

## REGULISANJE CENTRALNIH BANAKA I FINANSIJSKOG SISTEMA

### *Subjektivni pregled*

PETER-AKOŠ BOD

*Peter-Akoš Bod (Bod Péter Ákos) je profesor i šef katedre, direktor Instituta za Ekonomske nauke; bivši predsjednik Mađarske narodne banke.*

#### *Abstrakt*

Autor daje kratak pregled procesa jačanja makroprudencijalnih funkcija centralnih banaka, tako što ih stavlja u nove finansijsko-političke trendove, nastale posle finansijske krize između 2007-2010-te godine. Centralne banke razvijenih zemalja su u većoj meri odstupale od prethodnih uloga, nego većina narodnih banaka zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji. U svakoj grupi zemalja odnos između centralne banke i drugih monetarnih vlasti (ministarstvo za finansije) postalo je sve osjetljiviji. Na osnovu praktičnih iskustava autor upozorava od preteranog angažovanja centralne banke, mada – naročito na Evropskoj periferiji i u grupi zemalja u razvoju – postoje ozbiljni razlozi, koji zahtevaju šire tumačenje uloge centralne banke od prethodnih.

*Ključne reči:* Centralne banke; monetarne vlasti; finansijska politika; makroprudencijalne aktivnosti; zemlje u tranziciji; sistem ciljnog praćenja inflacije; institucionalno preopterećenje centralnih banaka.

\*

#### *Menjanje funkcija monetarnih vlasti*

Međunarodne finansijske turbulencije, koje su se razvijale posle 2007-e godine u finansijskim sistemima mnogih razvijenih zemalja pojavile su se kao kriza *likvidnosti*, zatim su preuzeli formu solventskih problema, u nekim slučajevima se pojavio čak i *sistemski rizik*. Ovi poslednji su prouzrokovali visok stepen aktivnosti državnog budžeta, kao najizrazitiji u slučaju Irske i Islanda, ali su se u manjem delu pojavile i u nekim zapadno-evropskim zemljama. Posle je došlo do ponovnog menjanja forme: Posle 2010-te godine u mnogim zemljama su povećanje *suverenih dugova* doveli do krize, koje su se vremenom proširile sa nekih zemalja članice na celu evrozonu. Evropska ekonomska kriza, koja se činila da približava kraju, opet je postala svetsko-ekonomski slučaj prvog reda.

Iza nastanka finansijskih poremećaja pojavljivali su se globalne asimetrije (deficit i suficit platnog bilansa), akumulirane u velikoj razmeri i u dužem vremenskom periodu, koji su se pojavile još pre 2008-e godine, a takođe su se pojavili 'governance'-slabosti i regulatorni defekt, pa prema tome činjenica pojavljivanja finansijskih kriza ne bi izazvalo iznenađenje. Ali prethodni period u razvijenom svetu i u regionima vezani za taj deo, odvikavao je publiku i donosio odluka od finansijskih trauma. Na taj način su se mogle desiti iznenađenja Evrope na jesen 2008-e godine (pošto je američka sub-prime kriza uprkos znacima iznenadio većinu ekonomskih aktera), zatim su sledila iznenađenja 2010-e: uprkos predvidljivosti naglog skoka suverenih rizika ipak iznenađena dolazi, počevši grčkim slučajem u proleće te godine.

Takođe je iznenađujuće koliko brzo su se *krizni ciklusi* smenjivali: kao uzrok kreditnog usporavanja (sudden stop) koje je počelo u septembru 2008-e u otvorenim privredama iznenada se pojavljuje recesija, međutim to je kratkog trajanja: na kraju 2009-e i na početku 2010-e godine i zvanično je završena recesija u većini dotičnih zemalja

Sa brzim smanjivanjem privrednih ciklusa su došli i brze *promene trendova privredne politike*; te trendove su ili pratili, ili ih vodili. Na sličan način smo mogli da posmatramo takođe brze promene vezane za *monetarnu politiku* u kratkom vremenskom periodu. Međutim, odmah trebamo istaći da su se pojavile velike razlike između država, odnosno grupa: drugačije forme pokazuju razvijene i bogate zemlje ('centar', to su praktično Sjedinjene Američke Države, Zapadna-Evropa i Japan), a opet drugačije karakteristike imaju zemlje koje se nalaze dalje kako u prostoru tako i u nivou razvijenosti.

