

Оригинални научни рад

Јелена М. ВИТОМИР*

Факултет за пословне студије, Мегатренд Универзитет, Београд

Ђорђе З. ЛАЗИЋ**

Влада Републике Српске – Министарство трговине и туризма, Бања Лука,
Република Српска

ОРТОДОКСНИ ВАЛУТНИ ОДБОР И ВАЛУТНИ ОДБОРИ ДРУГЕ ГЕНЕРАЦИЈЕ: ОПЕРАТИВНИ АСПЕКТИ

Апстракт: У овом раду спроведено је истраживање у пет земаља, у Босни и Херцеговини, Бугарској, Естонији, Литванији и Хонг Конгу, чији монетарни системи примјењују валутни одбор као режим монетарне политике. Истраживање је спроведено у периоду од 1995. до 2018. године. Основу истраживања чини употреба и анализа закона о централној банци за сваку наведену земљу. Кључне тачке које су анализирани у сваком закону су правне основе и монетарне операције. На бази експлораторног истраживања и компаративне анализе кључних тачака дошло се до сазнања да се у поменутих монетарним системима, који функционишу у валутном одбору, појављују значајне разлике. Разлике произлазе из правних основа у оперативним аспектима примјене монетарних операција. Управо на бази ових разлика које представљају чињенице дефинисане у појединим законима намеће се закључак да данас може са пуним правом да се говори о двије врсте валутних одбора, односно о ортодоксним валутним одборима и валутним одборима друге генерације.

Кључне ријечи: валутни одбор, централна банка, монетарне операције, фиксни девизни курс, конвертибилност.

УВОД

Предмет истраживања у овом раду су монетарни системи пет земаља који функционишу као валутни одбори. Експлоративно истраживање и компаративна анализа закона спроведена је кроз правне и оперативне карактеристике ових монетарних система. Полазећи од основних принципа

* доц. др, jelena.vitomir1@gmail.com

** доц. др, djordjebn@gmail.com

валутног одбора који се темеље на законском дефинисању пропозиција, циља, организације и монетарних операција, на бази компаративне анализе потврђене су сличности и разлике. Узимајући у обзир законодавну подлогу, ни један валути одбор од наведених нема формално правно дефинисан приступ економској политици и њеним циљевима, сви су искључиво усмјерени на фиксни девизни курс према валути сидра. Сви валутни одбори базирају се на правном основу. У домену функција, у ортодоксним валутним одборима, законом је дефинисана забрана кредитирања владе и пословних банака, док код валутних одбора друге генерације тај приступ је дозвољен али лимитиран. У погледу монетарних операција, у ортодоксном валутном одбору једини инструмент монетарне политике су обавезне резерве док се код валутних одбора друге генерације појављују каматне стопе и операције на отвореном тржишту као инструменти монетарне политике. У погледу задатака, у ортодоксном валутном одбору, централна банка је дужна да обезбједи пуну конвертибилност док код валутних одбора друге генерације централна банке не мора да обезбједи пуну конвертибилност покрићем валуте сидра. На бази ових разлика закључак је да се валутни одбор грана у два правца, један као класични или ортодоксни валутни одбор и други као валутни одбори друге генерације који имају одступања од класичних правила.

Рад је састављен из шест дијелова који обухватају правни оквир функционисања централних банака Босне и Херцеговине, Бугарске, Литваније, Естоније и Хонг Конга. У правном оквиру, који је обрађен кроз пет дијелова за сваку земљу посебно, обрађене су правне основе и монетарне операције као оперативни дијелови валутног одбора наведених земаља. У шестом дијелу је израђена компаративна анализа уочених разлика између земаља које функционишу по принципу класичног или ортодоксног валутног одбора и валутних одбора друге генерације.

1. ПРАВНИ ОКВИР ФУНКЦИОНИСАЊА ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ

Проглашењем независности Босне и Херцеговине (БиХ) у прољеће 1992. године, дошло је до грађанског рата. Грађански рат је трајао скоро четири године и завршио се у новембру 1995, парафирањем Дејтонског мировног споразума између БиХ, Републике Хрватске и Савезне Републике Југославије. Потписивањем Дејтонског мировног споразума БиХ је добила нове унутрашње границе, односно два ентитета Републику Српску и Федерацију БиХ. За вријеме грађанског рата у БиХ створена је велика директна и индиректна штета у вриједности преко 100 милијарди америчких долара која се манифестовала кроз уништење привреде и инфраструктуре БиХ. По завршетку грађанског рата, ниво производње у БиХ је пао на 20% од свог предратног нивоа

што говори о потпуном уништењу економије у БиХ. Чланом 7. Дејтонског мировног споразума¹, предвиђено је стварање независне Централне банке Босне и Херцеговине (ЦБ БиХ) као носиоца монетарних власти у БиХ. Истим чланом се директно и експлицитно забрањује штампање новца и директно кредитирање државе у првих шест година од потписивања Дејтонског мировног споразума. Дакле, пословање Централне банке је постављено кроз режим валутног одбора. ЦБ БиХ је почела са радом 11.08.1997. године.

1.1. ПРАВНЕ ОСНОВЕ ВАЛУТНОГ ОДБОРА БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ

Функционисање ЦБ БиХ утемељено је Законом о Централној банци Босне и Херцеговине из 1997. и осталих регулаторних прописа². На бази десет поглавља постављени су правни оквири функционисања који покривају опсег од оснивања, циљева, задатака, организације, монетарне политике, девизног курса па све до других прописа који уређују финансијски амбијент БиХ у извршењу својих дужности, Централна банка самостално доноси прописе. Такви прописи, смјернице и уште имају законску снагу на подручју цијеле БиХ. Према закону ЦБ БиХ је правно лице са пуним овлашћењима, на чијем челу се налази Управни одбор. Банка не може давати кредите креирањем новца и у том смислу дјелује као валутни одбор. Главно сједиште ЦБ БиХ је у Сарајеву, има монетарну власт у оба ентитета. С тим у вези, Банка има основане главне јединице у ентитетима које немају статус правног лица, оне дјелују у складу са одлукама Управног одбора и гувернера Банке. У оквиру овлашћења предвиђених Законом, Централна банка има потпуну независност од својих ентитета. Према закону о ЦБ БиХ, основни циљ Банке је одржавање стабилности конвертибилне марке у режиму валутног одбора, а задаци су: контрола монетарне политике уз поштовање валуте сидра, управљање девизним резервама, успостављање и одржавање одговарајућих обрачунских система, координација са агенцијама које су надлежне за издавање банкарских лиценци и вршење супервизије банака у ентитетима и да ставља и повлачи из оптицаја домаћу валуту придржавајући се строго правила валутног одбора. Валутни одбор у БиХ подразумијева пуну покривеност монетарне пасиве монетарном активом, неограничену конвертибилност конвертибилне марке (КМ) за валуту сидра по фиксном званичном курсу 1 КМ за 1ДЕМ, а од 1 јануара 2002. 1КМ за 0,511292 ЕУР. Узимајући у обзир да ЦБ БиХ дјелује по принципима валутног одбора, њена улога фискалног агента је специфична у смислу да мјенице (промисорне ноте) у име БиХ

1 <https://www.pfsa.unsa.ba/pf/wp-content/uploads/2018/01/Daytonski-sporazum-1995.pdf> [19.03.2021]

2 <https://advokat-prnjavorac.com/zakoni/Zakon-o-centralnoj-banci-BiH.pdf> [19.03.2021]

емитује Министарство финансија и трезора, а доставља их Централној банци на депоновање. Улога ЦБ БиХ као фискалног агента обухвата: вођење рачуна ММФ-а и министарстава финансија БиХ, повлачење средстава по одобреним аранжманима ММФ-а, извршавање финансијских обавеза према ММФ-у, обезбјеђење покрића од министарстава финансија за обавезе према ММФ-у и послове депозитара. ЦБ БиХ као банкар и фискални агент БиХ и јавних агенција не може пружати финансијску помоћ, укључујући кредит, за или у корист БиХ.

