 - VIII 1997. *Shkelqim Cani, VIII 1997 - IX 2004. *Ardian Fullani, X 2004 -	V 1992 - VI 2005.	0,46
Centralna banka Bosne i Hercegovine	*Peter Nicholl, VIII 1997 - I 2005. *Kemal Kozarić, I 2005 -	VIII 1997 - VI 2005.	0,25
Narodna banka Bugarske	*Todor Valchev, I 1991 - I 1996. *Lyubomir Filipov, I 1996 - VI 1997. *Svetoslav Gavriiski, VI 1997 - X 2003. *Ivan Iskrov, X 2003 -	I 1991 - VI 2005.	0,28
Centralna banka Crne Gore	*Ljubiša Krgović, III 2001 -	III 2001 - VI 2005.	0,24
Hrvatska narodna banka	*Ante Čičin-Sain, VIII 1990 - V 1992. *Pero Jurković, VI 1992 - II 1996. *Marko Škreb, III 1996 - VII 2000. *Željko Rohatinski, VII 2000 -	VIII 1990 - VI 2005.	0,27
Narodna banka Republike Makedonije	*Borko Stanoevski, XII 1993 - V 1997. *Ljube Trpeski, V 1997 - V 2004. *Petar Gosev, V 2004. -	XII 1993 - VI 2005.	0,26
Narodna banka Rumunije	*Mugur Isarescu, postavljen XII 1990. *ponovo postavljen IX 1998. *ponovo postavljen IX 2004.	XII 1990 - VI 2005.	0,07
Narodna banka Srbije	*Mladan Dinkić, XI 2000 - VII 2003. *Kori Udovički, VII 2003 - II 2004. *Radovan Jelašić, II 2004 -	XI 2000 - VI 2005.	0,66

Izvor: Vlahović, M. i Cerović, S, 2005, „Nezavisnost centralne banke – primjer zemalja zapadnog Balkana“, radna studija br. 5, Centralna banka Crne Gore

1.6.3. Merenje nezavisnosti centralne banke

Za merenje nezavisnosti centralne banke postoji veliki broj kriterijuma (testova). U aneksu ove glave prikazano je pet takvih testova. Testovi merjenja nezavisnosti centralne banke polaze od varijabli kao što su: dužina mandata guvernera, zavisnost mandata od promene vlade, procedura izbora guvernera, mogućnost finansiranja vlade, izbor ciljeva, broj članova najvišeg organa banke koji su izvan centralne banke, budžet centralne banke (ko ga određuje), koji su instrumenti raspoloživi centralnoj banci, način izveštavanja centralne banke (koga izveštava i kako), njena odgovornost, stepen kooperacije s vladom, pravna zaštita menadžmenta centralne banke i sl.

Kao najobuhvatniji indeks nezavisnosti obično se koristi indeks nezavisnosti Cukiermana, Webba i Neyaptia (CWN). Ovaj indeks razlikuje tri podindeksa nezavisnosti centralne banke:

- Indeks zakonodavne nezavisnosti koji pokazuje da zakonodavna mera nezavisnosti predstavlja važnu determinantu niske inflacije u razvijenim zemljama, ali ne i u zemljama u razvoju (vidi aneks),
- Indeks stope promene guvernera centralne banke, koji pokazuje da je stopa promene guvernera centralne banke tesno povezana s niskom inflacijom u zemljama u razvoju i
- Indeks koji se računa na osnovu odgovora na utvrđeni upitnik (vidi aneks).

Kako bi se izbegla loša ocena nezavisnosti centralne banke dobijena samo na osnovu indeksa zakonodavne nezavisnosti (zakonodavna može biti značajno drugačija od stvarne nezavisnosti centralne banke), autori posmatraju i učestalost promena guvernera centralne banke. Naime, moguće je da je zakonom određeno da mandat guvernera traje pet godina, ali da se smena guvernera u praksi dešava sa svakom promenom vlade ili ministra finansija. Međutim, i tumačenje ove mere nezavisnosti može biti kompleksno: učestala promena guvernera ukazuje na manju nezavisnost centralne banke, jer znači da vlada smenjuje guvernera koji ne ispunjava njihove zahteve. Osim toga, kraći mandat onemogućava postojanje dužeg horizonta monetarne politike. Međutim, nije se uvek pokazalo tačnim da niža stopa promene guvernera znači i višu nezavisnost centralne banke, jer ukoliko vlada „pronađe“ guvernera koji ispunjava sve njihove zahteve, želeće da ga zadrži što duže na toj poziciji, što ukazuje na zavisnost centralne banke.

Grilli-Masciandaro-Tabellini (GMT) indeks sastoji se od dva podindeksa: političke i ekonomske nezavisnosti centralne banke. Koncept političke nezavisnosti obuhvata osam stavki koje se odnose na proceduru imenovanja članova najvišeg organa centralne banke, vezu tog organa i vlade i formalne odgovornosti centralne banke. Ekonomska nezavisnost centralne banke obuhvata sedam stavki koje se odnose na finansiranje budžeta od strane centralne banke i raspoložive monetarne instrumente. Ukupan indeks nezavisnosti centralne banke GMT predstavlja prosek indeksa političke i ekonomske nezavisnosti. U aneksu je prikazana metodologija računanja GMT indeksa.

Bade i Parkin su konstruisali sličan indeks, koji se sastoji od dve komponente: političke i finansijske nezavisnosti. Obe komponente se mere preko četiri varijable i prema njima je moguće postojanje osam različitih tipova politike. Ipak, autori su ustanovili da u stvarnosti postoje samo četiri tipa. Interesantno je istaći da je ovo jedan od retkih testova za merenje nezavisnosti centralne banke koji ne uzima u obzir cilj centralne banke. Prema ovom indeksu, nezavisnost centralne banke može da se kreće u rasponu od 1 do 4, a viša vrednost indeksa sugerise viši stepen nezavisnosti. U aneksu je prikazana metodologija računanja ovog indeksa.

Eijffinger i Haan su sprovedli testiranje nezavisnosti izabranih centralnih banaka koristeći četiri različita indeksa. Njihov zaključak je da po svim merenjima najveći stepen nezavisnosti imaju Bundesbanka i Švajcarska nacionalna banka.¹³

TABELA BR. 1.11 – NEZAVISNOST IZABRANIH CENTRALNIH BANAKA PREMA RAZLIČITIM INDEKSIMA

Zemlja	Alesina	GMT	Effinger-Schalling	CWN
Australija	1	9	1	0,31
Austrija	-	9	3	0,58
Belgija	2	7	3	0,19
Kanada	2	11	1	0,46
Danska	2	8	4	0,47
Finska	2	-	3	0,27
Francuska	2	7	2	0,28
Nemačka	4	13	5	0,66
Grčka	-	4	-	0,51
Island	-	-	-	0,36
Irska	-	7	-	0,39
Italija	1,5	5	2	0,22
Japan	3	6	3	0,16
Holandija	2	10	4	0,42
Novi Zeland	1	3	3	0,27
Norveška	2	-	2	0,14
Portugalija	-	3	2	-
Španija	1	5	3	0,21

¹³ Ovo istraživanje je sprovedeno pre stvaranja EMU.

TABELA BR. 1.11 – NEZAVISNOST IZABRANIH CENTRALNIH BANAKA PREMA RAZLIČITIM INDEKSIMA - Nastavak tabele

Zemlja	Alesina	GMT	Effinger-Schalling	CWN
Švedska	2	-	2	0,27
Švajcarska	4	12	5	0,68
Velika Britanija	2	6	2	0,31
SAD	3	12	3	0,51

Izvor: „Central Banking in Eastern Europe“, 2004.

Interesantan metod merjenja nezavisnosti centralnih banaka je razvio P. Bofinger (2001). On polazi od tri komponente: nezavisnosti izbora cilja, nezavisnosti izbora instrumenata i personalne nezavisnosti. Ukupan indeks nezavisnosti dobija se kao prosta aritmetička sredina tri pomenuta indikatora. U sledećoj tabeli su prikazani rezultati koje je dobio za sedam izabranih centralnih banaka.

