

Kredit emisione banke

Sažetak

Identifikovali smo sedam razloga za dodjeljivanje kreditne funkcije domaćoj emisionoj banci – Centralnoj banci Bosne i Hercegovine (CBBiH). Protivrječnosti u ekonomskom sistemu BiH, jednim dijelom, mogu biti prevaziđeni uvođenjem kredita emisione banke (KEB). On bi imao pozitivne efekte na finansijsko restrukturiranje privrede, cijenu javnog dug, finansiranje budžetskog deficita, i kvalitet zaštitne mreže koja se formira oko bankarskog sistema. KEB omogućava vođenje selektivne kreditne politike, a preko KEB-a se dolazi i do referentne kamatne stope, koja je potrebna za eventualni novi oblik modeliranja zatezne kamatne stope i za novi oblik upravljanja bankarskim aktivama i pasivama (usljed značajnog rasta depozita rezidenata u domaćim bankarskim pasivama). KEB povećava dobit CBBiH, povećava be-ha javne prihode i smanjuje entitetske budžetske deficite.

Emisiona banka bez kreditne funkcije nije banka u izvornom značenju riječi banka. Glavni bankarski poslovi su kreditno-depozitni, a CBBiH na domaćem tržištu obavlja samo depozitne poslove. Potencijalni negativni efekti KEB-a, sa makroekonomskog aspekta, ne bi trebali predstavljati povod za dalju apstinenciju domaće emisione banke sa tržišta domaćeg bankarskog kredita.

Uvođenjem KEB-a stvaraju se pretpostavke za aktivniju ekonomsku politiku usmjerenu ka smanjenju nezaposlenosti.

Ključne riječi: kredit emisione banke, Centralna banka BiH, referentna kamatna stopa, efekat istiskivanja, monetizacija budžetskog deficita, LOLR, loši krediti.

Uvod

Emisiona banka je banka banaka. Banke imaju svoje klijente, a one su klijenti emisione banke. Glavni poslovi u komercijalnim bankama su kreditno-depozitni poslovi. Emisionoj banci se mogu dodijeliti poslovi nadzora nad bankama, obavljanje platnog prometa, očuvanje/koordinacija finansijske stabilnosti i izrada statističkih publikacija. Ipak, glavni bankarski posao, simbol banke, pa i emisione banke, je kredit, tj. ulaganje prikupljenih depozita i drugih izvora finansiranja.

Po sili zakona CBBiH može, investiranjem deviznih rezervi, kreditirati samo nerizidente. CBBiH nema pravo da kreditira rezidente; domaće banke i ostala domaća pravna lica.

Predmet ovoga rada je kreditna funkcija emisione banke, ili kredit emisione banke (u daljem tekstu KEB), na domaćem, a ne ino tržištu. Cilj istraživanja je da se utvrdi koji bi to bili povodi za uvođenje KEB-a. Središnji dio rada, rezultati i diskusija, razdvojen je na sedam dijelova koji obrađuju razlog i obrazloženja za uvođenje KEB-a u domaći monetarni režim.

Polazimo od hipoteze, da su protivrječnosti u ekonomskom sistemu BiH, ispoljene kroz posljedice koje trenutno ima, i/ili koje bi moglo imati, odustvu KEB-a, stvorile potrebne, ali i nužne, uslove za hitno uvođenje KEB-a tj. za dodjeljivanje kreditne funkcije CBBiH.

Materijal istraživanja se sastoji od javnih statistika CBBiH i od statistika sa finansijskog tržišta BiH. Metoda rada je deduktivna i induktivna, uporedna metoda, uz primjenu deskriptivne statistike i prostog linearnog regresionog modela.

Rezultati i diskusija

I Kreditni rast i kreditni slom

Bankarski, indirektni model finansiranja privrede (u metodologiji CBBiH/MMF privreda je označena kao nefinansijska privatna preduzeća), na domaćem tržištu nema takmaca u nebankarskim finansijskim institucijama (osiguravajuća društva, mikrokreditne organizacije) niti u direktnim oblicima finansiranja privrede. Aktiva banaka u BiH je 84% ukupne aktive be-ha finansijskog sektora (XII 2012. godine)¹. Promet na domaćim berzama, BLSE i SASE, je izuzetno nizak, i u odnosu na tržišnu kapitalizaciju berzi (eng. turnover ratio) iznosi (XII 2013) svega 0,014 i 0,011 respektivno (prometuje se svega 1,4% i 1,1% tržišne kapitalizacije).

Ovakva institucionalna struktura kreditnih izvora i uopšte eksternih izvora finansiranja ne bi predstavljala **povod** za uvođenje KEB-a da bankarski sektor nije prošao prvo kroz period izuzetnog rasta (eng. credit bubble), nakon čega je uslijedio iznenadan prestanak priliva kapitala (eng. sudden stop) i povlačenje kapitala (eng. deleveraging), što je dovelo do naglog i visokog obaranja stope kreditnog rasta i njenog ulaska u negativnu zonu (eng. credit crunch). Posljedice ovakve dinamike bankarskog kredita su višestruke i one opravdavaju uvođenje funkcije KEB-a. Privreda je izuzetno, i iznadproporcionalno zadužna u odnosu na ostale sektore. Odnos kredita i depozita privrede (eng. loan to deposit ratio, u daljem tekstu LtD) je 3,42, stanovništva 0,84, a javnih nefinansijskih preduzeća 0,62 (12/2013)². Naglo i intezivno usporavanje, prethodno dvocifrene stope kreditnog rasta, dovelo je do slabljenja domaće tražnje, ali i tražnje za uvozom, što se odrazilo na smanjenje poreske osnovice i pad javnih prihoda. Odluka entitetskih i državne vlade da zadrže postojeći nivo javne potrošnje prouzrokovalo je promjenu u strukturi bankarskih bilansa. Na kraju 2013. godine najveći dužnici bankarskog sektora su i dalje privreda i stanovništvo, ali je udio javnog sektora³, sa 1,8% (2008. g.) povećan na 5,5%. Čini se kao da relativna pozicija privrede u raspodijeli bankarskog kredita uopšte nije narušen i da je približno ista. U odnosu na XII 2008. g. udjel privrede u strukturi bankarskih kredita ostao je približno isti 46% (12/2013) smanjen je za svega -0,5 p.p., a u istom periodu krediti stanovništvu su smanjeni za 3,1 p.p. dok su krediti javnom sektoru povećani za 3,7 p.p.