U drugoj grupi zemalja prevashodno bih isticao prakse i iskustva zemalja u razvoju (PE-EM) na *evropskoj periferiji*. Trebamo isticati da centar ('core') i periferija ('periphery') su dosta relativni pojmovi, a klasifikacija pojedinih zemalja je uvek diskutabilna. Španija i Irska, sa aspekta mnogih zemalja sa periferije, pripadaju centru; ipak situacije Španije i Irske na osnovu nekih sopstvenih karakteristika proučavaju se zajedno sa novim EU zemljama.

Kada proučavamo formaciju prakse monetarne politike u novijem vremenu, važno je istaći onu, ponekad zaboravljenu evidenciju, da finansijsku politiku jedne države formiraju *monetarne vlasti*: množina u ovom slučaju odnosi se na to, da odgovornosti i nadležnosti ne mogu se suziti na jednu instituciju, konkretno na centralnu banku: takođe kao monetarna vlast funkcionise i ministarstvo za finansije (odnosno ministarstvo za trezor, Treasury, stb). Podela funkcija može da se menja, ali postoje obične zajedničke karakteristike, na primer to što ove vlasti zajedno predstavljaju datu državu u međunarodnim organizacijama (vlasti obično u Svetskoj Banci, dok centralna banka u Međunarodnom Monetarnom Fondu), nose zajedničke odgovornosti u izboru deviznog kursa, i – to je najbitnije sa aspekta naše teme – u upravljanju rizicima finansijskog sistema.

Između formiranja monetarne politike i aktivnosti centralne banke ne može se staviti znak jednakosti, međutim ipak postoji razlog za to, zašto dolazi do ove greške u diskursima monetarne politike i ekonomske politike. U stvari bilo je veoma prirodno povezivanje ove dve institucije u periodu "velike umerenosti / great moderation", koji je u većini razvijenih zemalja bilo povezano sa godinama glatke nezavisnosti centralne banke. U ovom periodu centralne banke (na nacionalnom nivou centralne banke, odnosno u Evrozoni ECB) su zapravo predstavljale pred javnosti finansijsku politiku. Moglo bi se reći da je ovaj period bio zlatno doba funkcionisanja centralne banke, kako na osnovu društvenog prestiža institucije, tako i na osnovu niskih kamata i na osnovu podataka vezanih za suzdržane inflacije.

Dugo vreme je druga monetarna vlast, odnosno ministarstvo za finansije date zemlje, ostala u pozadini u vršenju finansijske politike, a naročito kada je bilo reči o eksternom predstavljanju. Međutim posebno je značajno uticaj finansijske politike vlasti, u slučaju kada se pojavljuje kao *suvereni dužnik* u sopstvenoj državi ili u inostranstvu, ili što je ređi slučaj, u razvijenim zemljama: pojavljuje se na tržištima kao vlasnik suverene osnove.

U 1970-im godinama postao je određen trend, da vlast neposredno finansira državu, a ne posredno preko centralne banke, što znači da se ujedno pojavljuje kao neposredan akter kako u domaćim, tako i u međunarodnim finansijskim tržištima. Takođe u ime države se pojavljuje to, što sama ili zajedno sa dotičnim finansijskim institucijama vodi institucije za *osiguranje depozita* (međutim u mnogim zemljama i centralna banka učestvuje u ovoj aktivnosti). Vlast ponekad postaje centralna figura u reorganizovanju strategijsko značajnih finansijskih institucija (banke, institucije za osiguranje); centralne banke već dugo vreme ne ispunjuju ulogu „*banka-bolnica*”. Što se tiče funkcije *nadzora banaka*, u jednom delu slučaja vlast, drugde centralne banke vrše to, a ponekad je reč o nekim hibridnim rešenjima.

U delovima podeljivanja zadataka monetarne politike ima dosta nacionalne specifičnosti, zavisno od političkog sistema, od prethodnog iskustva, od institucionalnih i personalnih odnosa. U isto vreme i ovde postoji 'best practice', drugim rečima trend vremena koji dolazi od međunarodnih finansijskih organizacija. Separacija zadataka monetarne politike unutar države, međutim, nikada nije konačna, i nikada nije bez suprotnosti. Međutim baš zbog odnosa "velike umerenosti" i suprotnosti između ove dve monetarne institucije, ostale su umerene, harmonijski nedostaci između institucija su se slabije manifestovali pred osnovnog i političkog javnog mišljenja.