TABELA BR. 1.12 – NEZAVISNOST IZABRANIH CENTRALNIH BANAKA

	ECB	FED	BOJ	SR	BOC	BOE	RBNZ
I Nezavisnost cilja	2	2	2	2	1	1	1
a. Politika kamatne stope	2	2	2	2	1	1	1
b. Politika deviznog kursa	1	0	0	0	0	0	0
c. Eksplicitna zabrana kreditiranja vlade	1	0	0	0	0	0	0
II Nezavisnost instrumenata (prosek a, b i c)	1,33	0,66	0,66	0,66	0,33	0,33	0,33
d. Trajanje mandata guvernera	1	2	1	1	0,29	0,3	1
e. Broj članova MPC	2	2	1	1	1	1	0
f. Izbor guvernera	2	0	2	1	0	0	0
g. Staggered izbor	2	2	0	0	2	0	0
h. Zakon o centralnoj banci	2	0	0	0	0	0	0
III Personalna nezavisnost (prosek d, e, f, g i h)	1,8	1,2	0,8	0,6	1,1	0,26	0,2
Ukupna nezavisnost (prosek I, II i III)	1,7	1,3	1,2	1,1	0,8	0,5	0,5

Napomena: ECB – Evropska centralna banka, FED – Federal Reserve System, BOJ – Bank of Japan, SR – Sverige Riks Bank, BOC – Bank of Canada, BOE – Bank of England, RBNZ – Reserve Bank of New Zealand

Izvor: Bofinger, P. (2001), „Monetary Policy – Goals, Institutions, Strategies and Instruments“

Zaključak njegove analize je da najviši stepen nezavisnosti ima ECB, a da je nezavisnost centralne banke relativno niska u zemljama koje primenjuju inflaciono targetiranje (Velika Britanija, Novi Zeland i Kanada).

1.7. Transparentnost, komunikacija i odgovornost centralne banke

Do devedesetih godina centralne banke su bile tradicionalno zatvorene institucije i do javnosti je dolazio vrlo mali broj strogo selektiranih informacija. O tome najbolje svedoče reči Karla Brunera, jednog od vodećih teoretičara monetarne politike, tokom XX veka:

Centralne banke su tradicionalno okružene sa čudnom političkom mistikom Ova mistika počiva na uverenju da je centralno bankarstvo ezoterična umetnost. Pristup ovoj umetnosti je rezervisan samo za elitu. Ezoterična priroda ove umetnosti počiva na inherentnoj nemogućnosti da se objasni njena suština jednostavnim rečima i rečenicama. (Bofinger, 2001).

Sa diverzifikacijom i globalizacijom finansijskih tržišta tražnja za informacijama se višestruko uvećala. Broj finansijskih institucija je u stalnom porastu, a sa porastom blagostanja u porastu je i broj ljudi koji deo svoje imovine plasira na finansijskom tržištu, a razvojem interneta je značajno olakšan pristup informacijama. U ovakvom okruženju bilo je nužno da centralne banke od tradicionalno zatvorenih institucija započnu trend povećanja transparentnosti svoga rada,¹⁴ na šta je značajno uticalo inflaciono targetiranje, koje je dovelo do regularne komunikacije između javnosti i centralne banke. Takođe, nedovoljan nivo transparentnosti rađa sumnju da li centralna banka vodi politiku u opštem interesu. U velikom broju zemalja usvojeni su zakoni o slobodi informacija, koji onemogućavaju centralnim bankama tajnost u radu i skrivanje dokumenata.

Ehrmann i Fratzscher (2005) ističu da je komunikacija centralne banke sa javnošću značajan deo monetarne politike, jer centralna banka najčešće ima kontrolu samo nad jednom kratkoročnom kamatnom stopom (najčešće prekonoćna

¹⁴ Do osamdesetih godina prošlog veka centralne banke uglavnom nisu objavljivale svoje ciljeve i strategije, kao ni instrumente za njihovo ostvarivanje.

kamatna stopa), dok postoji potreba uticaja na ostale kamatne stope, kao i na cenu ostalih oblika finansijske aktive. Stoga, oni smatraju da efektivna komunikacija, kao i kredibilne akcije, mogu uticati na ostvarenje ovih ciljeva.

Transparentnost nije pojam koji se može jednostavno definisati. Tako na primer, Ehrman i Fratzscher (2005) definišu transparentnost kao odsustvo asimetričnih informacija između finansijskih tržišta i kreatora monetarne politike. Winkler (2000) ističe da transparentnost uključuje jasnost, otvorenost, poštenje i međusobno razumevanje. MMF (1999) transparentnost definiše kao okruženje u kome su ciljevi politike – pravni, institucionalni, okvir monetarne politike; odluke i razlozi za njihovo donošenje; podaci i informacije povezane sa monetarnom i finansijskom politikom – prezentirani javnosti na razumljiv način i blagovremeno. Sundarajan (2002) definiše transparentnost preko pet faktora:

- Vremenska dimenzija - regularnost i predvidljivost komunikacije,
- Razlozi donošenja odluke – informacije treba da omoguće finansijskim tržištima da naprave projekcije kamatnih stopa i cena finansijske aktive,
- Najava promena,
- Jasnost komunikacije i
- Objašnjenje rizika sa kojima se suočava finansijski sistem, kao i povremene ocene progresa vezanog za glavne ciljeve.

S. Posen (2003) govori o šest praktičnih aspekata transparentnosti (uveravanje, detalji, irelevantnost, ciljne informacije, uznemirenost i odvrćanje):

- **Uveravanje** javnosti se odnosi na regularno informisanje javnosti o ciljevima monetarne politike, režimu monetarne politike, tekućim merama, kao i njihovim očekivanim efektima.
- Javnost i tržišta mogu da lakše planiraju svoje aktivnosti ukoliko su im dostupni **detalji** koji mogu učiniti situaciju predvidljivijom. U pitanju su prognoze centralne banke, kao i prateća objašnjenja.
- Javnost može zaključiti da su sva saopštenja centralne banke **irelevantna**, jer saopštenja ne koštaju ništa, a kredibilitet se ostvaruje samo kroz preduzete akcije.
- Javnost može postati u velikoj meri svesna aktivnosti centralne banke i zahtevati više **ciljnih informacija**. Najvažnije informacije u ovom kontekstu se odnose na mandat centralne banke i kako su glasali pojedini članovi monetarnog saveta.

- Javnost može postati **uznemirena** ukoliko centralna banka ne ostvari najavljeni target ili se ne ostvare prognoze. Takođe, opasnost predstavlja i previše informacija, jer to može dovesti do konfuzije javnosti.
- Javnost može vršiti pritisak na ostvarenje najavljenog targeta i na taj način **odvratiti** centralnu banku od optimalnog reagovanja na šokove. Ukoliko se u takvoj situaciji umešaju i političari, rezultat će biti viši stepen intervencije od poželjnog.

Artis (1998) je kao preporuku kreatorima monetarne politike naveo: *Radi ono što govoriš i govori ono što radiš*. U takvim uslovima uticaj centralne banke može biti pozitivan: objašnjavajući procese i rezultate javnost se uverava da gradi poverenje u nezavisnu centralnu banku, a dobici od poverenja su verifikovani i u teoriji i u praksi.

Povećanje transparentnosti rada centralne banke može doprineti efikasnijem sprovođenju monetarne politike. Prvo, informisanje javnosti o mandatu centralne banke i u kojoj meri je on ispunjen može povećati kredibilitet centralne banke. Čvrsta opredeljenost za transparentan rad nameće jednu vrstu samodiscipline kreatorima monetarne politike i povećava verovatnoću vođenja konzistentne monetarne politike. Takođe, redovna komunikacija daje smernice finansijskim tržištima. To omogućava da učesnici na finansijskom tržištu bolje razumeju akcije monetarne politike i njihov uticaj na ekonomske trendove i sistemske šokove.

Međutim, sa druge strane centralna banka treba da utiče na očekivanja tržišnih učesnika, jer će na taj način lakše ostvariti svoje ciljeve. Postoje najmanje četiri značajne oblasti o kojima je značajna veća ili manja komunikacija sa javnošću:

- Prva oblast su ciljevi monetarne i ekonomske politike,
- Druga oblast se odnosi na makroekonomski ambijent u kojem je potrebno da se ostvare ciljevi,
- Treća su instrumenti monetarne politike kojima treba da se ostvare ciljevi – njihova primena i ograničenja i
- Četvrta oblast se odnosi na prognoze centralne banke.