U 2013. godini kreditnom rastu koji je iznosio 2,95% krediti privredi su doprinjeli sa 0,6 p.p, krediti javnog sektora 0,5 p.p. a krediti stanovništvu 1,7 p.p. (Grafikon 1). Prema dekompoziciji stope rasta privredu iz bankarskih bilansa upšte ne istiskuje javni sektor (Tabela 1). Najveći dio kreditnog rasta u 2013. godini je alociran na sektor stanovništva

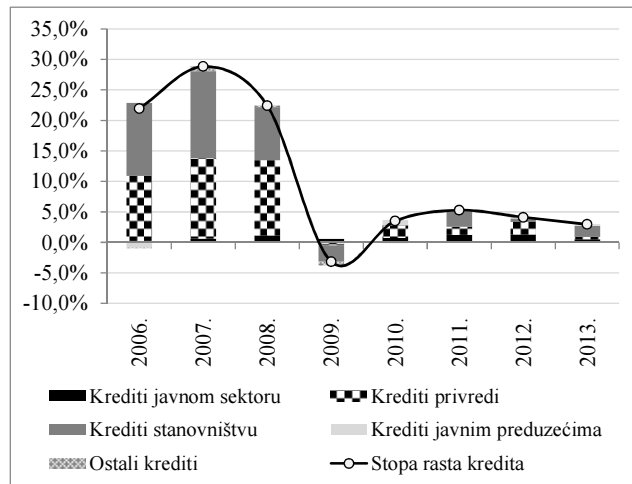
¹ CBBiH. Godišnji izvještaj CBBiH za 2012. godinu. p 87.

² Na nivou evropskog bankarskog sektora, u cijelini, LtD je u 2004. godini bi 1,27, a u 2011. godini 1,15. European banking federation. 2012. European banking sector, Facts and Figures, 2012. p. 13.

³ Pod javnim sektorom u istraživanju podrazumjevamo: institucije BiH, vlade entiteta, kantona i opština i fondove socijalne zaštite.

(56,8%), potom slijedi privreda, javni sektor i na kraju javna preduzeća, 18,9%, 16,2% i 9,2% respektivno.

Grafikon 1. Doprinosi kreditnom rastu



Izvor: http://cbbh.ba/index.php?id=33&sub=mon&lang=sr&table=sektorska_struktura_kredita_komercijalnih_banaka_bih&show_all (pristupljeno 26.02.2014. godine). Obradio autor.

Tabela 1. Dekompozicija stope rasta kredita domaćim institucionalnim sektorima

	Kreditni javnom sektoru	Kreditni privredi	Kreditni stanovništvu	Kreditni javnim preduzećima	Ostali krediti	Ukupan rast	Stopa rasta
	1	2	3	4	5	SUMA	
2008.	5,1	55,1	38,7	0,1	1,1	100,0	22,4%
2013.	16,2	18,9	56,8	9,2	-1,0	100,0	3,0%

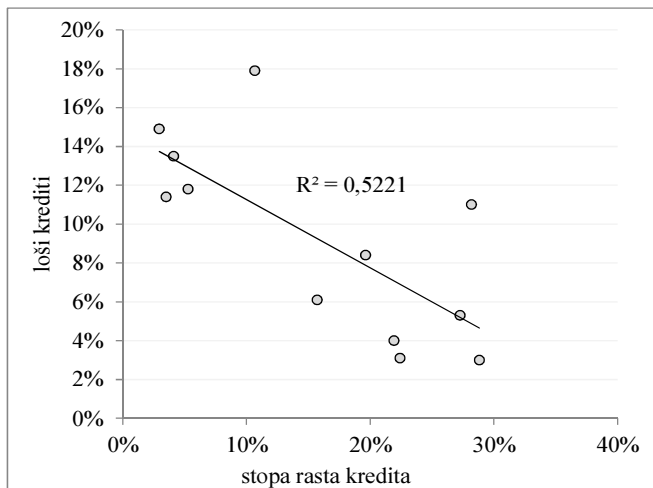
Izvor: Ibid.

Kreditni slom se odrazio na rast loših kredita (u daljem tekstu LK), zbog jake međuzavisnosti (negativna korelacija) između stope rasta kredita i kvaliteta kreditnog portfolia. (Grafikon 2). U periodu od 14 godina (2001 – 2013. godine) ove dvije varijable pokazuju izuzetno visok stepen usaglašenog inverznog kretanja, sa padom stope rasta kredita LK se povećavaju. Ova vrsta međuzavisnosti se ne može prihvatiti kao zakonitost, tj. kao veza opšteg i univerzalnog karaktera, ali važi u BSBiH (u daljem tekstu BSBiH). Razlog postojanja modela u kojem usporavanje kreditnog rasta vodi povećanju LK je intezivna plima i oseka kreditnog rast, tj. prvo izuzetno ekspanzivna, a kasnije izuzetno restriktivna kreditna politika banaka u BSBiH. Sa obzirom da LK rastu već pet godina uzastopno i da su bilansi banaka, u prosjeku vjerovatno opterećeni skrivenim gubicima, koji se u odnosu na ukupne kredite, po nekim istraživanjima, kreću u intervalu od 2,45% do 3,58 %⁴ – a zbog izostanka strukturnih reformi, koje bi preko rasta zaposlenosti i/ili

⁴ Jović, Dragan. Kozmetičko računovodstvo (nepublikovano).

povećanja produktivnosti rada doveli do značajnijeg rasta BDP i po tom osnovu smanjenja LK – može se očekivati dalji rast LK. Brana njihovom daljem rastu je po ovakvoj logici, ili kreditna ekspanzija. Ali, banke su tokom 2013. godine, u uslovima najnižeg kreditnog rasta u zadnje četiri godine (2010 – 2013. godine) preferirale kredite javnom sektoru, stanovništvu i javnim preduzećima. Na ova tri sektora odnosi se 82% kreditnog rasta u 2013. godini. Ukoliko se ta tendencija nastavi, uz visok LtD privrede, i javni sektor, koji, za sada, nudi povoljan odnos između prinosa i rizika, iznos kredita privredi neće biti značajno povećani. Iz opisanih razloga funkciju kreditiranja djela javnog sektora (entitetskih vlada, a kasnije i državne vlade) bi na sebe trebala preuzeti CBBiH, što bi podstaklo banke da, radi održavanja ciljne profitne stope, neiskorišteni kreditni potencijal preusmjere u najvećem djelu na kreditiranje privrede. Ostavljanje privrede bez dovoljnog prirasta bankarskog kredita, i to kada je LtD privrede izuzetno visok, sputava njeno finansijsko restrukturiranje, i ima negativan odraz na bankarske bilanse (efekat povratne sprege).

Grafikon 2. Loši krediti vs. stopa rasta kredita, 2001 – 2013.



Izvor: Ibid.