1.2. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ И ИНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

Узимајући у обзир да ЦБ БиХ од свог оснивања функционише у режиму валутног одбора, она је врло ограничена по питању инструмената монетарне политике. Практично, једини инструмент монетарне политике који јој је на располагању су обавезне резерве. Остали инструменти монетарне политике нису у употреби због режима валутног одбора. Од 11. августа 1997. године, стопа обавезне резерве је била 10%, у основицу за обрачун обавезне резерве су се укључивали само депозити и позајмљена средства у конвертибилним маркама од домаћих сектора, осим банака. Средства којим је банка одржавала обавезну резерву су били депозити пословних банака код Централне банке, салда рачуна резерви на крају сваког дана и просјечни износ готовине у трезорима банака. Од тада па до данас стопа и начин израчунавања стопе обавезних резерви су се мијењали неколико пута. У 2008. години са почетком свјетске економске кризе ЦБ БиХ је подигла стопу обавезних резерви на 18%, да би је у 2011. вратила на 10%, и данас је на том нивоу.

У циљу повећавања активе, Банка спроводи одређене монетарне операције тако што управља девизним резервама полазећи првенствено од принципа ликвидности и сигурности инвестирања. Наведено подразумијева да, уз одржавање високе ликвидности девизних резерви и прихvatљиву изложеност ризицима, настоји остварити повољне приносе на инвестиране девизне резерве уз осигурање високог степена сигурности. Портфељ девизних резерви изложен је првенствено финансијским ризицима, и то кредитном, тржишном (каматном и девизном ризику) те ризику ликвидности. ЦБ БиХ ограничава изложеност кредитном ризику улагањем првенствено у обвезнице одабраних држава зоне евра, те пласирањем депозита у одабране централне банке у зони евра, одабране пословне инобанке, уз услов да задовољавају стандарде подобности уговорне стране. Управљање кредитним ризиком врши се дефинисањем стандарда подобности и ограничења концентрације улагања у сваку појединачну земљу и поједину пословну инобанку. Каматни ризик, односно ризик смањења вриједности портфеља девизних

резерви због промјена каматних стопа, контролише се примјеном тзв. референтних портфеља, као и регулисањем дужине трајања укупног портфеља девизних резерви. Девизни ризик представља могућност да Банка оствари губитак због промјене вриједности девизне активе и девизне пасиве, као посједица могућег неповољног кретања девизних курсева валута у којима се држе девизне резерве у односу на домаћу валуту. Минимизирање овог ризика Банка врши држањем девизних резерви претежно у еврима, с обзиром на то да је курс конвертибилне марке фиксан у односу на евро.

Један од основних задатака вођења монетарне политике од стране Централне банке јесте постизање оптималне понуде новца. Понуда новца М1 у БиХ је ендогена због режима валутног одбора и условљена је искључиво растом монетарних резерви. У периоду од 1997. до 2014. понуда новца у БиХ се повећала за око тридесет пута. Забрана емисије новца у БиХ са једне стране ограничава понуду новца која утиче на стабилност цијена, а самим тим и на инфлацију. Због тога за инфлацију у БиХ не можемо да кажемо да је у претходним периодима имала високе вриједности узимајући у обзир ендогену понуду новца.

2. ПРАВНИ ОКВИР ФУНКЦИОНИСАЊА ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ БУГАРСКЕ

Народна банка Бугарске (НББ) има 135 година дугу традицију свог постојања и једна је од најстаријих националних институција успостављених одмах након обнове бугарске државе, 25. јануара 1879. Узимајући у обзир дефинисани период за истраживање, посебно треба нагласити период од 1996. до данас. Период од децембра 1996. до фебруара 1997. у Бугарској је забиљежен као период хиперинфлације, 1997. годишња инфлација је износила преко 1000%. Тај период карактерише пропаст стабилизационе политике и губитак кредитбилитета кључних институција Бугарске. Догађаји који карактеришу бугарску економију из тог периода своде се на употребу државних фондова за покриће платнобилансних дефицита, субвенционисање државних предузећа која су била у стечају, штампање новца за покриће дефицита Владе, финансирање дефицита државних предузећа у стечају од стране комерцијалних банака, рефинансирање комерцијалних банака проширивањем есконтних кредита, депресијација бугарског лева у односу на главне валуте, улазак економије у спиралу хиперинфлације итд. Тада је постало потпуно јасно да су основни разлози економске кризе у Бугарској лежали иза финансијске недисциплине и непоштовања закона и прописа. Финансирање стечаја преко политизације Народне банке је јасно довело до појаве моралног хазарда за све економске субјекте у Бугарској.

Оваква ситуација наметнула је потребу увођења механизма контроле понуде новца као крајњу мјеру повратка повјерења и кредитбилитета у финансијски систем који би водио оживљавању економије. У том периоду Бугарска се усмјерава на дизајнирање финансијског система унутар валутног одбора као механизма стабилизације и механизма финансијске дисциплине и тржишне културе за све учеснике у привреди.

2.1. ПРАВНЕ ОСНОВЕ ВАЛУТНОГ ОДБОРА БУГАРСКЕ

Од 5 јуна 1997. године НББ је независна институција која послује као правно лице у монетарном режиму валутног одбора по Закону о Народној банци Бугарске³. Главно сједиште се налази у Софији. Банка може имати своје филијале у земљи и у иностранству, као и свој печат и државна обиљежја. За свој рад одговара Народној скупштини Републике Бугарске, служи као фискални агент и депозитар државе Бугарске.

Основни циљ НББ је одржавање стабилности цијена путем одржавања стабилности девизног курса националне валуте и спровођења одговарајуће монетарне политике како је предвиђено законом. Од дана приступања Републике Бугарске Европској унији, поред одржавања стабилности цијена, Народна банка подржава општу економску политику Европске уније како је то предвиђено чланом 2. Уговора о оснивању Европске уније. Поред ових циљева, подржава и политику неинфлаторног раста што је обавезује и споразум из Мастрихта, затим има обавезу да регулише и контролише банкарски систем у циљу заштите интереса инвеститора кроз строгу и ефикасну супервизију банака, да функционише као зајмодавац у посљедњој инстанци и да помаже и развија функционисање платног система и финансијског тржишта како је то Законом предвиђено.