U sledećoj tabeli su prikazani stepeni transparentnosti četiri, verovatno, najznačajnije centralne banke.

TABELA BR. 1.13 – TRANSPARENTNOST IZABRANIH CENTRALNIH BANAKA

	FED	BoJ	ECB	BoE
Objava monetarne strategije	Ne	Ne	Da	Da
Objavljivanje intermedijarnih targeta	Ne	Ne	Ne	Da
Prognoziranje inflacije	Da	Ne	Da	Da
Objavljivanje odluka iz oblasti monetarne politike	Da	Da	Da	Da
Najave budućih kamatnih stopa	Da	Ne	Povremeno	Ne
Izveštavanje parlamenta	Najmanje dva puta godišnje	Najmanje dva puta godišnje	Najmanje četiri puta godišnje	U regularnim intervalima

Pitanje koje se može javiti je kome su upućene informacije. Najjednostavniji odgovor je da one mogu biti upućene svima onima koji su zainteresovani. Ipak, pragmatičan pristup često zahteva da se pojam zainteresovane javnosti suzi na one pojedince i institucije na koje direktno utiče regulacija ili politika centralne banke.

Dve česte zablude koje su prisutne u vezi transparentnosti se odnose na pogrešno verovanje da transparentnost ugrožava nezavisnost centralne banke i da visok nivo transparentnosti automatski znači i odgovornost centralne banke.

MMF smatra da su transparentne politike efikasnije i da pojačavaju odgovornost. Stoga je MMF (1999) usvojio Kodeks dobre prakse transparentnosti monetarne i finansijske politike. Kodeks se sastoji iz dva dela: dobre prakse transparentnosti monetarne politike centralnih banaka i dobre prakse transparentnosti finansijske politike finansijskih agencija. Polazna pretpostavka MMF-a pri formulisanju ovog kodeksa je bila da korišćenje kodeksa na bazi dobre prakse može imati snažnu ulogu u prevenciji pojave kriznih situacija.

Boks br. 1.12 – MMF-ov Kodeks dobre transparentnosti monetarne politike centralnih banaka

I. Jasnost, odgovornost i ciljevi centralne banke

- 1.1. Krajnji cilj i institucionalni okvir monetarne politike treba da bude jasno definisan odgovarajućim zakonima i regulativom, uključujući i zakon o centralnoj banci.
- 1.2. Institucionalne veze između monetarne i fiskalne politike treba da budu jasno definisane.
- 1.3. Agencijski poslovi koje centralna banka obavlja za potrebe vlade moraju da budu jasno definisani.

II Proces formulisanja i izveštavanja o monetarnoj politici

- 2.1. Okvir, instrumenti i ciljevi monetarne politike treba da budu javni i javno obrazloženi.
- 2.2. Ukoliko postoji telo koje permanentno procenjuje ekonomski razvoj, prati progres ostvarivanja ciljeva monetarne politike i formuliše monetarnu politiku za budući period, informacije o strukturi i načinu funkcionisanja tog tela treba da budu javne.
- 2.3. Promene u monetarnoj politici (osim finog prilagođavanja) treba da budu javno objavljene i blagovremeno objašnjene.
- 2.4. Centralna banka treba da periodično izveštava o progresu ostvarenja ciljeva monetarne politike, kao i o njihovim perspektivama.
- 2.5. U slučaju tehničkih promena strukture monetarne regulative, potrebno je prethodno organizovati javne konsultacije.
- 2.6. Potrebno je javno objaviti obavezu finansijskog izveštavanja centralne banke za potrebe monetarne politike od strane finansijskih institucija.

III Javna dostupnost informacija o monetarnoj politici

- 3.1. Prezentacije i saopštenja centralnih banaka treba da budu u skladu sa MMF-ovim standardima diseminacije podataka (data dissemination standards).
- 3.2. Centralna banka treba da na određen datum učini javnim njen bilans stanja, a u određenim intervalima treba da objavljuje informacije o agregatnim tržišnim transakcijama.
- 3.3. Centralna banka treba da ima centar za javne informacije.
- 3.4. Regulacija koju donosi centralna banka treba da bude promptno dostupna javnosti.

IV Odgovornost i obezbeđenje integriteta centralne banke

- 4.1. Zvaničnici centralne banke moraju biti spremni da se pojavljuju periodično ispred organa vlasti i da izveštavaju o sprovođenju monetarne politike, ciljevima centralne banke, i ukoliko je prikladno da razmenjuju mišljenja o stanju ekonomije i finansijskog sistema.

- 4.2. Centralna banka treba da periodično objavljuje finansijske izveštaje nakon procesa revizije.
- 4.3. Informacije o prihodima i rashodima centralne banke treba da budu objavljivane na godišnjem nivou.
- 4.4. Pravila o izbegavanju konflikata interesa zvaničnika centralne banke treba da budu javno objavljena.

Poslednjih godina se sve više prepoznaje uticaj komunikacije centralne banke sa javnošću na performanse monetarne politike (Winkler 2000, Bofinger 2001, Siklos 2002, Sundrajan 2002, MMF, 2003, Kohn 2003, Ehrman 2005, Bauer 2006, Fatas 2006. i dr). Komunikacija sa javnošću (intervjui, izjave, komentari i sl) može imati veliki uticaj na formiranje očekivanja i reakcije finansijskih tržišta. Izjave predstavnika centralne banke, njihovi govori, izveštaji i sl. mogu dati dobru procenu perspektiva ekonomije, proceniti kretanje inflacije, opisati različite rizike, objasniti razvoj pojedinih varijabli njihovom uslovljenošću sa drugim varijablama i dr. King (2003) je utvrdio da je u slučajevima najviših hiperinflacija najava kredibilne stabilizacije vodila brzom opadanju inflacionih očekivanja, što je vodilo i brzom opadanju inflacije.¹⁵ Takođe, dodatni kredibilitet informacija centralne banke daje i činjenica da centralne banke formulišu monetarnu politiku, odnosno najčešće znaju buduće pravce monetarne politike i stoga bolje mogu sagledati ukupna ekonomska kretanja.

Studija ECB (Bauer, 2006) je na primeru SAD utvrdila da je nakon povećanja transparentnosti rada FOMC-a 1994. godine prisutan mnogo veći stepen sinhronizovanosti pojedinaca, ali nije utvrđeno da su smanjene greške u prognozama. Ova studija faktički potvrđuje hipotezu da centralna banka koja ima visok stepen transparentnosti i kredibiliteta može uticati na očekivanja.

Međutim, „govor“ centralne banke može uticati na formiranje očekivanja samo ukoliko ciljne grupe prate izjave centralne banke. Istovremeno, previše informacija može skrenuti pažnju na manje bitne detalje.

¹⁵ Niža stopa inflacije je podsticala rast realne tražnje za novcem, što je vodilo rastu nominalne ponude novca i u određenom periodu posle inflacije (remonetizacija).

Veliki broj studija je nedvosmisleno ukazao da tržište reaguje na izjave centralne banke, ali ključno pitanje je da li tržište reaguje u željenom smeru. Naime, potencijalna opasnost je da tržište pogrešno interpretira informacije centralne banke. Kohn i Sack (2003) ističu da veći uticaj na formiranje očekivanja imaju one informacije za koje je direktno odgovorna centralna banka. Siklos (2002) je utvrdio postojanje veze između komunikacije i inflacionih očekivanja, a ona je naročito prisutna kod onih zemalja koje koriste politiku inflacionog targetiranja.

Centralne banke sa visokim kredibilitetom mogu ostvariti gotovo isti efekat primenom mere monetarne politike, kao i obećanjem da će ta mera biti doneta na sledećoj sednici monetarnog saveta centralne banke. Iz toga proizilazi zaključak da izjave i primena instrumenata ekonomske politike mogu biti supstituti, ali samo u kratkom roku. Ukoliko centralna banka ne ispuni svoje obećanje, tržište će to primetiti najkasnije u srednjem roku, a buduće izjave neće imati kredibilitet.