Napomena: Iz vremenske serije LK i stope rasta kredita izostavljen je par za 2009. godinu (-3,2%, 5,9%) koji kviri vremensku seriju. Metodologiji (OLS) dozvoljava prilagođavanje regresionog modela kroz izostavljanje para koji remeti model. Za 2013. godinu LK su za Q3 2013. godine.

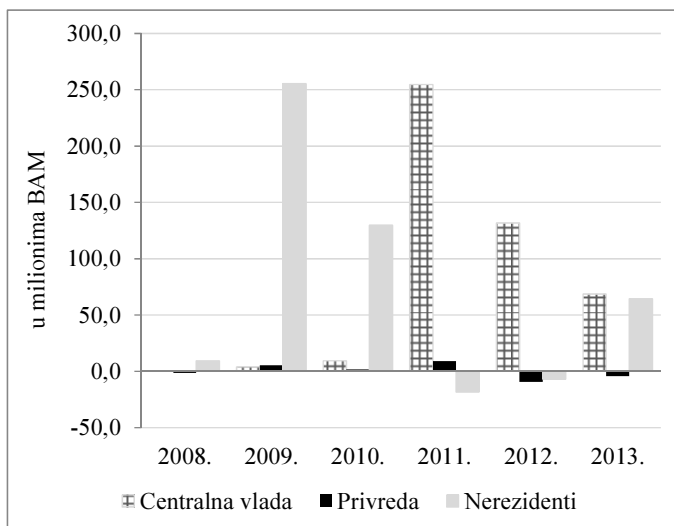
II Efekat istiskivanja

U čisto teorijskom smislu efekat istiskivanja (eng. crowding out effect) se odnosi na istiskivanje privatnog sektora sa finansijskog tržišta u uslovima ekspanzivne fiskalne politike od strane javnog sektora.

Potpuno istiskivanje privrede iz finansijske akumulacije koju deficitnom sektoru bankarski sektor BiH stavlja na raspolaganje preko finansijskog tržišta vrlo je očigledno (Grafikon 3). U 2007. godini finansijski instrumenti u posjedu banaka, izdati od strane centralne vlade (Centralne vlada obuhvata institucije BiH, vlade entiteta, vladu Brčko distrikta i entitetske fondove socijalne zaštite. To je uži pojam od javnog sektora),

privrede i nerezidenata su 0, 1,8 i 12,7 miliona BAM respektivno. Na kraju 2013. godine potraživanja banaka po finansijskim instrumentima koje izdaje privreda je 0,3% od ukupno 926,7 miliona BAM potraživanja banaka na finansijskom, pretežno dužničkom, tržištu hartija od vrijednosti. Od 2008. godine ukupno kumulativno povećanje izloženosti prema centralnoj vladi i nerezidentima je 892 miliona BAM dok su potraživanja prema privredi povećana za svega 2,6 miliona BAM. Pod pretpostavkom da se na tržištu dužničkih hartija od vrijednosti zadržao omjer koji postoji na bankarskom tržištu izloženost banaka prema finansijskim instrumentima privrede je na kraju 2013. godine trebala biti 426,7 miliona BAM ($926,7 \text{ miliona BAM} * 0,46$), a kako se to nije desilo to predstavlja ključni dokaz da je privreda istisnuta iz bankarskih bilansa, i da je u tom procesu učestvovala centralna vlada, ali i sektor nerezidenata. Privredu je, na osnovu proporcija raspodijele finansijske akumulacije koja je kreirana na bankarskom tržištu, finansijsko tržište uskratilo za 423 miliona BAM duga. Približno isti iznos BSBiH potražuje po finansijskim instrumentima nerezidenta i to u stranoj valuti (424 mil. BAM u XII 2013.).

Grafikon 3. Prirast potraživanja BSBiH na finansijskom tržištu i efekat istiskivanja*



Izvor: CBBiH.

* Napomena:

U potraživanjima nisu uključena potraživanja po akcijama.

Pozicija nerezidenata je prikazana u dijelu potraživanja u stranoj valuti, dok su potraživanja u domaćoj valuti izuzetno niska (ispod 2,5 miliona BAM u 2013. godini).

III Kamatna stopa na javni dug

Domaće bankarsko i finansijsko tržište nije u potpunosti efikasno (Tabela 2), ali ipak teži da postane efikasno, u čemu bi mu mogao pomoći KEB. Emisiona kamatna stopa na šestomjesečne trezorske zapise Republik Srpske (u daljem tekstu 6m TZ RS) je u cijeloj 2013. godini bila iznad 2%, dok su kamatne stope na depozite čak i sa dužim rokom dospjeća (do godinu dana) bile značajno niže. Razlika je varirala u prosjeku od 40 bp. do 183 bp., s tim da postoji tendencija smanjenja ove razlike.

Tabela 2. Kamatna stopa na 6M TZ RS i na depozite

	03/2013.	04/2013.	09/2013.	12/2013.
Kamatne stope na 6M TZ RS	3,97	3,96	3,21	2,08
Kamatna stopa na depozite privrede sa rokom dospjeća do godinu dana*	2,28	2,12	2,31	1,68
Razlika u kamatnim stopama (u bazičnim poenima)	169,00	183,72	90,30	40,14

Izvor: www.blse.com i CBBiH.

*Napomena: U KM i sa valutnom klauzulom.

Markoviceva portfolio teorija, koja se može primjeniti na većini finansijskih i bankarskih tržišta, nije primjenljiva na domaćem tržištu. Deponenti finansiraju banke po kamatnoj stopi, koja je značajno niža (čak i za duži ročni segment, od godinu dana) od kamatne stope po kojoj se finansira entitet Republika Srpska na rok od 6 mjeseci. Bezrizična kamatna stopa (eng. risk free interest rate) u našem ekonomskom sistemu može biti samo ona stopa po kojoj se na domaćem tržištu finansiraju entiteti, ili država BiH. Pošto druga vrsta dužničkih hartija od vrijednosti ne postoji bezrizična kamatna stopa je ona na dužničke hartije od vrijednosti entiteta, pa značajno niža kamatna stopa na depozite sa rokom dospjeća do godinu dana predstavlja anomaliju na finansijsko-bankarskom tržištu.

Zbog odsustva KEB-a entitetske vlade, i vlada BiH, imaju dva osnovna modela zaduživanja. U prvom modelu, kao povjerilac se pojavljuje MMF. Ovo su kratkoročni krediti za finansiranje deficita platnog bilansa, ili za finansiranje budžetskog deficita. Ovi krediti nemaju razvojnu komponentu, a povjerilac je, radi ostvarenja svojih kreditnih interesa (povrat glavnice i naplata kamate) u poziciji da **nametne** strukturna i budžetska prilagođavanja, koja nisi ni u dugoročnom, ali ni u srednjoročnom interesu ekonomskog sistema zemlje dužnika.