Brzo širenje sistema monetarne politike sa *ciljnom inflacijom* (IC) je takođe jačao kulturu harmonije između institucija, jer o planovima vezanih za inflaciju jednoglasno trebaju govoriti vlasti i centralna banka: ovaj monetarni sistem u velikoj meri se zasniva na "menadžment iščekivanja"

Međutim čim ne inflacija, nego funkcionisanje finansijskog sistema postaje primarni problem, prethodni (prividni ili činjenički) odnos bez suprotnosti se promenjuje. Iako centralna banka može insistirati na uspostavljene osnovne funkcije (konkretno: održavanje stabilne vrednosti novca), u toku krize inflacija više nije pravi problem. U ovom slučaju se aktivizira vlast, i od ćutnog monetarnog partnera može postati jak akter. Tada izjednačavanje finansijske politike sa centralnim bankama nikako nije opravdan, kamoli u stvarnosti, gde se mogu zaoštriti suprotnosti između raznih institucija.

U daljem razmatranju sledi angažovanje centralne banke vezano za sistemski rizik, govoreći na eksplicitan način o pitanjima saradnje između raznih finansijskih institucija, o podeljivanju funkcija, o eventualnim konfliktnim situacijama, odnosno o iskustvu vezanih za njih.

U mnogim zemljama krizne pojave su oživele takozvane *neortodoksne pojave*, ili drugim rečima *neobične* odgovore vezane za ekonomsku politiku. Međutim, videćemo da su “nova” rešenja u tom smislu nova, da su već davno bila poznata, ali dugo vreme nisu primenjivana. I stručnjaci monetarne politike su se našli sebe pred problema (često davno zaboravljenih), koja su bila drugačija od uobičajenih, vezano za mirni period pre krize, pa je jasno da su morali uzeti u obzir prethodna rešenja.

Pojam neuobičajeni je i zbog toga netačan, što su ekonomski političari razvijenih zemalja, primećujući finansijske probleme često i na dosta uobičajen način, na osnovu udžbenika (tačnije na osnovu kejnzijanskih ili neo-kejnzijanskih udžbenika) reagovali, putem *stimulacije budžeta* (smanjenjem poreza, povećanjem rashoda). Centralne banke su reagovala *smanjenjem ključnih kamatnih stopa* na zamrzavanje kreditnih tržišta. Pa kasnije, kada su preduzeti koraci za rešavanje ‘credit crunch’-a pokazale nedovoljnim, i kada su se obična sredstva za ublažavanje monetarnih uslova iscrpila približavanjem kamatnih stopa ka nuli, iskoristili su „nekonvencionalna“ rešenja, koja su prouzrokovala nagli porast ukupne aktive centralne banke u jesen 2008-e godine, za vreme nedostatka likvidnosti (i poverenja).

Takvo jedno rešenje je na primer, prihvatanje prethodno odbijenih depozita kod diskontnih poslova, neposredno davanje kredita privrednim akterima. Međutim, jasno se vidi, da, na primer, prihvatanje diskontovanja korporativnih obveznica ili podrška državnih institucija kod podizanja kredita od strane centralne banke nikako nije novi izum. Eventualno samo u tom smislu, da ovakve operacije u zadnje dve decenije pre krize nisu izvršile centralne banke razvijenih zemalja, ni druge, njima slične banke.

Sušтина je u tome, da iako je centralna banka date zemlje usvojila „glavni pravac“, ili je koristila neuobičajena sredstva, težnja je u svakom slučaju bila usmerena prema stabilizaciji povećanja likvidnosti, ako se već poverenja nisu mogla neposredno povećati između aktera u sistemu finansijskog posrednika, kod lečenja problema, koja su se pojavila zbog iznenadnih nedostataka kredita (*credit crunch*).