Ukoliko centralna banka postigne visok stepen poverenja i adekvatnu transparentnost o dugoročnim ciljevima po pitanju inflacije, to može omogućiti centralnoj banci veći stepen fleksibilnosti oko ostvarenja kratkoročnih ciljeva ekonomske politike, jer kratkoročno odstupanje neće biti protumačeno kao odstupanje od dugoročnog cilja po pitanju inflacije.

Prema mišljenju Posena (2003), kriva željenog nivoa transparentnosti je „U“ kriva, koja pokazuje da najveći stepen transparentnosti treba da imaju centralne banke sa izuzetno visokim i izuzetno niskim nivoom kredibiliteta.

Povećanje transparentnosti centralnih banaka otvara pitanje i komunikacije usmerene prema javnosti individualnih članova monetarnog saveta i ostalih upravljačkih struktura, s obzirom na to da je sa rastom nezavisnosti centralnih banaka prisutna tendencija pomeranja težišta odlučivanja sa pojedinca na upravljačka tela. Ehrman i Fratzscher (2005) su utvrdili da lice koje je na najvišem hijerarhijskom nivou više komunicira sa javnošću u odnosu na ostale članove upravljačkih struktura u slučaju FOMC-a i Banke Engleske, ali da takav slučaj nije prisutan kod ECB.

Jedno od ključnih pitanja je da li postoje razlike između onoga što najviši hijerarhijski nivoi javno saopštavaju i onoga kako posle glasaju. Ehrman i Fratzscher

(2005) su ustanovili da članovi FOMC-a u javnosti daju prilično različite izjave, a da se na Komitetu odluke uglavnom usvajaju jednoglasno. U slučaju Banke Engleske, oni su ustanovili da postoji potpuno drugačiji pristup. Izjave u javnosti članova MPC su vrlo podudarne, a odluke se izuzetno retko donose konsenzusom i najčešće je prisutno preglasavanje. Članovi Saveta guvernera ECB imaju u velikom stepenu usaglašene nastupe u javnosti i odluke se, takodje, najčešće donose jednoglasno. Najveći broj izjava članova Saveta guvernera ECB je imao neutralan karakter (62% izjava u periodu od 1999. do 2005. godine), sa druge strane samo 28% izjava članova FOMC (u periodu maj 1999–2005) je imalo neutralan karakter, što sugerise da su one najavljivale buduće pravce monetarne politike. Stoga nimalo ne iznenađuje zaključak Kohn-a i Sack-a (2003) da su izjave Greenspana (predsedavajućeg FOMC-a) imale veliki uticaj na promenljivost kamatnih stopa.

Ukoliko „govor“ centralne banke utiče na formiranje očekivanja, onda se postavlja pitanje da li i komunikaciona strategija može biti novi instrument monetarne politike. Kohn i Sack (2003) odgovaraju pozitivno na ovo pitanje, ali ističu da je u pitanju vrlo ograničen instrument monetarne politike. Centralna banka može diskreciono odlučivati da li će nešto saopštiti ili ne, ali ne bi smela da postoji diskrecija u odnosu na sadržaj izjave, jer ona treba da predstavlja ispravno viđenje situacije. Stoga se ponekad ova politika naziva „operacije otvorenih usta“.¹⁶

Ipak, sa druge strane pogrešno je i preuveličavati značaj saopštenja i drugih javnih informacija centralne banke, jer pri formulisanju svojih očekivanja investitori, finansijska tržišta i drugi koriste i mnogobrojne druge informacije čiji izvor nisu centralne banke.

U sledećoj tabeli su prikazane komunikacione strategije i njihova efektivnost u slučaju FED-a, ECB i Banke Engleske.

¹⁶ Aluzija na operacije na otvorenom tržištu (engl. „open market operations – open mouth operations“).

TABELA BR. 1.14 – EFEKTIVNOST KOMUNIKACIONIH STRATEGIJA

	Komunikaciona strategija			Efektivnost komunikacione strategije	
	Različitost izjava	Konzistentnost komuniciranja i odlučivanja	Disperzija glasanja	Predvidljivost monetarne politike	Reakcija tržišta
FED	Visoka	Umerena	Mala	?	Visoka (samo za izjave pojedinih članova FOMC-a)
BoE	Niska	Umerena	Visoka	Umerena	Umerena (za sve članove MPC)
ECB	Niska	Visoka	Ne postoji	Visoka	Visoka (za sve članove Saveta guvernera)

Izvor: Ehrmann, M. i Fratzscher, M. (2005), „Communication and Decision-Making by Central Bank Committees – Different Strategies Same effectiveness?“, Working Paper Series, br. 488, European Central Bank

Zaključak Ehrmana i Fratzschera (2005) je da vrlo različite komunikacione strategije mogu biti uspešne, što sugerise zaključak da ne postoji jedna optimalna komunikaciona strategija. U svojoj narednoj studiji Ehrmann i Fratzscher (2005) su zaključili da objavljivanje različitih stavova članova MPC smanjuje mogućnost finansijskih tržišta da pravilno anticipiraju buduću monetarnu politiku, te stoga povećava neizvesnost i fluktuacije finansijskog tržišta. Zato je njihov zaključak jasan da treba obezbediti jedinstven pogled na monetarnu politiku, a različite poglede o ekonomskim perspektivama zemlje.

Ove tri potpuno različite strategije imaju vrlo različite efekte na očekivanja i reakcije finansijskih tržišta. Jasno je da strategija ECB može voditi većem stepenu predvidljivosti odluka monetarne politike i brzim reakcijama finansijskih tržišta nakon datih izjava. Predvidljivost odluka u SAD je moguće ostvariti ukoliko finansijska tržišta mogu da identifikuju „ključne figure“ koje imaju uticaj da svi članovi FOMC-a prihvataju njihove poglede. U prošlosti takva ličnost je nesumnjivo bio Greenspan. Najniži stepen predvidljivosti odluka monetarne politike postoji u slučaju Velike Britanije. To znači da je najmanja verovatnoća da će finansijska tržišta u Velikoj Britaniji reagovati na izjave članova MPC.

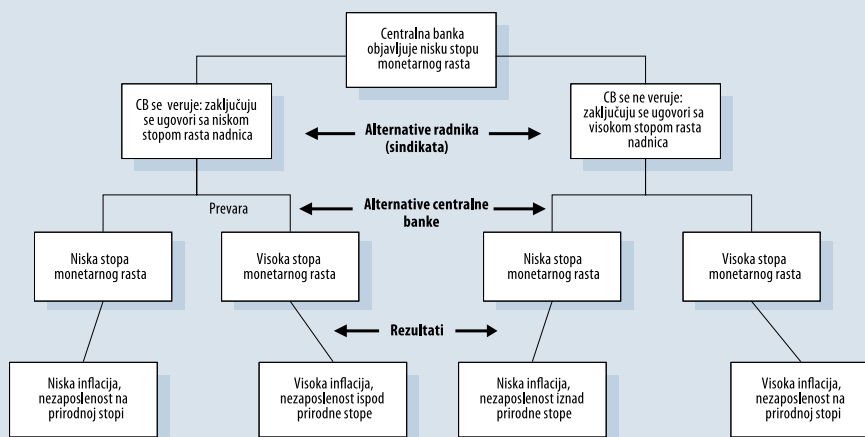
Različit stepen reakcije finansijskih tržišta na komunikacione strategije nije samo pitanje transparentnosti, već i mogućnosti uticaja centralnih banaka na očekivanja i kretanje cena aktive u željenom smeru, odnosno efikasnosti monetarne politike, što posebno dobija na značaju u kriznim situacijama i situacijama kada monetarna politika upravlja direktno samo jednim instrumentom – kamatnom stopom na prekonoćne depozite. U takvim situacijama moguće je

preko najava uticati na vraćanje željene vrednosti one veličine koja je odstupila u odnosu na njen target. Naravno, komunikaciona strategija i transparentnost ne mogu imati veliki uticaj na formiranje očekivanja ukoliko centralna banka ima nizak stepen kredibiliteta. Sa druge strane komunikaciona strategija može imati i negativne efekte ukoliko ona doprinosi nestabilnosti finansijskog tržišta, kao rezultat čestih promena ponašanja usled različitih izjava ili nekonzistentnih izjava članova upravljačkih struktura. Ne treba izgubiti iz vida ni mogućnost inicijative kreatora monetarne politike da preko komunikacione strategije daju svesno lažne informacije.