Drugi model finansiranja je emisija entitetskih (ili državnih) TZ ili obveznica na domaćem finansijskom tržištu. Kamatna stopa po kojoj se finansira javni dug, prema ovome modelu je tržišna, a ne administrativna kategorija. Zavisí od očekivanja u pogledu rasta ekonomije, javnih prihoda, visine i smjera kretanja javnog duga. Svukupni izraz rizika sa kojim su suočeni kupci TZ je kreditni rejting BiH. U dugom roku varijable od uticaja na cijenu javnog duga su očekivano kretanje kamatnih stopa, očekivana stopa inflacije, i očekivano kretanje BDP. Međutim, kao što smo vidjeli kamatna stopa na TZ je **značajno viša nego** što bi, po teoriji, trebala biti pa je prema tome i cijena javnog duga, zbog neefikasnosti finansijsko-bankarskog tržišta, viša od teorijske, što implicira neosnovani rast budžetskih rashoda.

U oba slučaja, u prvom direktno, u drugom indirektno, plaćena kamata je prihod nerezidenata. Sjedište MMF-a je u Vašingtonu, a vlasnici domaćih banaka su pretežno nerezidenti, te se u slučaju repatrijacije dobiti (povratak dobiti u zemlju većinskih vlasnika banke), kamata na dužničke hartije od vrijednosti RS i FBiH transferiše u inostranstvo. Čak i u slučaju da ostane u BiH ona je dobit privatnog sektora, a ne javnih budžeta. Ukoliko bi javne finansijske institucije (bankarske i nebankarske, npr: Investiciono-Razvojna banka RS, Razvojna banka FBiH, Penzioni rezervni fond RS)

učestvovala u kupovini TZ to bi takođe dovelo do istiskivanja privrede i onemogućavanja njenog pristupa finansijskoj akumulaciji, a pored toga ove institucije nemaju kapacitet emisione banke, koja može kreirati novac *ex nihilo* (ni iz čega) stvaranjem, uslovno neograničenih, obaveza prema samoj sebi.

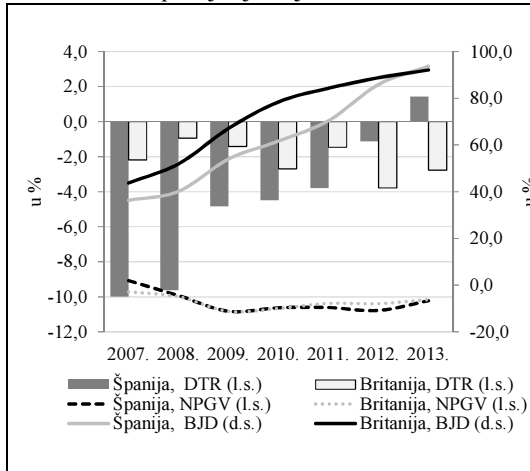
Opcija finansiranja preko KEB-a je najbolja, ali ne samo zbog toga što kada emisiona banka finansira vladu dio prihoda ide indirektno u budžet, već zato što samu opciju da emisiona banka može kupovati dužničke hartije od vrijednosti (bilo na primarnom, bilo na sekundarnom finansijskom tržištu) investitori tretiraju kao smanjenje rizika ulaganja što vodi ka manjim troškovima finansiranja javnog duga i budžetskog deficita. Ovaj teorijski scenario je praktično potvrđen na ino tržištima (Grafikon 4 i Grafikon 5). Od 2010. godine cijena španskog i britanskog duga se značajno razmimoilazi. Na vrhuncu, ili na dnu, tržišta cijena španskog duga je oko 7%, a britanskog ispod 1,5% (Grafikon 5). Do 2010. godine ogromna razlika u prinosima bi se mogla objasniti visokim deficitom španskog tekućeg računa, ali od 2012. godine španska privreda značajno poboljšava svoj položaj u međunarodnoj podijeli rada. Razlika se ne može objasniti niti veličinom relativne tražnje za finansiranjem deficita, jer su ove varijable približno jednake, ili čak i lošije u slučaju Britanije. Španija je dugo vremena imala manji BJD (bruto javni dug u odnosu na BDP) od Britanije, a u 2012. godini kada je razlika u cijeni duga 348 bp. Španija ima manji BJD (Grafikon 4). Neto pozajmljivanje španske i britanske vlade je gotovo identično. Ogromna razlika u ključnoj kamatnoj stopi (prinos na desetogodišnje obveznice državnog trezora), uprkos odsustvu nadmoći britanskih u odnosu na španske makrovarijable, determinisana je pretežno monetarnim režimom u kojem djeluje tržište javnog duga. Španija nema centralnu banku. ECB (Evropska centralna banka) je nadnacionalna emisiona banka formirana za eurozonu, a ne za Španiju. Ne postoji obaveza ECB da kupuje "španski dug", niti da pomaže konsolidaciju španskih javnih finansija. Ako ECB odluči da kupi obveznice državnog trezora neke od zemalja zone eura, ona to može učiniti samo na sekundarnom, a nikako na primarnom dijelu tržišta. Britanska monetarna politika je potpuna drugačija, jer ona ima svoju, nacionalnu, emisionu banku, koja može da finansira budžetski deficit, a može i da pomogne privredi kroz depresijaciju valute. Koordinacija monetarne i fiskalne politike i zakonska obaveza monetizacije budžetskog deficita, stvaraju siguran, institucionalni, izvor tražnje za državnim dugom, što značajno obara cijenu britanskog javnog duga u odnosu na javni dug Španije, uprkos približnoj jednakosti nekih⁵ od makroekonomskih determinanata javnog duga.

Grafikon 4. Bruto javni dug, deficit tekućeg

Grafikon 5. Prinos na desetogodišnje obveznice

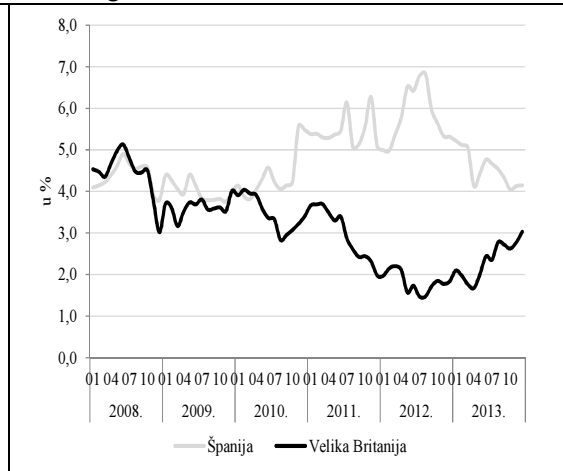
⁵ Stopa nezaposlenosti u Španiji je iznad one u Britaniji. Međutim velika nezaposlenost može biti izvor rasta, zbog velike razlike između potencijalnog i aktuelnog BDP.

računa i neto pozajmljivanje vlade *



Izvor: World Economic outlook 10/2013.

državnog trezora



Izvor: www.investing.com

*Napomena:

Sve veličine su u % od BDP: DTR – deficit tekućeg računa, NPGV – neto pozajmljivanje generalne vlade, BJD - bruto javni dug.