U većini zemalja izvan evrozone (periferijalne) i zemalja koja se mogu smatrati ambicioznim u poređenju sa evropskim jezgrom (zajednički: PE-EM) reakcija monetarne politike je bila drugačija. Kako su posmatrači sa iznenađenjem primetili, mnoge zemlje koje su prethodno izgledale kao dosta osetljive, odnosno većina zemalja u tranziciji, su relativno bezbedno prošla kroz prvi, jak period krize, između ostalog zbog visokog nivoa međunarodnih deviznih rezervi. U ovoj grupi zemalja ukupne aktive centralnih banaka nisu se povećala u značajnoj meri, kao u slučaju FED ili Bank of England-a, pošto su različite tehnike za povećanje količine novca (‘quantitative easing’) mnogo manje koristile.

Pošto u većini PE-EM država pre krize nije došlo do povećanja cene aktive do te mere, kao, na primer, u SAD, u slučaju Španije i Irske, kao ni relativna stopa budžetskog deficita (poređujući na osnovu GDP-a) nije bila visoka, u mnogim zemljama su mogli primenjivati fiskalne i monetarne podsticaje za povećanje agregatne tražnje, kao što je to Kina i uradila krajem 2008-e godine. U isto vreme relativno dobro stanje realne ekonomije, i odgovarajući razvoj budžetskih pozicija dovela su do toga da u većini PE-EM država nije bilo potrebno korišćenje tradicionalnih sredstava monetarne politike, ali takođe nije bila potrebna primena nekonvencionalnih monetarnih sredstava. U nekim zemljama inovacija diskontovanja korporacijskih obveznica ili neposredna kupovina državnih akcija, smanjivanje komercijalnih rezervi ponekad su se pojavila na račun deviznih rezervi putem zaštitne intervencije deviznog kursa, ali ipak se može reći, da je intenzitet neobičnih mera bila manje nego u razvijenom svetu.

Centralne banke koji ne spadaju u razvijene zemlje su sa razlogom suzdržavale od selektivnog finansiranja sektora, preduzeća: ovakve mere vezane za poboljšanje privrede i mikro-zadataka, vezano za rešavanje krize prepustili su vlastima. S jedne strane možda zbog toga, jer su smatrali: da ne mogu da se oslone na takvu institucionalnu verodostojnost, kao starije priznate centralne banke razvijenih zemalja, koji su u trenutku dobijanja prestiža preduzeli da žive sa manje transparentnim monetarno-političkim sredstvima. Zatim centralne banke sa periferije nisu hteli da rizikuju svoju *institucionalnu nezavisnost*, da dobrovoljno smanje profesionalnu izolovanost; međutim neuobičajena rešenja ekonomske politike su funkcionalne pored saradnje vlasti i centralne banke.

#### *Promišljanje centralne banke, kao institucije?*

Bitan praktičan – ali u stručnoj literaturi manje razmatran – kriterijum je taj da zapravo koliko zadataka može preuzeti centralna banka kvalitetno i verodostojno, bez toga, da bi došlo do *institucionalnog preopterećenja*, odnosno da bi preuzeo previše aktivnosti (takozvani ‘overload problem’). Dilema je jasna: ako jedna institucija ( u našem slučaju centralna banka) preuzme previše ekonomskih funkcija, u tom slučaju može da naiđe na prepreke vezane za humane resurse i za ograničenosti menadžmenta. U isto vreme, baš daljina između centralne banke i sistema vlasti, što predstavlja preduslov monetarnoj nezavisnosti centralne banke, može pružiti takav institucionalni prestiž, zbog čega centralna banka je uspešnija u izvršenju mnogih zadataka, od bilo kojih drugih organizacija u datoj zemlji.

Možemo uzeti kao primer *funkciju nadzora banaka*. Krug zadataka ove bitne funkcije nadzora (mikroprudencijalna) može se povezivati sa organima vlasti (kao na primer u slučaju Nemačke), ali može pripadati i centralnoj banci (kao što je to slučaj u Italiji ili u raznim drugim ambicioznim tržištima). Tradicije koje dolaze iz prethodnih godina stoje na strani nadzora banaka od strane centralne banke, a više je od 1980-tih godina počeo da se prevlada mišljenje o tome, da u cilju jačanja nezavisnosti centralne banke, kao i u cilju očišćenja ciljnog sistema monetarne politike, rešenje je u tome da banke (odnosno preduzeća za osiguranje, brokerske kompanije, kao i druge finansijske institucije) budu praćene od strane organa vlasti. Međutim, na osnovu empirijskih i praktičnih kriterijuma može se zaključiti: u takvim državama je moguće uspešno izvršiti nadzorne zadatke od strane organa vlasti, gde je stručni i etički nivo javne službe visok, plate u tim organizacijama su dovoljno atraktivne za zadržavanje stručnjaka u sferi finansija, a nadzorni rad ne ometaju svakodnevne političke prilike. U mnogim zemljama u razvoju, u bivšim planskim privredama, ali i u mnogim razvijenim zemljama bilo je lakše stvoriti stručne, i druge nepohodne preduslove za nadzorni rad banaka, koja je u većini slučaja bila prestižna institucija, kako kod ministarstva za finansije, tako i kod drugih organa vlasti.