Правни основ Народне банке утемељен је Законом о НББ из 1997. и другим регулаторним прописима. На бази десет поглавља и седам амандмана постављени су правни оквири функционисања Народне банке од општих одредби, организационе структуре, функција и операција монетарне политике до осталих прописа који уређују функционисања монетарног амбијента Бугарске. Правни оквир функционисања је прилично прилагођен принципима ортодоксног валутног одбора што подразумева пуну покривеност монетарне пасиве монетарном активом, неограничену конвертибилност бугарског лева за валуту сидра по фиксном званичном курсу. Лев је новчана јединица Републике Бугарске и законско је средство плаћања које је обавезно и без икаквих ограничења прихваћено у платном промету. Од 5. јула 1999. примјењује се званичан курс лев-а према њемачкој марки и износи 1:1.

3 <http://www.bda-bg.com/file?id=3051.1680> [15.03.2021]

Уласком Немачке у Европску монетарну унију бугарски лев се везује за евро у односу 1: 0,5158. Од 2005. Народна банка има обавезу да размјењује лев за евро у неограниченим износима на цијелој територији Бугарске.

НББ дјелује као фискални агент и депозитар државе по основу закључених уговора по тржишним условима и цијенама. Банка не одобрава кредите и гаранције у било ком облику, укључујући куповину дужничких инструмената Савјету министара, општинама, као и другим државним и општинским институцијама, организацијама и предузећима. Банка може повећати кредите Владе за куповину специјалних права вучења од Међународног монетарног фонда, издатих од стране Управног савјета, под условима регулисаним законом. Међутим, постоје одређене разлике када је у питању функционисање НББ у режиму валутног одбора у односу на ортодоксни приступ валутног одбора, а што је такође дефинисано у оквиру Закона. Разлике су резултат специфичних разматрања за ефикасно функционисање и кредибилитет аранжмана валутног одбора у случају Бугарске.

Према закону, Народна банка је званични депозитар државе и истим је предвиђено да пословне банке држе обавезне резерве код ње. НББ формира понуду новца из емисије банкнота и кованог новца као и депозита Владе и обавезних резерви пословних банака, док се у ортодоксном валутном одбору понуда новца састоји искључиво из банкнота и кованица.

Најважнија разлика у одступању од принципа ортодоксног валутног одбора у погледу регулативе је што НББ има могућност да буде зајмодавац у посљедњој инстанци под одређеним условима који су прописани законом. Ова разлика је присутна углавном због кризе која је погодила банкарски систем и која је претходила увођењу валутног одбора. Зајмодавац у посљедњој инстанци, као функција, је строго ограничена у случају Бугарске, а флексибилност је дозвољена због кредибилитета валутног одбора. Зато закон дефинише јасну процедуру за случај зајмодавца посљедње инстанце који је у функцији системског ризика. Законом је предвиђено да се у оквиру Одјељења за банкарство обавља функција зајмодавца у посљедњој инстанци у случају појаве системског ризика на финансијском тржишту Бугарске. Одјељења за банке врши функцију под условима и законским прописима усвојеним од стране Управног савјета. Главне одредбе базирају се на следећем:

- у случају да ризик ликвидности банкарског система утиче на стабилност банкарског система, Народна банка може продужити кредите солвентним банкама за потребе одржавања ликвидности али само на основу залогe ликвидних средстава;

- тип ризика ликвидности је одређен у функцији дневних трансакција интегрисаних у банкарском систему за електронски трансфер (*BISERA - Banking Integrated System for Electronic Transfer*);

- кредити се могу продужити само до износа расположивих средстава у оквиру депозита банкарског одјељења са одјељењем за емисију;
- кредити се могу продужити само као привремена краткорочна подршка у трајању до 30 дана и не обнавља се више од два пута;
- одлуку о захтјеву за кредит доноси Управни одбор Народне банке по јасно дефинисаним процедурама кредитирања.

Може се закључити да успјех валутног одбора у Бугарској зависи од специфичног дизајна који произлази из прилагођавања валутног одбора и Народне банке у случају банкарске кризе у Бугарској. Узимајући у обзир слабу стабилност банкарског система у Бугарској у вријеме доношења валутног одбора, било је разумно да се напусти ограничење ове функције. То важи само за системски ризичне ситуације које су предвиђене законом и тешко да може бити злоупотријебљен оперативни принцип ортодоксног валутног одбора. Напротив, функција Зајмодавца посљедње инстанце у случају Бугарске је чак допринијела кредибилитету аранжмана валутног одбора у Бугарској.

Посљедња разлика између ортодоксног валутног одбора и валутног одбора у Бугарској односи се на конвертибилност домаће валуте. Тачније, бугарски лев није у потпуности кабриолет валута, значи да се замјењује неограничено за евро због ограничења у капиталним пословима који произлазе из старог закона о промету девизама и валутној контроли. Чланом 30. Закона о НББ, Банка има право да наплати провизију за валуту сидра у односу на лев у износу од 0,5% што представља још једну од разлика у односу на ортодоксни валутни одбор. Супротно томе, ортодоксни валутни одбор има пуну конвертибилност своје валуте.

2.2. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ И ИНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

НББ по Закону има право да спроводи кредитне операције, операције са племенитим металима, девизне операције, депозитне и финансијско-инвестиционе операције, операције везане за платни промет, операције везане за провизију и прекограничне банкарске операције.

У дефинисању општег курса монетарне политике, Народна банка обавјештава Савјет министара Републике Бугарске. У потпуно либералним системима, монетарне власти не могу да остваре потпуну независност монетарне политике и девизног курса. Према ортодоксном валутном одбору каматна стопа и квантитативна понуда кореспондира са фиксним девизним курсом валуте сидра и не треба да постоји простор за монетарне операције. Међутим, важно је напоменути и знати да је Закон о НББ дозволио одређени простор за вођење монетарних операција, те у складу са тим који проблеми могу настати њиховом употребом, а који су у супротности са принципима ортодоксног валутног одбора.

Обавезне резерве су предмет Уредбе о минималним обавезним резервама издате од стране Народне банке у складу са законом. Ниво обавезних резерви је постављен на 11% и није промијењен од усвајања валутног одбора у Бугарској, што је у складу са улогом обавезних резерви као инструментом монетарне политике те се њом утиче на монетарни мултипликатор и новчану масу промијењеном услова. У случају валутног одбора у Бугарској обавезне резерве играју углавном своју краткорочну улогу да сузбију прекомјерну осцилацију дневних тржишних каматних стопа.

Законом о НББ забрањене су операције на отвореном тржишту, јер НББ не може одобрити кредите у било ком облику Влади, осим потраживања у односу на куповину Специјалних права вучења од ММФ-а. Хартије од вриједности издате или гарантоване од стране Владе нису дозвољене резерве, оне могу послужити само као колатерал у случају зајмодавца у посљедњој инстанци како је Законом дефинисано.