Uvođenje KEB-a bi moglo smanjiti cijenu javnog duga BiH i relativno umanjiti pritisak na rashodnu stranu budžeta javnih sektora.

IV Referentna kamatne stope

Sa izuzetkom stope obavezne rezerve, domaća monetarna politika je neutralna. Ponuda novca, monetarna baza, zavisi od ponude i tražnje za domaćom valutom. Efekti promjene stope obavezne rezerve na novačnu masu u užem, ili širem, smislu, zavise od ponašanja banaka, odnosno od varijabli koje su pod njihovom kontrolom. Signaliziranje smjera monetarne politike, kao model ponašanja emisije banke, nije zastupljeno u našem monetarnom režimu, uprkos činjenici da CBBiH autonomno određuje stopu naknade na obavezne rezerve i stopu naknade na sredstva iznad obaveznih rezervi (kao procenat u odnosu na kamatnu stopu koju ostvari na svoje jednomjesečne depozite kod ino banaka). CBBiH se opredijelila da obavezna rezerva bude kamatonosna aktiva, ali kako se radi o, sa aspekta emisije banke, pasivnoj kamatnoj stopi, ona nije vodeći alat monetarne politike niti glavni oblik referentne kamatne stope (u daljem tekstu *reks*). *Reks* je uvijek neka aktivna kamatna stopa, sa višestrukom ulogom i značajem, zavisno od vrste aktive na koju se primjenjuje. U našem neposrednom okruženju emisije banke (Narodna banka Hrvatske i Narodna banka Srbije) imaju kreditnu funkciju i spektar kamatnih stopa sa kojim utiču na ponudu i tražnju za novcem.

KEB, bilo da se radio o monetizaciji budžetskog deficita, ili selektivnoj kreditnoj politici, bi popunio nedostatak u spektru domaćih kamatnih stopa. To bi bila bazna kamatna stopa za ugovaranje u komercijalnim bankarskim poslovima, osnovica za određivanje drugih kamatnih stopa, onih na tržištu novca ili kapitala, baza za određivanje zatezne kamatne stope (po ugledu na regionalnu i svijetsku praksu) i što je najvažnije to bi bio signal o smjeru kretanja monetarne politike i poruka izvršnoj vlasti, fiskalnoj politici, politici raspodjele dohotka, i svim donosiocima političkih i ekonomskih odluka (eng.

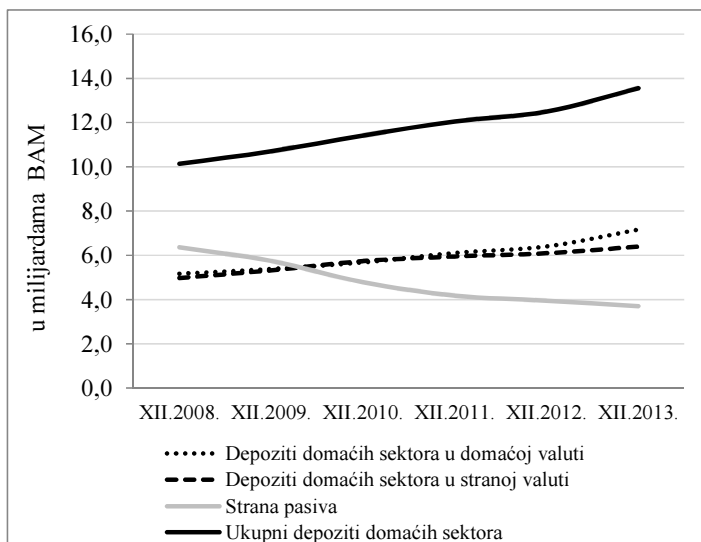
policymaker), šta CBBiH misli o ekonomiji, njenom stanju i trendovima, i u kojem smjeru se kreću njena predviđanja.

U kombinaciji sa rastom domaće finansijske akumulacije (depoziti rezidenata) i padom ino akumulacije/strana pasiva u bilansima banaka (Grafikon 6) *reks* postaje osnova za ugovaranje pasivnih i aktivnih kamatnih stopa, a po ugledu na opštu praksu modeliranja zatezne kamatne stope, osnovica za određivanje „cijene“ dužničke docnje. *Reks* će se kroz evoluciju ovoga segmenta finansijskog tržišta, posebno ukoliko se CBBiH bude pretežno angažovala, na sekundarnom, a ne primarnom tržištu, nametnuti kao bezrizična kamatna stopa tj. kao kamatna stopa koja je dodijeljena najlikvidnijem domaćem dužniku. Bez *reks*-a ne može se vršiti riziko nadgradnja kamatnih stopa, a *reks* predstavlja referentnu tačku za određivanje kreditnog rizika, kroz proces upoređivanja (eng. benchmarking).