Boks br. 1.13 – „Varanje” prilikom objavljivanja monetarne politike

Nova klasična ekonomija smatra da ukoliko su ekonomski subjekti orjentisani ka budućnosti onda dolazi do „dinamične igre” između inteligentnih „takmičara” – centralne banke i privatnog sektora.¹⁷ Svi „igrači” nastoje da maksimiziraju svoju korisnost. Svaki „igrač” bira strategiju u zavisnosti od toga kakvu strategiju očekuje da će primeniti drugi „igrač”. Međutim, centralna banka kao „glavni igrač” može rešiti da prevarom poboljša svoj položaj u „igri”. Na sledećoj šemi prikazani su različiti rezultati koji se mogu pojaviti kao rezultat „igre” između monetarnih vlasti i radnika (radničkih sindikata).

ŠEMA BR. 1.5 – „IGRA” IZMEĐU MONETARNIH VLASTI I SINDIKATA



Izvor: Snowdon B i dr. - „A Modern Guide to Macroeconomics”, 1994.

¹⁷ Ova igra je varijanta Staklbergerove igre u kojoj postoji jedan dominantan igrač. U ovom slučaju to je centralna banka.

Kada pojedinci prilagode svoja očekivanja „igra“ će se ponoviti jer će onda oni izabrati novu strategiju, reagujući na njihovu novu strategiju centralna banka će postaviti svoju novu strategiju i cela „igra“ će krenuti ispočetka.

Ovo nas navodi na značajno pitanje, a to je pitanje kredibiliteta kreatora ekonomske politike. Smatra se da *varanje* pri formulisanoj ekonomskoj politici vodi kratkoročnim ekonomskim dobicima, ali dugoročno gledano vodi gubitku kredibiliteta kreatora ekonomske politike.

Transparentnost rada centralnih banaka ne podrazumeva samo davanje informacija, već prezentiranje informacija na takav način da one mogu biti shvaćene od strane javnosti. Zbog toga većina centralnih banaka danas daje prioritet vizuelnom pristupu, to jest pažljivo urađenim graficima u bojama koji jasno ukazuju na stanje i perspektive, sa relativno ograničenim tekstom. U praksi se pokazalo da dugački, detaljni i komplikovani tekstovi najčešće ostaju nepročitani. Takođe, svaka komunikacija mora imati u vidu da se monetarna politika sprovodi u kompleksnom, neizvesnom i konstantno evoluirajućem okruženju. Danas veliki broj centralnih banaka objavljuje standardizovane publikacije poput: izveštaja o kretanju cena (inflation report), godišnjeg izveštaja o radu, izveštaja o finansijskoj stabilnosti, monetarne biltene, statističke biltene i dr.

Boks br. 1.14 – Transparentnost centralnih banaka

U nekim zemljama postoji zakonska obaveza da centralna banka mora da odgovori na sva pitanja koja su joj upućena ukoliko ne zalaze u domen poslovne tajne. Centralne banke koje su dugo vremena bile tradicionalno zatvorene institucije nisu uvek najsrećnije sa prevelikim stepenom transparentnosti iz straha da to ne ugrozi sprovođenje monetarne politike.



NEWS RELEASES

Governor washes his own socks

 **30 July 1999**

In response to a request under the Official Information Act arising from public interest in expenditure by the heads of Crown entities, the Reserve Bank today released details of Governor Don Brash's travel and entertainment expenses for the past two years.

"Unlike many central bank chiefs, Dr Brash travels without an entourage. On all of his overseas trips and most of his New Zealand ones, he travels entirely without the aid of staff. Furthermore, as a matter of policy he flies economy class within New Zealand and Australia and business class internationally. In line with a Bank policy he instigated, he routinely washes his own clothes when travelling to avoid incurring the expense of using laundry services. Dr Brash is always very mindful of his accountability to the New Zealand taxpayer," Mr Wilson said.

Ipak, sa druge strane, pitanje transparentnosti može voditi jednoj vrsti konflikta, s obzirom na to da najviši mogući nivo transparentnosti često nije konzistentan sa efikasnošću monetarne politike, naročito, ukoliko transparentnost eliminiše ili smanjuje važne izvore informacija kreatora monetarne politike, poput onih o tržišnim perspektivama, koje igraju važnu ulogu prilikom donošenja odluka o monetarnoj politici.¹⁸ Isto tako, može postojati strah da će neke informacije tržište pogrešno protumačiti, jer poznato je da najave i akcije centralne banke imaju veliki uticaj na finansijsko tržište. Takođe, ovome se može dodati i argument sakrivanja instrumenata od političara koji imaju često kratkoročne (izborne) ciljeve koji nisu uvek konzistentni sa dugoročnim ciljevima centralne banke, što može voditi problemu vremenske nekonzistentnosti. Koristi od povećane transparentnosti uvek trebaju da budu poređene sa potencijalnom opasnošću koju može nositi povećana transparentnost. Stoga, MMF (1999) sugerise ograničavanje transparentnosti, kada ona predstavlja opasnost za tržišnu stabilnost, a naročito ukoliko može dovesti do pojave moralnog hazarda, narušavanja tržišne discipline i finansijske stabilnosti.

Imajući u vidu da povećanje transparentnosti centralne banke ima smisla do nivoa do kojeg joj olakšava obavljanje njene misije, Frederik Miškin (2004) postavlja pitanje da li transparentnost centralne banke može otići predaleko. Na primer, iako svi ekonomisti shvataju da je projekcija kamatnih stopa uslovna i zavisna od kretanja na tržištu, javnost promenu politike kamatnih stopa u odnosu na najavljenju neće razumeti na taj način. Oni to mogu protumačiti kao promenu ciljeva ili kao potvrdu da je prethodna politika bila pogrešna, što može nauditi kredibilitetu centralne banke.

Na povećanje transparentnosti u velikoj meri je uticala raširena praksa objavljivanja izveštaja o inflaciji („inflation report“), koja je naročito rasprostranjena kod zemalja koje sprovode politiku inflacionog targetiranja.¹⁹ U njemu se objašnjavaju ciljevi monetarne politike, targetirana stopa inflacije, instrumenti kojima se planira njeno ostvarenje, eventualna ograničenja monetarne politike, makroekonomsko okruženje i razlozi za potencijalna odstupanja od targeta.

¹⁸ Na ocenu tržišnih perspektiva u velikoj meri mogu uticati najave i očekivanja centralne banke.

¹⁹ Od svih zemalja koje sprovode inflaciono targetiranje jedino Banka Izraela i Centralna banka Turske ne objavljuju izveštaj o inflaciji.

U sledećoj tabeli prikazane su prognoze koje objavljuju centralne banke koje su usvojile koncept inflacionog targetiranja.