НББ је обавезна да објави основну каматну стопу у складу са законом. Каматна стопа је најављена као просјечан принос за тромјесечне трезорске записе Владе за сваку аукцију одржану од стране одјељења фискалних услуга на примарном тржишту. Иако НББ не поставља него само објављује базну каматну стопу постоји контрадикција са правилима валутног одбора. Под фиксним режимом девизног курса само тржиште треба да одреди каматну стопу. Дугорочно овакав приступ може бити препрека за изградњу ефикасног финансијског тржишта, јер учесници избјегавају тржишта гдје се цијена може вјештачки контролисати.

Према старом Закону о промету племенитим металима и валутној контроли, Банка може да води откуп злата у Бугарској. Злато је укључено у међународне девизне резерве које покривају монетарну пасиву Банке. Дакле, куповина злата за бугарске леве је операција слична куповини резервне валуте. Ова функција је одсутна у ортодоксном валутном одбору. Ако тржишне снаге повећањем производње злата могу повећати количину новца у оптицају (размјена злата за резервну валуту, а затим у домаћу валуту), то није контрадикторно правилима ортодоксног валутног одбора.

3. ПРАВНИ ОКВИР ФУНКЦИОНИСАЊА ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ ЛИТВАНИЈЕ

Централна банка Литваније (ЦБЛ) има изузетно дугу традицију свог постојања, датира још из 1768. године. Међутим, због географске позиције Литваније као и свјетских ратова Банка је била у одређеним промјенама свог статуса. Послије првог свјетског рата 1922. године, стицањем независности Литванија уводи Централну банку као представника монетарних власти.

Банка добија ексклузивно право да штампа новац, регулише промет кованица и одржава стабилност монетарног система. Већ тада литас је био покривен златом, девизним резервама и хартијама од вриједности. Тадашњи курс је износио 10 литаса за 1\$ на бази златног покрића. Литас је представљао изузетно стабилну валуту све до совјетске окупације Литваније 1940. године. Окупацијом Литваније литас постаје забрањен, банке су национализоване, а ЦБЛ је регистрована у банкарски систем Совјетског Савеза. Новија историја Централног банкарства у Литванији везује се за распад Совјетског Савеза и 1990. годину. Тачније, Централна банка Литваније је основана 1. марта 1990. усвајањем Закона о ЦБЛ⁴. У том периоду се јављају и прве пословне банке у Литванији. У периоду 1990-1993. ЦБЛ није имала снагу да води сопствену монетарну политику јер је била у зони рубља, али 1993. године издаје литас и центас после 50 година. Увођењу валуте претходиле су високе резерве злата које је Литванија држала у егзилу у пет земаља (САД, Енглеска, Француска и Шведска), данас износ златних резерви је око 6 тона. Међутим, колапс тржишта, пад извоза, привредног раста, пад запослености и раст инфлације и системска банкарска криза довели су до потребе увођења валутног одбора.

3.1. ПРАВНЕ ОСНОВЕ ВАЛУТНОГ ОДБОРА ЛИТВАНИЈЕ

У циљу одржавања дугорочне цјеновне стабилности 01.04.1994. Литванија уводи валутни одбор као монетарни режим. Валута сидра тада је била амерички долар, курс је износио 4 литаса за 1\$. Кључни разлог везивања за амерички долар лежао је у спољнотрговинским трансакцијама Литваније и Америке у том периоду. У складу са валутним одбором, литас је имао покривеност монетарне пасиве девизном активом која се састојала из злата и референтне међународне валуте. Развојем економских веза са земљама Европске уније и стварањем одговарајућих промјена у валутној структури девизних резерви, Управни одбор ЦБЛ на челу са Владом 01.02.2002. проглашава евро за валуту сидра уз фиксни девизни курс 3, 4528 ЛТА за 1ЕУР.

Основни циљ ЦБЛ је постизање стабилности валуте, чија имплементација мора да: обезбједи поуздано функционисање валутног тржишта и систем кредита и подржи економску политику коју спроводи Влада Републике Литваније, под условом да је политика усаглашена са главним циљем Банке. Спровођењем својих циљева, ЦБЛ обавља следеће основне функције: ставља и повлачи валуту из оптицаја, може да сервисира рачуне органа власти и Владе Републике Литваније, организује продају и куповину државних обвезница

4 <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalActPrint/lt?jfwid=rivwzvpg&documentId=TAIS.21938&category=TAD> [18.03.2021]

и плаћа камате на њих, дјелује као регистар владиних обвезница, спроводи у складу са процедурама регулисаним законом монетарну политику, управља понудом новца и кредита користећи се операцијама на отвореном тржишту и другим средствима, штити и управља девизним резервама, златом и другим племенитим металима, утврђује поступак за домаћа и међународна плаћања, укључујући клиринг између банака и других привредних субјеката, издаје и одузима лиценце за рад домаћим и страним банкама и другим кредитним институцијама у Литванији и надзире њихову активности И поступа у складу са законским процедурама као банка свих банака у систему.

Ново функционисање ЦБЛ успостављено је Законом о Централној банци Литваније и другим правним актима о кредитним институцијама од 30.03.2004. На бази четрнаест поглавља и двадесет и девет амандмана успостављен је правни оквир функционисања ЦБЛ. Данас тај Закон изгледа другачије јер је Литванија од 2007. пуноправна чланица Европске уније, а од 2014. и Европског монетарног система. Самим тим литас је замјенио евро и Банка своје циљеве и функције је уградила у европски систем банака. Међутим, узимајући у обзир период истраживања, изузетно је важно сагледати по којим је принципима ЦБЛ функционисала у систему валутног одбора и какве је резултате имала у том периоду. Према Закону, ЦБЛ је правно лице, има печат државе, грб Републике Литваније, сједиште је у Вилњусу. Држава Литванија није одговорна за обавезе Банке, као што ни Банка није одговорна за обавезе државе Литваније. По Закону, ЦБЛ заступа државу Литванију пред међународним банкама и у другим међународним финансијским институцијама, као и на међународним конференцијама, савјетовањима по питањима монетарне, девизне и кредитне политике.

3.2. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ И ИНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

У домену монетарних операција, по Закону ЦБЛ може да употребљава инструменте монетарне политике. У домену монетарних операција улазе редисонтне операције, кредитирање банака, улога депозитара, операције на отвореном тржишту, одређивање обавезних резерви и каматне стопе.

У домену редисонтних операција, ЦБЛ је могла у складу са Законом да државне обвезнице промијени у неке друге финансијске инструменте, као и да одреди максимум редисонтних операција за сваку кредитну институцију посебно. Банка је могла да одобрава кредите у литасима пословним банкама у складу са Законом и процедурама. Одобрени кредити су морали бити покривени одређеном активом, државним обвезницама, ако је Влада у питању, племенитим металима и другим референтним страним валутама. Кредити су такође могли бити обезбијеђени државном гаранцијом или гаранцијом

поуздане кредитне институције. ЦБЛ је у складу са Законом имала право да прихвати депозите кредитних институција деноминоване у литасима. Операције на отвореном тржишту ЦБЛ је могла да користи да би повећала или смањила резерве у банкарском систему закључујући трансакције са банкама и то продајом дужничких инструмената Владе и других финансијских институција на секундарном тржишту, продајом властитих обвезница, орочених депозита и продајом стране валуте.