Drugi set dobitaka od *reks*-a se ogleda u smanjenju zavisnosti domaće ekonomije od svjetske kamatne stope, koja je na našem tržištu najčešće predstavljena u obliku EURIBOR, a rjeđe u obliku LIBOR-a. Ovo ne bi bio samo simboličan raskid sa stranim kamatnim stopama, na koje se ne može uticati, i koje ne moraju korespondirati sa fazom domaćeg ekonomskog ciklusa. Raskid je racionalne i ekonomske prirode, a ne puki hir, jer promjene u bankarskim bilansima, pasivi, pokazuju da domaća ekonomija ispoljava vrlo jasan i jak trend povećanja domaćih i smanjenja ino izvora finansiranja (Grafikon 6). Pored trenda bitna je i njegova priroda. Proces promjena u vlasničkoj strukturi depozita (rezidenti vs. nerezidenti) nije samo posljedica povlačenja ino kapitala, tj. strane pasive⁶, sa domaćeg tržišta koji je jednim djelom indukovan, a drugim autonoman, ili isknjižavanja strane pasive iz bilansa komercijalnih banaka. Glavna promjena u pasivi banaka je rast depozita rezidenata, tj. državljana Bosne i Hercegovine. Ovi depoziti su primarnog karaktera, a ne sekundarnog karaktera. Nastali su kao posljedica deponovanja sredstava u banci (primarni depoziti), a ne zbog mehanizma kreditne multiplikacije (sekundarni depoziti). Prije sedam godina (2008. godine) odnos strane pasive i domaćih depozita je bio 1:1,6, a u 2013. godini na jednu jedinicu strane pasive dolazi 3,7 jedinica domaćih depozita. Stopa kreditnog rasta, u zadnjih pet godina (2009 – 2013. godina), u prosjeku 2,5%, kad dolazi do značajnih vlasničkih promjena u bankarskim pasivama, je i suviše niska da bi mogla uticati na značajnu kreaciju sekundarnih depozita. Nakon „odlaska“ ino kapitala bankarski bilansi su popunjeni domaćom akumulacijom, a ta promjena, smanjenje zavisnosti domaćih banaka od ino kapitala, daje pravo i povod CBBiH, da kroz KEB instalira domaću *reks*, koja postepeno preuzima dio funkcija stranih referentnih kamatnih stopa. Sa smanjenjem strane pasive, koja je djelimično ugovarana sa pozivom na EURIBOR, smanjuje se uloga EURIBOR-a, a njegovu funkciju bi djelimično, trebala preuzeti *reks*. Kredibilnu *reks*, u BiH, može „proizvesti“ **samo CBBiH**.

Grafikon 6. Strana pasiva i depoziti domaćih sektora

⁶ Strana pasiva CBBiH, je pasiva u vlasništvu stranih rezidenata.



Izvor: CBBiH.

V Kompletiranje zaštitne mreže

Zbog izuzetnog značaja bankarskog sektora, karakteristike bankarskih poslova koji su „tuđi poslovi“ (u pasivi banaka su pretežno pozajmljeni izvori finansiranja), izuzetno jake eksterne ekonomije i eksterne disekonomije koja je vezana za bankarsko poslovanje, oko bankarskog sektora se formira zaštitna mreža (eng. safety net). Prvi dio zaštitne mreže je nadzor nad poslovanjem banaka – bankarska supervizija. Ona je u BiH instalirana tokom i poslije 1999. godine, i u međuvremenu mjenjana, popravljena i kvarena. Drugi dio zaštitne mreže je osiguranje ili zaštita depozita komercijalnih banaka, koji je takođe doživio regresiju⁷. Njegova glavna karakteristika je fiksna premija za osiguranje depozita od 0,3%, koja nije pomjerana od uvođenja zaštite depozita, za razliku od osigurane sume koja je nekoliko puta povećavana⁸. Treći, završni, dio zaštitne mreže oko bankarskog sektora je KEB, a to je ujedno i jedna od glavnih funkcija emisije banke, označena kao kreditor u krajnjoj nuždi, ili institucija posljednjeg utočišta (eng. lender of last resort, LOLR).

Ova funkcija emisije banke je komplementarna sa preostala dva segmenta zaštitne mreže. Kada je banka u sistemu nelikvidna, a solventna (gubitak manji od kapitala) kredit emisije banke pomaže ponovnoj restauraciji likvidnosti, dok se čeka obnavljanje redovnih novčanih tokova. Drugačija je funkcija KEB-a u slučaju istovremene nelikvidnosti i nesolventnosti banke; tada KEB služi za premoštavanje djela nelikvidnosti, drugi dio nelikvidnosti direktno ili indirektno pokriva osiguranje depozita, a bankarska supervizija i/ili ministarstvo finansija traga za potencijalnim kupcem banke. Bez KEB-a, a sa osiguranjem depozita i bankarskom supervizijom, finansijska stabilnost

⁷ Slabljanje kvaliteta zaštitne mreže će biti tema drugih istraživanja.

⁸ U radu nećemo istraživati opravdanost ovog povećanja, iako je naša preliminarna ocijena da povećanje osigurane sume nema ekonomsko opravdanje i da pored toga, paradoksalno, predstavlja varijablu koja smanjuje, a ne povećava stabilnost finansijskog sistema.

stoji ispod svojih potencijala. Bez KEB-a zaštitna mreža nije kompletna i ona funkcioniše na suboptimalnom nivou. Uvođenje KEB-a bi imalo i indirektne pozitivne efekte na stepen kvaliteta zaštitne mreže, jer novi zaštitni sloj, označava smanjenje rizika ulaganja u banke i neminovno, ali postepeno, smanjenjuje cijene svih bankarskih pasiva. Taj proces pod pretpostavkom *ceteris paribus* (sve ostalo jednako) bi trebao dovesti do smanjenja cijene kredita, a u izuzetno optimističkom scenariju i do sužavanja kamatnog raspona, što bi smanjilo troškove finansijskog posredovanja.

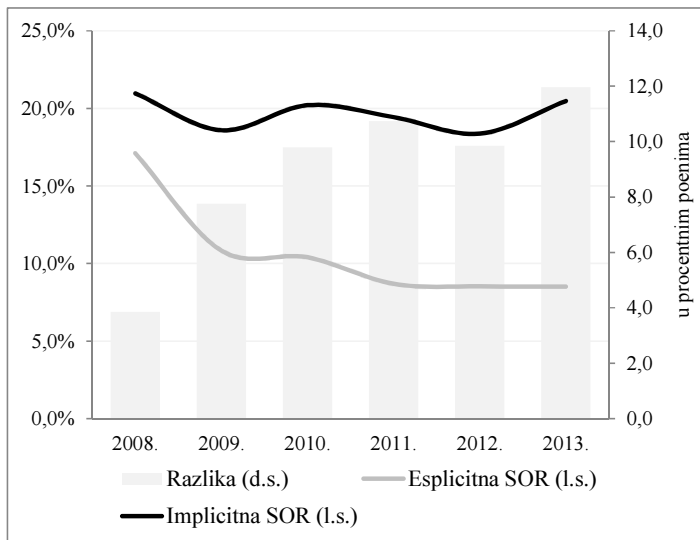
VI Selektivna kreditna politika

U bankarskim sistemima isključivo je komercijalnim (i investicionim) bankama povjerena uloga finansiranja privrede, što ne znači da i emisiona banka ne može direktno finansirati privredne subjekte. U okviru masovnih intervencija na finansijskom tržištu FED (emisiona banka SAD-e) je direktno, zaobilazeći banke, finansirao privredu i/ili nebankarske finansijske institucije.