Na osnovu sličnih uzroka, međutim, i *devizno ograničenje* se može naći na boljem mestu, nego kod centralne banke (bar u onoj meri u kojoj će ostati zvanična kontrola i regulisanje tekućih i kapitalnih poslova), kao što je to bilo i u mnogim evropskim i drugim zemljama van Evrope. Ali slični uzroci govore o ulozi centralne banke i u slučaju izvršenja, kontrolisanja *tokova gotovine* (mada izvršenje i kontrolisanje tokova gotovina na osnovu jedne druge logike može da funkcioniše unutar državnog trezora). *Vođenje naloga* banaka i drugih državnih institucija je takođe slično područje: mnogo stručnih argumenata govori o preduzimanju zadataka od strane centralne banke. Što se tiče sakupljanja i obrade *finansijske statistike, makroekonomske analize i istraživanja*, centralne banke mogu biti idealna mesta zbog dostupnosti podataka, bogatstva međunarodnih odnosa, daljine od partijske politike, kao i zbog dobrih plata.

Kako se može videti iz prethodnih pokazanih primera, na delu su takvi društveni zadaci, zbog kojih centralna banka izgleda primerenijom institucijom, nego organizacije vlasti, ili bankarski, odnosno nevladin sektor. Uzetih zajedno, očigledno da je previše zadataka kod centralne banke; odatle dolazi i do težnje od samih tih centralnih banaka, a najverovatnije i sa strane vlasti, do čišćenja profila centralnih banaka.

Povećanje statusa centralne banke može doneti povećanje političkih neizvesnosti, i intenziviranje finansijskih problema između država. Još u zrelih demokratijama, ali posebno u bivšim planskim privredama (u "tranzicijske zemlje"), odnosno u mladim demokratijama, ili u manje stabilnim odnosima političkih institucija, centralna banka i više rukovodstvo centralne banke – pivojremeno – može postati *politički faktor*. U tim zemljama, u kojima politička (partijski) elita ne dobija stabilnu društvenu podršku, ili tamo gde unutrašnja politička dinamika dovodi do zajedničke blokade, u većini slučajeva predsednik, predstavnici višeg rukovodstva centralne banke dobijaju izuzetnu pažnju. Predsednička, kao i predstavnicička pozicija u višim rukovodstvima predstavlja dobru preporuku za ulazak u visoke političke krugove u Italiji, ali i u drugim zemljama Evrope: bilo je primera u 1990-im godinama u Čehoslovačkoj, Rumuniji, Estoniji, da su bivši visoki predstavnici centralne banke, ili sam predsednik centralne banke kasnije, privremeno ili trajno dobili funkciju premijera.

Centralni bankar, kao političar najvišeg nivoa – to je naravno izuzetan i specifičan okolnost, ali je relativna učestalost povezan sa tim, što je reč o takvoj *nacionalnoj instituciji*, koji je povezan sa procesima vlasti, bez toga, međutim – da određeni minimum nezavisnosti realizuje u stvarnosti – , potonila bi u često veoma problematične situacije svakodnevne politike. U vremenima finansijske krize, ekonomsko, finansijsko stručno znanje posebno dolazi do izražaja.