У циљу реализације основног циља, ЦБЛ је успоставила систем за регулацију девизног курса литаса. ЦБЛ управља овим системом и утврђује и објављује званични курс литаса према страним валутама. Банка може да се користи и другим инструментима монетарне политике, располаже, руководи и управља девизним резервама ради одржавања основног циља Банке и регулације система девизног курса литаса.

4. ПРАВНИ ОКВИР ФУНКЦИОНИСАЊА ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ ЕСТОНИЈЕ

Прва Централна банка Естоније (ЦБЕ) је основана 1918. године, а почела је са радом 3. маја 1919. године са 10 милиона марака основног капитала. Банка није функционисала током њемачких и совјетских окупација. Као и Централна банка Литваније четрдесетих година двадесетог вијека, ЦБЕ је регистрована и интегрисана у систем банака Совјетског Савеза. Распадом Совјетског Савеза, Банка је почела поново са радом 01.01.1990. године, када се почиње развијати новија историја централног банкарства у Естонији. Оно што је посебно интересантно је да је тај период, у свим земљама бившег источног блока, био захваћен политичким, финансијским и привредним кризама. Руска и азијска криза, и чињеница да је Естонија била тих година интегрисани дио совјетске привреде, директно су изазвале бројне номиналне и реалне шокове. Једно од кључних питања која су се тада постављала пред Естонију је био и избор монетарног режима при таквим условима у земљи и њеном окружењу. Одговор је ишао у смјеру стварања монетарног система чија би кредибилна и транспарентна монетарна политика водила успостављању стабилности привреде и интеграцији са међународним партнерима. Због високе инфлације која је у 1992. износила 1076%, ограничења експертизе у области централног банкарства, номиналних и реалних шокова, Естонија је спровела валутну реформу базирану на неколико закона који су представљали подлогу за увођење валутног одбора као монетарног режима. Циљ увођења валутног одбора био је најприје да се успостави легална баријера промјене девизног курса, односно да се обезбиди систем размјене домаће валуте за страну по фиксном девизном курсу.

4.1. ПРАВНЕ ОСНОВЕ ВАЛУТНОГ ОДБОРА ЕСТОНИЈЕ

Правни оквир функционисања ЦБЕ је развијен у сарадњи са Министарством финансија. Успостављен је Законом о Централниј банци Естоније 1993. у оквиру седам поглавља⁵. Од 1993. до данас у самом Закону су извршене одређене дораде и измјене узимајући у обзир да је Естонија 2011. постала члан европског монетарног система.

Према Закону ЦБЕ је независна институција, то је правна институција са Статутом и печатом која своје функције обавља независно од Владе државе Естоније и не одговара за обавезе Владе. Сједиште ЦБЕ је у Талину. Банка има право да отвара филијале и дивизије у Естонији и у иностранству које могу функционисати као независне јединице. За своје активности Банка подноси извјештаје Народној скупштини Републике Естоније.

Основни циљ ЦБЕ је одржавање стабилности цијена као и постизање других циљева економске политике у складу са Уговором о функционисању Европске уније. ЦБЕ дјелује као савјетодавно тијело према влади у вези питања везаних за економску политику при чему Влада не изводи закључке везане за економску политику без мишљења Банке.

Основни принципи валутног одбора у Естонији базирали су се на принципима ортодоксног валутног одбора. Принципи су подразумевали пуну покривеност монетарне пасиве монетарном активом, неограничену конвертибилност естонске круне за валуту швајцарске француске марку по фиксном званичном курсу у односу $1 \text{ ДЕМ} = 8 \text{ ЕЕК}$, а касније $1 \text{ ЕУР} = 15,6466 \text{ ЕЕК}$. У том периоду ЦБЕ су биле на располагању златне резерве које су повучене из Египта, из Енглеске, у износу од око 11,3 тоне и представљале су 90% девизних монетарних резерви које су покривале монетарну пасиву. Поред наведеног, ЦБЕ није могла водити аутономну монетарну политику, није спроводила интервенције и операције на отвореном тржишту, стабилност финансијског система се огледала у самодисциплини пословних банака.

Ендогена понуда новца је директно везана за аутоматску „стерилизацију“. По овим карактеристикама валутни одбор у Естонији је био доста близак принципима ортодоксног валутног одбора. По закону естонска круна није имала могућност девалмирања, девалвација је била могућа само уз одобрење Народне скупштине Естоније. Повјерење у конвертибилност развијало се кроз трансакције у текућем рачуну и биланс плаћања. Данас, ЦБЕ је ефикасна савремена банка која активно доприноси економском развоју и евро зони и Естонији. ЦБЕ је члан Европског система централних банака (ЕСЦБ) од 2004. када се Република Естонија придружила Европској унији. Од 2011. године Естонија се придружила евро зони и усвојила евро као своју валуту и постала је осамнаести члан евро система.

5 <https://www.eestipank.ee/en/node/29871> [15.03.2021]

4.2. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ И ИНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

Монетарна реформа је била базирана на монетарној политици. Принципи монетарне реформе постављени су кроз три закона 1992. године: Закон о валути, Закон о безбједности естонске круне и Закон о девизама. Закон о валути имао је за циљ да обезбједи примјену естонске круне на цијелој територији Републике Естоније, посебно са циљем изласка из зоне рубља у вријеме пуног економског хаоса. Закон о безбједности естонске круне је потврдио ортодоксне принципе валутног одбора, што је значило немогућност девалвације естонске круне без одлуке Скупштине. Границе техничке флукуације су биле у домену +/- 3%. Ово правило је било посебно значајно јер је на овај начин испоштован услов ЕРМ1. Закон о девизама је закон којим су дефинисане пропозиције девизног курса.

Током цијелог трајања валутног одбора у Естонији било је у просјеку 13% вишка средстава у односу на количину новца у оптицају. Као колатерал у почетку су употребљаване њемачке и америчке обвезнице јер је на њима био мали валутни ризик. Касније су у оптицају биле укључене обвезнице земаља из еврозоне. Практично, количина новца у оптицају је била покривена обвезницама најнижег рејтинга БББ за обвезнице које је емитовала нека држава. У оваквом амбијенту Централна банка није спроводила операције на отвореном тржишту и није подешавала висину каматне стопе. Међутим, постојала су два мања изузетка када су у питању операције на отвореном тржишту, а то су употреба финансијских инструмената депозитних сертификата и форварда.