CBBiH se ne bi morala ograničiti samo na kreditne odnose sa javnim sektorom, entitetskim i državnim vladama, i bankama, već bi mogla ući i u kreditne odnose sa nebankarskim sektorom tj. sa privredom. Selektivna kreditna politika (SEK) je postojala u ekonomskom sistemu kojem je BiH prethodno pripadala (Socijalistička Federativna Republika Jugoslavija). Napuštena je, jer je bila izvor diskriminacije u dodijeli kredita, pri čemu se posebno isticao nedostatak jasno definisanih, tržišnih, kriterija za dodijelu kredita što je vodilo ka tržišnim distorzijama i neekonomskoj alokaciji sredstava uz stvaranje povlaštenih sektora.

Novi povod za afirmaciju KEB-a kao vodećeg elementa kreditne politike, bi se mogao pronaći u neefikasnosti transmisionog mehanizma domaće monetarne politike, sa aspekta obavezne rezerve (Grafikon 7). Iz ovoga razloga se i FED odlučio da putem direktnog kreditiranja privrede premosti bankarski sektor i prevaziđe i pobijedi nespremnost banaka da višak likvidnosti stave na raspolaganje privredi. Na kraju 2013. godine naše banke raspolažu sa 1,8 mlrd. BAM iznad obavezne rezerve, implicitna stopa obavezne rezerve (u daljem tekstu SOR) je 20,5%, dok je eksplicitna SOR 8,51%.

Grafikon 7. Višak likvidnosti banaka kod CBBiH*



Izvor podataka: Ibid.

*Napomena: Implicitna SOR je računata stavljanjem u odnos prosječnog salda obaveznih rezervi i osnovice za obračun obaveznih rezervi. Explicitna SOR je računata stavljanjem u odnos prosječne obavezne rezerve i osnovice za obračun obaveznih rezervi.

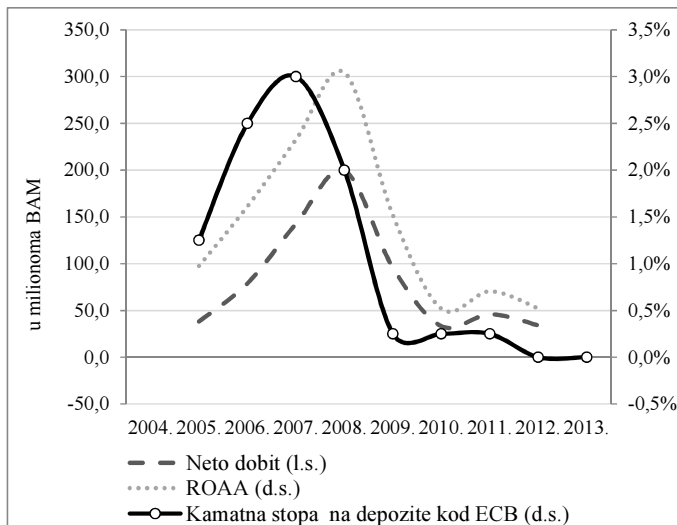
SEK je instrument ekonomske politike, koji bi se mogao iskoristiti za razvijanje poželjne privredne strukture i smanjenje nezaposlenosti. CBBiH se može odlučiti da smanji kreditni rizik i posluje preko komercijalnih banaka (na način na koji to npr. radi Investiciono-komercijalna banka Republike Srpske), ili da se direktno pojavi kao povjerilac u dužničko-povjerilačkim odnosima sa privredom.

VII Emisiona dobit

Kako CBBiH najveći dio prihoda ostvaruje po osnovu ulaganja deviznih rezervi monetarna politika ECB presudno utiče na emisionu dobit. Kada su evropske kamatne stope bile na vrhuncu, u 2007. godini i 2008. godini povrat na prosječnu aktivu CBBiH (ROAA) je bio rekordan 2,33% i 3,04% respektivno (Grafikon 8). Od 2008. godine ekspanzivna monetarna politika vođena, između ostalog, smanjenjem referentnih kamatnih stopa ECB (kamatna stopa na depozite kod ECB, eng. deposit facility), je smanjila prihode CBBiH po osnovu deponovanja sredstava kod ino banaka i po osnovu prinosa na strane dužničke hartije od vrijednosti.

KEB diverzifikuje izvore prihoda CBBiH, povećava domaću aktivu CBBiH, redukuje tržišni rizik i istovremeno, zbog više domaće od strane kamatne stope, relativno povećava rentabilnost CBBiH. Viši iznos emisione dobiti se dodjeljuje državnom budžetu, doprinos entitetskih budžeta državnom se može smanjiti, a isti tako i budžetski deficiti entiteta, na osnovu smanjenja javnih rashoda.

Grafikon 8: Rentabilnost CBBiH i strana kamatna stopa



Izvor: CBBiH i ECB.

Zaključna razmatranja

U istraživanju smo identifikovali sedam razloga za uvođenje kredita be-ha emisione banke: 1) kreditni slom do kojeg je došlo nakon izvanrednog kreditnog rasta 2) istiskivanje privrede iz bankarskih bilansa, odnosno sa finansijskog tržišta 3) mogućnost smanjenja cijene javnog duga 4) uvođenje domaće referentne kamatne stope 5) kompletiranje zaštitne mreže 6) primjena selektivne kreditne politike 7) diverzifikacija izvora prihoda CBBiH i rast emisione dobiti.

Prelazak sa dvocifrenih stopa kreditnog rasta na negativne stope kreditnog rasta (ili izuzetno niske pozitivne stope kreditnog rasta) u potpunosti je poremetilo ustaljeni ritam ponude i tražnje za kreditnim novcem. Ostavljanje privrede bez kredita, u uslovima izuzetno visokog LtD, onemogućava njeno finansijsko restrukturiranje, pa se tako kriza, koja je u jednom dijelu samo kriza nelikvidnosti, pretvara u krizu nesolventnosti. Udjel privrede u ukupnim kreditima BSBiH nije značajno smanjen, ali to ne znači da je ponuda novca na istom nivou, jer je prosječna godišnja stopa rasta ukupnih kredita 2,95% (2013. godine), a u periodu od 2003. godine do 2007. godine bila je 22,7%. Uloga KEB-a u saniranju posljedica kreditnog sloma je da omogući transfer jednog djela kreditnog potencijala – koji je vezan ili će biti vezan u dužničkim hartijama od vrijednosti entiteta – ka privredi, tako što bi CBBiH kupovala hartije od vrijednosti entiteta, dok bi banke sredstava koja su planirala za ovu namjenu usmjerila ka kreditiranju privrede, što bi trebalo uticati na njeno brže i kvalitetnije operativno i finansijsko restrukturiranje.