U skiciranom statusu centralne banke, i iz njenih institucionalnih odnosa apsolutno je razumljivo, da u izvršenju *makroprudencijalnih zadataka* svaka država mora uzeti svoji deo. Evropska praksa pre krize je uglavnom, stavio ove vrste aktivnosti pod pojam *finansijske stabilnosti*; odgovornost centralnih banaka prema finansijskoj stabilnosti pojavljuje se u njenom statutu, ove aktivnosti centralnih banaka pokazuju redovne publikacije, koje se izdaju pod nazivom 'izveštaj stabilnosti'. Međutim, tu se može pojaviti konflikt interesa, jer u slučaju poremećenosti, centralnu banku, koja se pojavljuje kod očuvanja finansijskog sistema, život može staviti u situaciju izbora: u okviru makroprudencijalne uloge trebalo bi obezbediti onaj nivo likvidnosti, koji se suprotstavi primarnom zadatku vezano za održavanje stabilizacije cena. Ako likvidnost, ili posebno insolventnost jedne ili više trgovinske banke nosi sistemski rizik, onda država (u ime društva) može da se uključi, stavljajući troškove intervencije na poreske obveznike ili/i na sledeću generaciju, ali takvu jednu odluku centralna banka ne može doneti na osnovu svog pravnog statusa. Ovaj primer pokazuje granice centralne banke u preuzimanju makroprudencijalnih zadataka.

Pošto centralna banka ne može ni izostati iz donošenja odluka vezanih za finansijskih sistema rizika, ali na osnovu toga što je prethodno rečeno, ne može ni preuzeti odgovornost i troškove državne intervencije, jedino ostaje uloga konstruktivne saradnje. Ovo izražava raspodela funkcija na evropskom nivou i na nivou između članica zemalja, međutim, u dosta različitim konkretnim oblicima institucija. *Možemo zaključiti da će u narednim godinama jedan od praktičnih pitanja novčane politike biti, na koji način je moguće stvoriti održivu i jasnu ravnotežu između primarnih stručnih zadataka (konkretno: stabilizacija cena) i sekundarnih (partner vezano za odgovornost) makroprudencijalnih uloga.* Međunarodne preporuke pokazuju novu normu; međutim prakse prethodnih decenija monetarne politike su pokazale, da je dugo vreme potrebno za nastanak institucionalnog reda i za dobijanje neophodne reputacije.

*Prevod: Natalija Bošnjak (Bosnyák Natália)*

\*

### *Bibliografija*

- Brunnmeier, Marcus, Andrew Crocket, Charles Goodhart, Avinash Persaud, and Hyun Shin (2009): The Fundamental Principles of Financial Regulation. *Geneva Reports on the World Economy*. 11. CEPR
- Committee on the Gloval Financial System (2010): Macprudencial Instruments and Frameworks: a Stocktaking of Issues and Experience. *CGFS Publications* No. 38.
- Gerlach, Stefan, Alberto Giovannini, Cédric Tille, and José Viñals (2009): “Are the Golden Years of Central Banking Over? Voxeu.org. See: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3776>
- González-Páramo, José Manuel (2011): The banking sector towards the „new normal” – some considerations. BIS central bankers’ speeches
- IMF (2010): Central Banking Lessons from the Crisis
- IMF Independent Evaluation Office (2011): IMF Performance in the Run-up to the Financial and Economic Crisis: IMF Surveillance in 2004-07.
- Mohanty, Deepak (2011): Lessons for monetary policy from the global financial crisis – an emerging market perspectives. BIS central bankers’ speeches
- Moody’s Investors Service (2008): Sovereign Bond Ratings.
- Moreno, Ramon (2011): Policymaking from a ‘macroprudential’ perspective in emerging market economies, *BIS Working Papers* No 336
- Nier, Erlend (2009): Financial Stability Framework and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. *IMF Working Paper*, 09/70

\*

dke@southeast-europe.org  
www.southeast-europe.org

© DKE 2011.

Pažnja! Poštovani istraživač! Ukoliko koristite, odnosno citirate deo teksta, molimo vas da u tom slučaju pošaljite e-mail glavnom uredniku na sledeću adresu: [dke@southeast-europe.org](mailto:dke@southeast-europe.org)  
Članak molimo citirati na sledeći način: Peter-Akoš Bod (Bod Péter Ákos): Regulisanje centralnih banaka i finansijskog sistema - Subjektivni pregled. (Prevod: Natalija Bošnjak) *Délkelet-Európa - South-East Europe International Relations Quarterly*, Vol. 2. No. 7. (jesen 2011) pp 1-5.

Hvala Vam za saradnju. *Glavni urednik*