Централна банка је дозвољавала банкама да купују депозитне сертификате али у ограниченом обиму до 30 до 60 милиона круна или од 1,9 до 3,8 милиона евра у периоду 1993 – 2000. године. Промет депозитним сертификатима се одвијао два пута мјесечно са циљем да се креира интра банкарско тржиште новца кроз ширење међусобног повјерења банака, и други циљ је био одржавање дневне ликвидности који је био захтијеван од банака учесница у финансијском систему. Овај алат је имао лимитиран утицај на повећање новчане базе и платни биланс. У извјесној мјери промет депозитних сертификата је помогао стабилизацији каматних стопа на тржишту новца. ЦБЕ је 1994-1995. понудила додатне гаранције комерцијалним банкама за кредибилитет фиксног девизног курса. ЦБЕ је котирала форварде и свопове на период од 7 година и закључивала уговоре са комерцијалним банкама.

Обавезне резерве су представљале други главни алат у валутном одбору Естоније. У почетку износ обавезних резерви је био 10% пасиве пословне банке. Обавезне резерве су постављене на дневном нивоу и на њих се није плаћала каматна стопа. Главни циљ држања обавезних резерви се није односио на монетарни мултипликатор него да се увјери јавност да банке

имају резерве за одржавање ликвидности. Прилично велике обавезне резерве амортизовале су дневна поравнања између комерцијалних банака. То се користило све док је круна била у оптицају. У каснијим периодима износ обавезних резерви је подигнут на 15%.

5. ПРАВНИ ОКВИР ФУНКЦИОНИСАЊА МОНЕТАРНИХ ВЛАСТИ ХОНГ КОНГА

Поред претходно наведених система валутног одбора, у овом дијелу ћемо се осврнути и на један од најуспјешнијих система валутног одбора у новијој монетарној историји. Хонг Конг је град држава, био је колонија Велике Британије, а данас је посебна административна област Народне Републике Кине под политиком једна земља два система – комунистички и капиталистички систем. То практично значи да Хонг Конг има изузетно висок степен аутономије која се огледа у сопственом правном и монетарном систему. Једино одбрамбени систем и дипломатија су под управом Пекинга. На бази овако постављеног система, данас град има једну од најлибералнијих привреда у свијету и представља међународни трговински и финансијски центар. У својој монетарној историји Хонг Конг је функционисао кроз пет монетарних режима. Након слободно пливајућег девизног курса седамдесетих година, 1983. године Хонг Конг уводи систем везаног девизног курса валутни одбор који је на снази до данас. Однос валута у режиму Валутног одбора Хонг Конга је 7,8 ХК\$ за 1\$ САД. Главни разлог увођења валутног одбора је био оштар пад валуте крајем 1982. године кроз три различита периода, а што је био резултат лоше економије.

5.1. ПРАВНЕ ОСНОВЕ ВАЛУТНОГ ОДБОРА У ХОНГ КОНГУ

Основни закон је разрађен у заједничкој кинеско – британској декларацији по питању Хонг Конга из 1984 године. Базични закон је проглашен прије успостављања централне банке као представника монетарних власти 1993. године⁶. Чланови базичног Закона од 109-113 директно позивају на одговорност Монетарна власт по питању принципа монетарног и финансијског система иако тада није експлицитно дефинисан статус централне банке. Према члану 109 Хонг Конг у оквиру специјалног статуса представља међународни финансијски центар. У прилогу политика за очување и даљи развој статуса Хонг Конга као међународног финансијског центра улази одржавање стабилности и интегритета финансијског система у Хонг Конгу.

6 https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/background-briefs/bg_brief_3/E_Section1.pdf [10.03.2021]

Члан 110 Основног закона – често се назива Устав Хонг Конга, према овом члану Влада Хонг Конга као специјални административни дио Кине формулише монетарну и фискалну политику, штити и надгледа слободне операције и финансијске послове и финансијска тржишта у складу са Законом. Хонг Конг долар је регуларна валута која се по закону примјењује као средство размјене на територији специјалног административног дијела, која циркулише и размјењује се без ограничења. Емисија валуте је повјерена влади Хонг Конга. По закону, валута у оптицају мора имати 100% покриће у резервном фонду. Влада Хонг Конга може да овласти одређене банке да врше емисију валуте по принципима прописаним законом у складу са аранжманом валутног одбора и одржавањем стабилности валуте. У том смислу у фокусу су три емисионе банке ХСБЦ банка (*HSBC - Hongkong and Shanghai Banking Corporation*), Стандард чартеред банка (*Standard Chartered Bank*) и Банка Кине (које су емисионе банке у Хонг Конгу), оне немају никакву могућност да утичу на монетарну политику. Емисионе банке су одговорне на захтјев јавности да размјењују депозите и валуту по курсу ХКД 7,80:1\$ УСД. Централна банка Хонг Конга (ЦБ ХК) ради са високим степеном аутономије у оквиру релевантних законских овлашћења у оквиру монетарних власти. Основни циљеви су:

- управљање валутном стабилношћу у оквиру везаног девизног курса према америчком долару. Главни циљ је одржавање стабилности у оквиру валутног одбора према валути сидра ХК \$ 7.80 за 1 \$ САД;
- промоција стабилности и интегритета финансијског система укључујући и банкарски систем. Структура монетарног система је одређена аранжманом валутног одбора, захтијевајући да монетарна база у Хонг Конгу буде најмање 100% у односу на количину новца у оптицају;
- помоћ у одржавању Хонг Конга као међународног финансијског центра укључујући одржавање и развој финансијске инфраструктуре;
- управљање девизним резервама.

5.2. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ И ИНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

Монетарне операције су акције предузете од стране Централне банке да спроводе монетарну политику, тако што утиче на цјелокупно тржиште новца и кредитне услове у привреди. Монетарне операције се састоје од употребе инструмената монетарне политике у складу са прописаним оперативним процедурама монетарне политике. Аутономија ЦБ ХК у обављању дневних монетарних операција у циљу спровођења монетарне политике утврђена је од стране Владе Хонг Конга са високим степеном одговорности и транспарентности. Монетарне операције у Хонг Конгу спроводе се

у складу са циљевима ЦБ ХК, а односе се на промоцију валутне и банкарске стабилности, ефикасно управљање службеним девизним резервама и развој финансијске инфраструктуре. Основне монетарне операције које спроводи ЦБ ХК један су од разлога иза којег стоји успјех валутног одбора у Хонг Конгу. Односно, успјех лежи у његовим дневним операцијама и једностраношћу режима овог валутног одбора. Једностраност режима произлази из формалне дискреције и обавезе да је ЦБ ХК спремна да прода америчке доларе по фиксној цијени што не подразумијева и обавезу да купи по тој цијени, нпр. купи САД 1\$ за ХК 7,75\$, а продаје 1\$ САД за 7,85\$ ХК. Примјена овакве логике о купивини и продаји америчких долара произлази из варијабилности на финансијском тржишту које садрже информације о могућности куповине америчких долара.