TABELA BR. 1.15 – TRANSPARENTNOST PROGNOZA U ZEMLJAMA KOJE PRIMENJUJU POLITIKU INFLACIONOG TARGETIRANJA

Zemlja	Prognoze kamatnih stopa	Prognoza inflacije	Prognoza rasta proizvodnje	Prognoza gepa proizvodnje
Australija	Ne	Da	Ne	Ne
Brazil	Ne	Da	Da	Ne
Kanada	Ne	Da	Da	Ne
Čile	Ne	Da	Da	Ne
Kolumbija	Da	Da	Da	Da
Češka	Ne	Da	Da	Da
Mađarska	Ne	Da	Da	Da
Island	Ne	Da	Da	Da
Izrael	Ne	Ne	Da	Ne
Meksiko	Ne	Da	Da	Ne
Novi Zeland	Da	Da	Da	Da
Norveška	Ne	Da	Da	Da
Peru	Ne	Da	Da	Ne
Filipini	Ne	Da	Ne	Ne
Poljska	Ne	Da	Ne	Ne
Rumunija	Ne	Da	Ne	Ne
Slovačka	Ne	Da	Da	Ne
Južna Afrika	Ne	Da	Ne	Ne
Južna Koreja	Ne	Da	Ne	Ne
Švedska	Ne	Da	Da	Ne
Švajcarska	Ne	Da	Da	Ne
Tajland	Ne	Da	Da	Ne
Turska	Ne	Ne	Ne	Ne
Velika Britanija	Ne	Da	Da	Ne

Izvor: Mishkin, S. F, 2004. „Can Central Bank Transparency Go too Far?“, NBER Working Paper Series

Miškin (2004) navodi tri prednosti objavljivanja prognoza. Prvo, one olakšavaju javnosti da razume akcije centralne banke i njenu ozbiljnost u pogledu ostvarivanja ciljeva. Drugo, one omogućavaju javnosti da vidi da li se ostvaruju prog-

noze centralne banke. Treće, one vrše i pritisak na centralnu banku da uradi dobre prognoze, jer se u protivnom mogu naći na oštrom udaru kritike javnosti. On smatra da je potreba za objavljivanjem prognoza mnogo veća u centralnim bankama koje imaju niži nivo kredibiliteta, kao na primer u privredama u tranziciji.

Poslednjih godina je prisutan trend da sve veći broj banaka objavljuje izveštaj o finansijskoj stabilnosti. U sledećoj tabeli je prikazan procenat centralnih banaka koje objavljuju ovaj izveštaj.

TABELA BR. 1.16 – IZVEŠTAJ O FINANSIJSKOJ STABILNOSTI

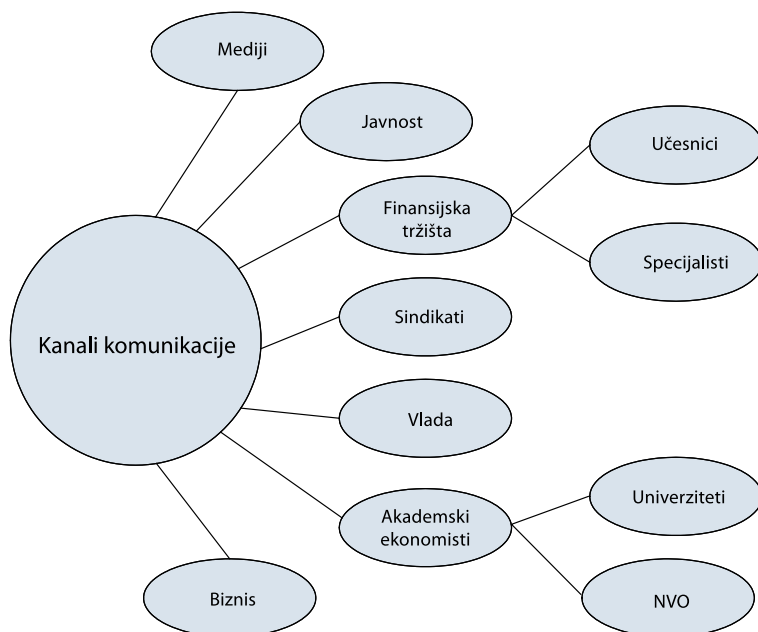
	CB koje su odgovorne za superviziju	CB koje nisu odgovorne za superviziju	Ukupno
Razvijene zemlje	29%	64%	52%
Zemlje u razvoju	25%	20%	24%
Ukupno	26%	53%	38%

Izvor: Moser –Boehm, M, 2004, „Governance in Central Bank“

Danas je opšte prihvaćen standard da sve centralne banke dostavljaju odgovarajućim političkim institucijama, najčešće parlamentu ili vladi, godišnji izveštaj o radu, koji obuhvata ne samo bilanse već i izveštaje koji opisuju celokupnu monetarnu politiku. Da bi se povećao kredibilitet, većina centralnih banaka angažuje eksterne revizore za kontrolu bilansa i poslovanja.

Velik broj centralnih banaka ima komunikacione strategije i specijalna PR odeljenja. Cilj komunikacionih strategija je da obezbedi razumevanje i podršku javnosti za akcije koje sprovodi centralna banka i da poveća efikasnost instrumenata monetarne politike smanjivanjem neizvesnosti o ciljevima, namerama i razmišljanjima centralne banke. Sastavni deo komunikacione strategije predstavlja reakcija na informacije objavljene u medijima, koje nisu u skladu sa politikom, ciljevima i instrumentima monetarne politike, ili su netačne.

ŠEMA BR. 1.6 – KOMUNIKACIONI KANALI



Boks br. 1.15 – Principi komunikacione strategije Banke Engleske

Komunikaciona strategija Banke Engleske se zasniva na sledećih 10 principa:

Prvi princip podrazumeva da Banka Engleske ne trguje sa informacijama, očekujući zauzvrat povoljniji tretman u medijima. Takođe, ne dozvoljava se tzv. „curenje informacija“.

Drugi princip traži da u komunikaciji sa javnošću „daš sve od sebe“.

Treći princip traži da komunikacija sa javnošću bude fer i da mediji i ostali zainteresovani imaju podjednak pristup informacijama.

Četvrti princip traži otvoren i iskren pristup prilikom pružanja informacija. Ukoliko je nešto povezano sa neizvesnošću, onda treba objasniti uzroke neizvesnosti. Ukoliko se napravi greška u prognozama, onda je treba priznati.

Peti princip zahteva dugoročni pristup i izbegavanje „prejakih reakcija“ na male kritike.

Šesti princip zahteva izbegavanje komentaranja političkih pitanja, kao i pitanja iz domena fiskalne politike, osim ukoliko ne utiču na monetarnu politiku.

Sedmi princip traži da se u komunikaciji sa finansijskim tržištima primene isti principi. Institucije finansijskog tržišta su uticajne, komuniciraju sa medijima i objavljuju svoje izveštaje.

Osmi princip zahteva da osnovni principi komunikacione strategije budu definisani od strane „top menadžmenta“ Banke

Deveti princip zahteva da odeljenje za odnose sa javnošću bude direktno odgovorno „top menadžmentu“ Banke.

Deseti princip traži da Banka Engleske poveća stepen javnog razumevanja o funkcionisanju monetarne politike.

Izvor: V. Crowe, „Current Challenges in Communication“, 2005.

Dnevna priprema „press klipinga“ o temama od značaja za centralnu banku je postala uobičajena rutina u najvećem broju centralnih banaka. Takođe, danas je uobičajeno i da se javnosti stavljaju na uvid zapisnici sa sednica najvišeg organa upravljanja. Ehrmann (2005) je utvrdio da je naročito velika frekvencija komunikacija centralnih banaka u praksi neposredno pre promene nivoa kamatnih stopa.

Dilema na kojoj u teoriji i praksi centralnog bankarstva nije dat odgovor je da li je visok stepen kredibiliteta moguć bez visokog stepena transparentnosti i otvorenosti centralne banke prema javnosti.

Boks br. 1.16 – Komunikacioni kanali ECB

Dva najvažnija komunikaciona kanala predstavljaju: mesečni bilten i mesečne konferencije za novinare koju drže predsednik i vice predsednik, neposredno posle sastanka Saveta guvernera. Predsednikove uvodne napomene na konferenciji predstavljaju rezime ekonomskih prognoza. Transkript sa konferencije za štampu se postavlja na sajt ECB samo nekoliko sati posle završetka konferencije.

Mesečni bilten predstavlja detaljnu i obimnu analizu ekonomskog okruženja. On se uobičajeno štampa nedelju dana nakon sastanka Saveta guvernera. U mesečnom biltenu, takođe se nalaze i članci koji objašnjavaju dugoročne trendove, opšte teme ili analitičke instrumente korišćene za formulisane monetarne strategije.

Predsednik ECB se četiri puta godišnje pojavljuje pred Komitetom za ekonomska i monetarna pitanja Evropskog parlamenta. Predsednik objašnjava politiku ECB i odgovara na pitanja

članova Komiteta. Sednice Komiteta su otvorene za javnost i transkripti se objavljuju i na sajtu Parlamenta i na sajtu ECB. Članovi Izvršnog borda se takođe pojavljuju pred Komitetom.