Usljed smanjenja poreske osnovice, uzrokovane opštom kontrakcijom privrednih aktivnosti, došlo je do značajnog pada izvornih javnih prihoda, koje su entitetske vlasti, vođene načelima ekspanzivne fiskalne politike, nadoknadile povećavanjem javnog duga na finansijskom tržištu. Kupci javnog duga su u pretežnom dijelu domaće banke. Takva

politika ulaganja banaka, i opredjeljenost entiteta ka ekspanzivnoj fiskalnoj politici, istisnula je privredu sa finansijskog tržišta; od finansijskih instrumenata u posjedu banaka (2013. godine) samo se 0,3% odnosi na ovu klasu emitenata. Ulazak CBBiH na finansijsko tržište bi omogućio ravnopravniji bankarski tretman privrede na finansijskom tržištu, jer ne bi samo komercijalne banke bile jedina vrsta bankarskih finansijskih institucija prisutnih na tržištu javnog duga, a to bi podstaklo banke, da jedan značajan dio kreditnog potencijala, usmjere ka privredi.

Instalacija KEB-a stvara uslove za nižu cijenu javnog duga, i to na komercijalno-tržišnim osnovama, a ne čisto administrativnim. Opcija monetizacije budžetskog deficita, prema empirijskim dokazima (primjer Španije i Britanije) smanjuje cijenu javnog duga, jer se na strani tražnje pojavljuje, pouzdan i stabilan izvor, oličen u emisioj banci. KEB kao izvor tražnje za javnim dugom smanjuje kreditni rizik i obara cijenu javnog duga. Na našem finansijsko-bankarskom tržištu komercijalne banke se, na rok do godinu dana, finansiraju po nižoj kamatnoj stopi nego entiteti (Republika Srpska) na rok od 6 mjeseci, što predstavlja tržišnu anomaliju i odstupanje od teorije bezrizične kamatne stope.

Element KEB-a je kamatna stopa, što u našim uslovima znači pojavu, prvi put, prave, referentne kamatne stope (*reks*). *Reks* je baza za modeliranje anticiklične zatezne kamatne stope, a vremenom bi, zbog jačanja depozitnog potencijala rezidenata (na račun strane pasive) *reks* mogla preuzeti jedan dio uloge koju imaju svjetske kamatne stope (EURIBOR/LIBOR), i to ne samo na strani pasivnih bankarskih kamatnih stopa, već i aktivnih.

Zaštitna mreža oko bankarskog sektora nije kompletna ako nema KEB-a i zbog toga (zato što nije potpuna) ona je prividna. Bez KEB-a premija na osiguranje depozita je podcijenjena, a uloga bankarske supervizije precijenjena. Ako bi se instalirao KEB bankarska supervizija bi bila odgovorna CBBiH za istinitost finansijskih izvještaja banaka i posredstvom nje državi BiH i mnogo više bi morala voditi računa, nego što je to slučaj sada, da finansijski izvještaji banaka vjerno prikazuju stanje imovine, obaveza i kapitala, te bi se tako značajno smanjili, pod pritiskom CBBiH kao povjerioca banka, skriveni gubici u bankarskim bilansima. Pored toga CBBiH bi bila u prilici da kreditira nelikvidne, ali solventne banke, dok bi za vrijeme trajanja ovakvih kreditnih linija, menadžment banke i/ili bankarska supervizija radili na sanaciji problematične banke i animaciji kupca banke tj. potencijalnih novih vlasnika.

Selektivna kreditna politika je jedan od modela moguće primjene KEB-a. Ona ne bi trebala biti operativna sve dok se KEB dosljedno, i metodološki odgovorno, ne primjeni na bankarski sektor, nakon čega bi se krenulo u kreditiranje privrede, u početku u izvanrednim slučajevima, a kasnije u skladu sa širim ciljevima be-ha ekonomske politike.

KEB stvara uslove za diverzifikaciju prihoda CBBiH na domaćem tržištu i u domaćoj valuti, uz lakšu kontrolu svih vrsta bankarskih rizika. Prihod emisioj banke se transformiše u dobit, ona u prihod budžeta BiH, a indirektno zbog supstitucije jednog djela izvornih prihoda entiteta sa emisioj dobiti, smanjuje se budžetski deficit entiteta.

Svaki od sedam motiva za uvođenje KEB-a u naš monetarni režim može predstavljati zasebno istraživanje. Povodi za dodijeljivanje kreditne funkcije CBBiH su namjerno prikazani u izuzetno skraćenoj formi, između ostaloga i sa ciljem da se u stručnoj javnosti započne rasprava na ovu, za naš privredni sistem, izuzetno značajnu i neistraženu temu.

Predmet istraživanja nisu bili potencijalni negativni efekti koji bi mogli uslijediti nakon uvođenja KEB-a, kao ni precizan način rada emisije banke koja ima pravo kreditiranja domaćih subjekata. To su odvojene teme istraživanja, kojima treba posvetiti posebne studije i posebne istraživačke cijeline.

Povratak monetarnog suvereniteta bi označio početak izgradnje većeg stepena ekonomskog suvereniteta i veći stepen održivosti entitetskih budžetskih deficita, kao i kompletiranje funkcija bankarskog sistema, i proširenje njegove misije.

Da bi CBBiH postala „igrač“ na domaćem tržištu bankarskog kredita potrebno je izmjeniti Zakon o Centralnoj banci Bosne i Hercegovine. To je u nadležnosti Parlamenta BiH. Be-ha parlamentarci su birali građani i seljaci tj. ljudi. U praksi, i ekonomskoj istoriji, nije poznat primjer izgradnje efikasnog ekonomskog sistema bez neke vrste kredita emisije banke. Prilagođavanje bankarskog sistema društvenim tj. **ljudskim potrebama**, mora uvažiti činjenicu da je glavni cilj svake ekonomske politike smanjenje nezaposlenosti. Ekonomska politika ne može smanjiti nezaposlenost, ako ne raspolaže glavnim alatom – kreditom emisije banke.

dr Dragan S. Jović *

* Stavovi u radu su autorovi i apsolutno se ne odnose se na instituciju u kojoj radi.

Reference

1. Centralna banka BiH. Godišnji izvještaji za period 2004 - 2012. godinu. <http://www.cbbh.ba/index.php?id=36&lang=sr> (pristupljeno 09.03.2014. godine).
2. European banking federation. 2012. European banking sector, Facts and Figures. 2012.
3. Grauwe, De Paul. The European Central Bank as a lender of last resort, 18.08.2011.godine. Pristupljeno: <http://www.voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort> (pristupljeno 09.03.2014. godine).
4. The Economist. Central-bank lending to government serves a valuable, though risky, purpose, 05.11.2011. (<http://www.economist.com/node/21536567>, pristupljeno 09.03.2014. godine).