Поред одржавања стабилности девизног курса у функцији су и репо трансакције и кредити уз обезбијеђен колатерал који је покривен дужничким хартијама од вриједности. У случају потврђених девијација девизног курса ЦБ ХК предузима интервенције на девизном тржишту и на отвореном тржишту ради постизања стабилности девизног курса. Главни параметар за мјерење стабилности курса Хонг Конг долара је мјерен индексом девизног курса који је под утицајем САД долара као земље са којом Хонг Конг има највеће спољнотрговинске размјене.

Обавезне резерве представљају други моћан инструмент монетарне политике, али истовремено представљају и велики трошак за банкарски сектор. У Хонг Конгу стопа обавезних резерви није прописана, али постоји стопа пруденцијалних резерви које служе за међубанкарска поравнања у платном промету. Каматна стопа на те резерве је веома мала.

ЦБ ХК никада није употребила функцију зајмодавца у посљедњој инстанци до сада. Ово свакако произлази из разлога што Хонг Конг послује у режиму валутног одбора, али у случају моралног хазарда може да реагује и обезбједи ликвидност финансијских институција из вишка резерви. Основни предуслов за функцију зајмодавца у посљедњој инстанци је да ЦБ ХК процјени постојање системског ризика који проистиче из неуспјеха проблематичне институције да одржи своју ликвидност. Ово је свакако основни предуслов али не и једини. Додатни предуслови значе да проблематична институција поседује одређену стопу адекватности капитала, најмање 6%, односно да има одређену маргиналну солвентност, затим да има одрговарајући колатерал.

ЦБ ХК нема статус фискалног агента државе, у прошлости су ту функцију обављале комерцијалне банке. Као и код претходно поменутих валутних одбора, заједничке карактеристике валутног одбора Хонг Конга и ортодоксног валутног одбора своде се на пуну покривеност монетарне пасиве монетарном активом и дефинисању фиксног девизног курса. Међутим, једна

од главних карактеристика валутног одбора Хонг Конга, а која га чини различитим од ортодоксног валутног одбора и истовремено му додаје димензију валутног одбора друге генерације, је спровођење операција на отвореном тржишту. Управо операције на отвореном тржишту представљају један од главних разлога успјеха валутног одбора у Хонг Конгу као и развоја тржишта капитала.

6. КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА ОРТОДОКСНОГ ВАЛУТНОГ ОДБОРА И ВАЛУТНИХ ОДБОРА ДРУГЕ ГЕНЕРАЦИЈЕ

У табели 1. (Прилог 1.) представљена је компаративна анализа основних карактеристика ортодоксног валутног одбора и валутних одбора Босне и Херцеговине, Бугарске, Литваније, Естоније и Хонг Конга.

У случају ЦБ БиХ може се закључити да је на снази валутни одбор који по свим питањима има особине ортодоксног валутног одбора. Дакле, валутни одбор је дефинисан законом о ЦБ БиХ. У домену функција, ЦБ БиХ врши емисију новца у складу са правилима валутног одбора, а то је да је монетарна пасива покривена са 100% монетарним резервама у валути сидра и другом страном ефективом.

Затим, централна банка обавља функцију фискалног агента државе, што подразумева управљање дужничким операцијама и на крају у домену функција ЦБ БиХ нема функцију зајмодавца посљедње инстанце, односно не може да кредитира Владу и пословне банке у било којем случају.

По питању употребе инструмената монетарне политике, ЦБ БиХ има на располагању искључиво обавезне резерве. Кључни задаци су пуна конвертибилност домаће валуте за валуту сидра по дефинисаном фиксном девизном курсу. На крају, основни циљ ЦБ БиХ је стабилност девизног курса домаће валуте према валути сидра. Узимајући претходно ЦБ БиХ у потпуности представља примјер ортодоксног валутног одбора.

У случају НББ рад Банке је дефинисан законом о народној банци Бугарске. Основне функције НББ базирају се: на емисији новца у складу са правилима валутног одбора уз 100% покриће монетарне пасиве монетарним резервама и на обављању функције фискалног агента државе што подразумева координацију дужничким операцијама државе. У погледу забране кредитирања владе и пословних банака ортодоксни валутни одбор и валутни одбор Бугарске се разликују. Тачније, у Бугарској због претходне системске кризе која ја проузроковала нестабилност финансијског система Народна банка Бугарске има лимитиран приступ зајмодавца у последњој инстанци у случају системског ризика. Ова функција је одређена тачним законским нормама и кредитирање се одвија искључиво из вишка монетарних

резерви уз обезбјеђење кредита и прецизно дефинисан рок. Такође, разлика се јавља и у случају монетарних операција. Према ортодоксном валутном одбору једини инструмент монетарне политике су обавезне резерве, док код валутног одбора у Бугарској, поред обавезних резерви НББ објављује основну каматну стопу у складу са Законом. Каматна стопа је најављена као просјечан принос за тромјесечне трезорске записе. У остваривању задатака и ортодоксни и валутни одбор Бугарске имају обавезу обезбјеђења покрића монетарне пасиве монетарном активом и одржавање фиксног девизног курса домаће валуте према валути сидра. Међутим, поред претходних разлика присутна је још једна разлика. Тачније, бугарски лев није у потпуности кабриолет валута, значи да се замјењује неограничено за евро због ограничења у капиталним пословима који произлазе из старог Закона о промету девизама и валутној контроли. Чланом 30. Закона о НББ, Банка има право да наплати провизију за валуту сидра у односу на лев у износу од 0,5% што представља још једну од разлика у односу на ортодоксни валутни одбор. У оба случаја основни циљ централне банке је стабилност домаће валуте која се огледа у фиксном девизном курсу према валути сидра. На бази претходне анализе, може се рећи да валутни одбор Бугарске, у оперативном дијелу функција, монетарних операција и задатака разликује се од ортодоксног валутног одбора што га чини валутним одбором друге генерације.

Ортодоксни валутни одбор и валутни одбор ЦБЛ своје функционисање заснивају на законодавној подлози. Основне функције централне банке у оба случаја базирају се: на емисији новца у складу са правилима валутног одбора уз 100% покриће монетарне пасиве монетарним резервама и на обављању функције фискалног агента државе што подразумева координацију дужничким операцијама државе. У погледу забране кредитирања владе и пословних банака ортодоксни валутни одбор и валутни одбор ЦБЛ се разликују. Тачније, у Литванији монетарне власти имају лимитиран приступ зајмодавца у последњој инстанци у случају системског ризика. Ова функција је одређена тачним законским нормама и кредитирање се одвија искључиво из вишка монетарних резерви уз обезбјеђење кредита и прецизно дефинисан рок. Такође разлика се јавља и у случају монетарних операција. Према ортодоксном валутном одбору једини инструмент монетарне политике су обавезне резерве, док код валутног одбора у Литванији, поред обавезних резерви ЦБЛ објављује основну каматну стопу у складу са законом и има право да спроводи операције на отвореном тржишту које Банка спроводи да би повећала или смањила резерве у банкарском систему. ЦБЛ закључује трансакције са банкама и то продајом дужничких инструмената Владе и других финансијских институција на секундарном тржишту, продајом властитих обвезница, орочених депозита и продајом стране валуте.