Članovi Saveta guvernera i Izvršnog borda imaju veliki broj javnih nastupa. Njihovi govori i nastupi su značajni za objašnjavanje politike ECB javnosti. Takođe, značajan kanal komunikacije predstavljaju i intervjui koje daju najviši funkcioneri ECB. ECB je prihvatila i obavezu o kontinuiranom dijalogu sa ekspertima iz akademskog sveta.

Rezultati istraživanja i studije se objavljuju u okviru serije „working papers“ i „occasional papers“. Uz pomoć nacionalnih centralnih banaka, ECB prikuplja statistiku o bankarskom sistemu, novcu, platno bilansnim kretanjima, stranim investicijama i drugim povezanim oblastima. Objavljivanje statističkih podataka u regularnim vremenskim periodima, takođe, predstavlja značajan kanal komunikacije.

S obzirom na to da pokriva veliki broj zemalja, ECB svoje informacije objavljuje na više jezika.

Sa pitanjem transparentnosti neodvojivo je povezano pitanje odgovornosti. Pojam odgovornosti (engleski accountability) nije jednostavno prevesti na naš jezik i on u suštini označava odgovornost centralne banke prema javnosti i spremnost da se obrazlažu akcije. Jakšić (2004) ističe da odgovornost ima tri važna obeležja: odlučivanje o najvažnijim ciljevima, transparentnost monetarne politike i krajnju odgovornost za monetarnu politiku.

Odgovornost može imati različite determinante i ona se može najbolje prikazati preko sledeće tabele.

TABELA BR. 1.17 – DETERMINANTE ODGOVORNOSTI

Aspekt odgovornosti	Determinante odgovornosti
Ex ante	Izveštavanje pre nego što je konkretna akcija preduzeta.
Ex post	Izveštavanje nakon što je akcija preduzeta
Eksplanatorna	Davanje objašnjenja i argumenata za preuzetu akciju
Finansijska	Prezentiranje finansijskih izveštaja
Performansna	Pokazivanje do koje mere su ispunjeni ciljevi
Proceduralna	Poštovanje određenih procedura pri sprovođenju konkretne akcije
Funkcionalna	Da preduzeta akcija bude u funkciji ostvarenja ciljeva
Personalna	Sprovođenje akcija koje su odgovornost pojedinca
Korektivna	Otklanjanje nastalih poremećaja

Izvor: Modifikacija autora kategorija odgovornosti Hupkesove (2006) i ostalih autora

Siklos (2002) je definisao odgovornost centralne banke preko tri determinante:

- Jasnoća i preciznost kojom su ciljevi monetarne politike dati i objašnjeni javnosti,
- Stepen u kome su odluke prenete javnosti i u kome zadovoljavaju date ciljeve i
- Stepen u kome je centralna banka u obavezi da obrazloži prošle odluke.

U literaturi postoji i više indeksa koji mere stepen odgovornosti. Briault, Haladne i King (1996) su definisali indeks odgovornosti koji se sastoji od sledećih komponenti: monitoringa centralne banke od strane parlamenta, objavljivanja saopštenja, objavljivanja monetarnih i/ili izveštaja o inflaciji i klauzule o poništavanju odluka.

Siklos (2002) je na bazi 12 varijabli razvio metodologiju za merenje indeksa odgovornosti. Posmatrane varijable su: jasnost ciljeva, kvantifikacija ciljeva, objavljivanje ekonomskih perspektiva, procedure za razrešavanje konflikata, mogućnost uticaja trećih lica na odluke centralnih banaka, regularno izveštavanje parlamenta, savetovanje vlade, definisanje ciljeva monetarne politike, struktura upravljačkih organa, jasne procedure imenovanja, izveštavanje i objavljivanje izjava o odgovornosti za monetarnu politiku. Prema pomenutoj metodologiji, najveći stepen odgovornosti imaju Banka rezervi Novog Zelanda, Banka Japana i Bundesbanka.

ANEKS I

CWN Index nezavisnosti centralne banke i tehnika kodiranja²⁰

A) Formulisanje cilja i politike

- a. Da li je stabilnost cena glavni i/ili jedini cilj centralne banke? ☒
- b. Da li je bilo „mešanja“ vlade u formulisanje monet. politike poslednjih pet godina? ☐
- c. Da li postoji vladina ili politička kontrola budžeta centralne banke? ☐

B) Imenovanja

- a. Da li guvernera centralne banke imenuje vlada? ☐
- b. Da li postoji pravna odredba o otpuštanju guvernera? ☐
- c. Da li guverner centralne banke može obavljati neku dužnost u vladi ili politici? ☐
- d. Da li rok na koji je izabran guverner centralne banke može prevazići maksimalni rok izbora vlade? ☒
- e. Da li rok na koji je izabran odbor (rukovodeći organ) centralne banke može prevazići maksimalni rok izbora vlade? ☒
- f. Da li postavljenje članova odbora centralne banke vrši vlada? ☐
- g. Da li predstavnik vlade može prisustvovati sastancima odbora centralne banke, sa ili bez prava glasa? ☐
- h. Da li vlada konsultuje tijelo zaduženo za imenovanje guvernera ili odbor centralne banke (rukovodeći organ)? ☐
- i. Da li je bilo kakvih odstupanja od propisanog broja članova odbora banke u poslednjih 10 godina? ☐

C) Zakonodavstvo i tradicija

- a. Da li je zakon centralne banke menjan u poslednjih pet godina? (ako jeste, koje godine) ☐
- b. Da li je zakon centralne banke bio prekršen u poslednjih pet godina? ☐
- c. Da li postoji neki drugi zakon (u zemlji) koji je u suprotnosti sa zakonom o centralnoj banci? ☐
- d. Da li postoji tradicija narušavanja propisa centralne banke u smislu da je guverner ili član odbora banke napustio poziciju s promenom vlade? ☐

²⁰ Obeleženi su poželjni pozitivni odgovori za maksimalnu ocenu nezavisnosti centralne banke (ukupna nezavisnost=1).

- e. Da li postoji odredba koja štiti poziciju centralne banke u slučaju konflikta s vladom?

☒ X

D) Bankarski sektor

- a. Da li su poslovi supervizije banaka povjereni centralnoj banci? ☐
- b. Da li su poslovi supervizije banaka povjereni samo centralnoj banci? ☐
- c. Da li je bilo vladinog ili političkog mešanja u ispunjavanju/ neispunjavanju funkcije centralne banke kao zajmodavca u krajnjoj instanci u poslednjih pet godina? ☐

E) Finansiranje vlade

- a. Da li su dozvoljeni avansi pri finansiranju vlade? ☐
- b. Da li je obim kreditiranja kontrolisan nekim dokumentom centralne banke ili banaka kada finansiraju vladu? ☒ X
- c. Da li centralna banka učestvuje na primarnom tržištu za javni dug? ☐

Izvor: Vlahović, M. i Cerović, S, 2005, „Nezavisnost centralne banke – primjer zemalja zapadnog Balkana“, radna studija br. 5, Centralna banka Crne Gore

Kriterijumi nezavisnosti centralne banke prema Thorarinnu

TABELA BR. I-1 – KRITERIJUMI NEZAVISNOSTI CENTRALNE BANKE PREMA THORARINNU

Kriterijum	Ponder	Bodovi	Ukupno
Kako je prema statutu centralne banke definisan cilj sa jasno izraženim ciljem cenovne stabilnosti	1		
Granica do koje centralna banka određuje ciljeve politike	1		
Granica do koje centralna banka vrši usaglašavanje instrumenata monetarne politike	2		
Granica do koje je dozvoljeno finansiranje vlade od strane centralne banke	2		
Dužina trajanja mandata guvernera	0,5		
UKUPNO			

**TABELA BR. I-2 – VREDNOVANJE KRITERIJUMA NEZAVISNOSTI CENTRALNE BANKE
PREMA P. G. THORARINNU**

Kriterijum (ukupni ponder)	Bodovi	
Kako je prema statutu centralne banke definisan cilj sa jasno izraženim ciljem cenovne stabilnosti (1)	10,0	Jedini cilj je stabilnost cena
	7,5	Jedini cilj zajedno sa ciljevima finansijske i nekonfliktne monetarne stabilnosti
	5,0	Cenovna stabilnost i nekompatibilni ciljevi
	2,5	Nema formalnih ciljeva
	0,0	Drugi ciljevi, a ne cenovna stabilnost
Granica do koje centralna banka određuje ciljeve politike (1)	10,0	Centralna banka sama odlučuje ili monetarna politika nema eksplicitnih ciljeva
	5,0	Zajedničko donošenje odluka s vladom
	0,0	Centralna banka nema ulogu u odlučivanju
Granica do koje centralna banka vrši usaglašavanje instrumenata monetarne politike (2)	10,0	Centralna banka sama odlučuje
	6,7	Centralna banka sama odlučuje, ali predstavnici vlade prisustvuju sastancima kao posmatrači
	3,3	Centralna banka i vlada imaju ulogu u odlučivanju
	0,0	Uloga centralne banke u odlučivanju je limitirana
Granica do koje je dozvoljeno finansiranje vlade od strane centralne banke (2)	10,0	Zabranjeno, nikada se ne koristi ili su neznatne sume angažovane
	7,5	Uska, postoje granice
	5,0	Postoje obavezujuće granice
	2,5	Postoje široke granice
	0,0	Ne postoje ograničenja
Dužina trajanja mandata guvernera (0,5)	10,0	8 godina i duže
	8,6	7 godina
	7,1	6 godina
	5,7	5 godina
	4,3	4 godine
	2,9	3 godine
	1,4	Kraće od 3 godine

Izvor: Vlahović, M. i Cerović, S, 200, „Nezavisnost centralne banke – primjer zemalja zapadnog Balkana“, radna studija br. 5, Centralna banka Crne Gore

CWN indeks zakonodavne nezavisnosti centralne banke

Opis varijable	Ponder	Vrednost
1. RUKOVODILAC BANKE	0,20	
a) Mandat		
Preko 8 godina		1,00
6 – 8 godina		0,75
5 godina		0,50
4 godine		0,25
manje od 4 godine		0,00
b) Imenovanje		
Upravni odbor CB		1,00
Savet CB		0,75
Vlada		0,25
Ministar		0,00
c) Razrešenje		
Nije predviđeno		1,00
Samo zbog razloga van politike		0,83
Pravo upravnog odbora CB		0,67
Pravo vlade		0,17
Neopozivo pravo vlade		0,33
d) Može li guverner biti u vladi		
Ne		1,00
Samo uz odobrenje upravnog odbora		0,50
Nije zabranjeno		0,00
2. FORMULISANJE POLITIKE	0,15	
a) Ko formuliše monetarnu politiku		
Samo banka		1,00
Banka učestvuje, sa malim uticajem		0,67
Banka samo savetuje vladu		0,33
Banka se ne pita		0,00
b) Ko ima odlučujuću reč kod razrešavanja konflikta		
Banka, o pitanjima zakonski određenim kao njeni ciljevi		1,00
Vlada, o pitanjima nejasno definisanim kao bančini ciljevi i kod konflikata unutar banke		0,80
Savet CB, zakonodavna, izvršna vlast		0,60
Zakonodavna vlast o politici		0,40
Izvršna vlast o politici uz moguće prigovore CB		0,20
Bespogovorno izvršna vlast		0,00
c) Uloga u vladinom budžetskom procesu		
CB je aktivna		1,00
CB nema nikakvog uticaja		0,00
3. CILJEVI	0,15	
Stabilnost cena je jedini/najvažniji cilj i CB ima konačnu reč u slučaju konflikta sa vladom		1,00
Stabilnost cena je jedini cilj		0,80

Nastavak tabele

Stabilnost cena je jedan od ciljeva uz druge koji su sa njim usklađeni	0,60
Stabilnost cena je jedan od ciljeva, uz druge, potencijalno konfliktne	0,40
Statutom CB nisu utvrđeni ciljevi	0,20
Navedeni ciljevi ne podrazumevaju stabilnost cena	0,00
4. OGRANIČENJE U POGLEDU KREDITIRANJA	
a) Pozajmice	0,15
Nisu dopuštene	1,00
Dopuštene, uz striktno ograničenje (npr. 15% budžetskih prihoda)	0,67
Dopuštene, ograničenja labava (preko 15% budžetskih prihoda)	0,33
Nema ograničenja za pozajmice	0,00
b) Pokrivene pozajmice	0,10
Nisu dopuštene	1,00
Dopuštene, uz striktno ograničenje (npr. 15% budžetskih prihoda)	0,67
Dopuštene, ograničenja labava (preko 15% budžetskih prihoda)	0,33
Nema ograničenja za pozajmice	0,00
c) Uslovi pozajmice (kamata, rok)	0,10
Određuje banka	1,00
Određeno statutom banke	0,67
Dogovor CB i vlade	0,33
odlučuje vlada	0,00
d) Potencijalni dužnici CB	0,05
Samo centralna vlada	1,00
Svi nivoi vlasti	0,67
Svi nivoi vlasti i javna preduzeća	0,33
Javni i privatni sektor	0,00
e) Limiti pozajmica CB izraženi kao	0,025
Novčani iznos	1,00
Deo aktive ili kapitala	0,67
Deo prihoda CB	0,33
Deo državnih izdataka	0,00
f) Rok pozajmica	0,025
Maksimalno šest meseci	1,00
Duže od jedne godine	0,67
Nije određeno	0,00
g) Kamata	0,025
Iznad minimalne kamate	1,00
Tržišna kamata	0,75
Ispod maksimalne kamate	0,50
Nema kamate na pozajmice	0,00
h) CB ne sme da kupuje/prodaje državne obveznice na primarnom tržištu	0,025
Da	1,00
Ne	0,00

Izvor: Jakšić, M. „Makroekonomija – principi i analiza“, 2004.

GMT indeksi nezavisnosti centralne banke

Politička nezavisnost	
Guvernera ne imenuje vlada	*
Guverner je imenovan na period duži od pet godina	*
Svi članovi najvišeg izvršnog organa nisu imenovani od strane vlade	*
Članovi najvišeg izvršnog organa su imenovani na period duži od pet godina	*
Ne postoji obavezujuće prisustvo članova vlade sednicama najvišeg izvršnog organa	*
Nije potrebno odobrenje vlade za vođenje monetarne politike	*
Zakonsko ili statutarno određenje stabilnosti cena kao cilja	*
Zakonske odredbe koje štite poziciju centralne banke u slučaju konflikta sa vladom	*
Ekonomska nezavisnost	
Direktno kreditiranje vlade nije automatsko	*
Prilikom kreditiranja vlade koristi se tržišna kamatna stopa	*
Kreditiranje vlade je moguće samo na privremenoj osnovi	*
Iznos direktnog kreditiranja vlade je limitiran	*
Centralna banka ne učestvuje na primarnom tržištu javnog duga	*
Diskontnu stopu određuje centralna banka	*
Bankarska supervizija nije poverena centralnoj banci (**) ili nije poverena isključivo centralnoj banci (*)	** (*)

Napomena: Ukupan indeks nezavisnosti dobija se kao prosek političke i ekonomske nezavisnosti koji se dobijaju kao zbir zvezdica

Izvor: Kimber, F, i Wagner H, „Central bank independence and macroeconomic performance“ u „Central Banking in Eastern Europe“

Bade i Parkinov indeksi nezavisnosti centralne banke

Indeks političke nezavisnosti			
Centralna banka je najviši autoritet u oblasti monetarne politike	Predstavnici vlade nisu uključeni u najviši izvršni organ	Određen broj članova najvišeg izvršnog organa je imenovan nezavisno od vlade	Stepen političke nezavisnosti
-	-	-	1
-	*	-	2
*	*	-	3
*	*	*	4

POJAM CENTRALNOG BANKARSTVA

Indeks finansijske nezavisnosti			
Nezavisnost budžeta	Plate zaposlenih određuje centralna banka	Alokaciju profita vrši centralna banka	Stepen finansijske nezavisnosti
-	-	-	1
*	-	-	2
*	*	-	3
*	*	*	4

Izvor: Kimber, F, i Wagner H, „Central bank independence and macroeconomic performance“ u „Central Banking in Eastern Europe“