У остваривању задатака и ортодоксни и валутни одбор Литваније имају обавезу обезбјеђења покрића монетарне пасиве монетарном активом, одржавање фиксног девизног курса домаће валуте према валути сидра и статус пуне конвертибилности, односно неограничена размјена домаће валуте за валуту сидра. У оба случаја основни циљ централне банке, је стабилност домаће валуте која се огледа у фиксном девизном курсу према валути сидра. На бази претходне анализе, може се рећи да валутни одбор Литваније, у оперативном дијелу функција, монетарних операција и задатака разликује се од ортодоксног валутног одбора што га чини валутним одбором друге генерације.

Ортодоксни валутни одбор и валутни одбор ЦБЕ своје функционисање заснивају на законодавној подлози. У случају Естоније, као што је раније наведене валутном одбору су претходила три закона: Закон о валути, Закон о безбједности естонске круне и Закон о девизама. Основне функције централне банке у оба случаја базирају се: на емисији новца у складу са правилима валутног одбора уз 100% покриће монетарне пасиве монетарним резервама и на обављању функције фискалног агента државе што подразумева координацију дужничким операцијама државе. У погледу забране кредитирања владе и пословних банака ортодоксни валутни одбор и валутни одбор ЦБЕ се разликују. Тачније, ЦБЕ има лимитиран приступ зајмодавца у последњој инстанци у случају системског ризика. Ова функција је одређена тачним законским нормама и кредитирање се одвија искључиво из вишка монетарних резерви уз обезбјеђење кредита и прецизно дефинисан рок. Такође, разлика се јавља и у случају монетарних операција. Према ортодоксном валутном одбору једини инструмент монетарне политике су обавезне резерве, док код валутног одбора у Естонији, поред обавезних резерви централна банка објављује основну и есконтну каматну стопу у складу са законом и има право да спроводи операције на отвореном тржишту продајом депозитних сертификата и форварда. У остваривању задатака и ортодоксни и валутни одбор ЦБЕ имају обавезу обезбјеђења покрића монетарне пасиве монетарном активом, одржавање фиксног девизног курса домаће валуте према валути сидра и статус пуне конвертибилности, односно неограничена размјена домаће валуте за валуту сидра. Међутим, и у овом сегменту валутни одбор Естоније има одступање од ортодоксног валутног одбора. Одступање се огледало у дијелу средстава у виду америчких и њемачких обвезница које су се употребљавале као дио монетарне активе који је служио за покриће монетарне пасиве, а што није пракса у случају ортодоксног валутног одбора. У оба случаја основни циљ централне банке, је стабилност домаће валуте која се огледа у фиксном девизном курсу према валути сидра. На бази претходне анализе, може се рећи да валутни одбор Естоније, у оперативном дијелу функција, монетарних операција и задатака уз валутне одборе Бугарске

и Литваније се разликује у односу на карактеристике ортодоксног валутног одбора, што га чини валутним одбором друге генерације.

Ортодоксни валутни одбор и валутни одбор Хонг Конга своје функционисање заснивају на законодавној подлози. Основне функције централне банке у случају Ортодоксног валутног одбора и валутног одбора Хонг Конга се потпуно разликују. У случају ортодоксног валутног одбора емисију новца врши централна банка у складу са правилима валутног одбора. У случају Хонг Конга емисију новца врши Влада, у складу са правилом валутног одбора, преко три пословне банке које имају статус емисионих банака, при чему исте немају никакв утицај на монетарну политику. У случају ортодоксног валутног одбора централна банка има статус фискалног агента државе, док код Хонг Конга Монетарна власт никада није дефинисан такав статус. У погледу забране кредитирања владе и пословних банака ортодоксни валутни одбор и валутни одбор Хонг Конга се разликују. Тачније, Монетарна власт Хонг Конга има лимитиран приступ зајмодавца у последњој инстанци у случају системског ризика. Ова функција је одређена тачним законским нормама и кредитирање се одвија искључиво из вишка монетарних резерви. Према ортодоксном валутном одбору једини инструмент монетарне политике су обавезне резерве, док код валутног одбора у Хонг Конгу стопа обавезних резерви није прописана, прописана је стопа пруденцијалних резерви која служе за међусобна поравнања између пословних банака. Затим, Монетарна власт објављује каматну стопу и спроводи операције на отвореном тржишту, док код ортодоксног валутног одбора то није случај. У остваривању задатака Монетарна власт Хонг Конга има обавезу обезбеђења покрића монетарне пасиве монетарном активом и одржавање фиксног девизног курса домаће валуте према валути сидра. Међутим, поред претходних разлика присутна је још једна разлика. Тачније, Хонг Конг долар није у потпуности кабриолет валута, значи да се замјењује неограничено за амерички долар. Ова карактеристика произлази из формалне дискреције и обавезе да је Монетарна власт у Хонг Конгу спреман да прода америчке доларе по фиксној цијени што не подразумеива и обавезу да купи по тој цијени. По питању дефинисаних циљева постоји разлика између карактеристика ортодоксног валутног одбора и валутног одбора Хонг Конга. Тачније, прописани циљеви Монетарног ауторитета Хонг Конга су стабилност домаће валуте према валути сидра, стабилност финансијског система, промовисање Хонг Конга као међународног финансијског центра и управљање девизним резервама. Код ортодоксног валутног одбора основни циљ је стабилност домаће валуте према валути сидра. На бази претходне анализе, може се рећи да валутни одбор Хонг Конга, у оперативном дијелу функција, монетарних операција и задатака разликује се од ортодоксног валутног одбора што га чини валутним одбором друге генерације као што је случај са Бугарском, Литванијом и Естонијом.

ЗАКЉУЧАК

Од увођења валутног одбора, од деведесетих година претежно у земљама бишег источног војног блока, није било значајнијих дискусија о његовим оперативним карактеристикама. Узимајући у обзир наведено и анализу земаља у раду може се рећи да је заједничко за све земље којима је претходило увођење валутног одбора изразито јака криза са којом су се земље суочиле. Основни разлог увођења валутног одбора 1997. у Босни и Херцеговини је постизање унутарполитичког консензуса око јединственог финансијског система и стварање повјерења у исти, стварање повјерења у нову валуту послје грађанског рата, који је довео до привредног краха и великог губитка девизне штедње. У Бугарској валутни одбор је уведен 1997. године, претходила му је јака економска криза и крах финансијског система који је био праћен инфлацијом преко 1000%, као и злоупотреба Народне банке Бугарске. У Естонији је уведен 1992, а у Литванији 1994. које су се, због излаза из Совјетског Савеза, суочиле са економском кризом која је била праћена системским ризиком и високом инфлацијом, недостатком стручности по питању увођења монетарне политике и увођења нове валуте. Хонг Конг је увео валутни одбор 1983. усљед лоше економске ситуације и оштрог пада валуте.

Анализом земаља валутног одбора кроз правне и оперативне карактеристике уочене су разлике у самим системима, што валутни одбор грана у два вида, један као класични или ортодоксни валутни одбор и други као валутни одбори друге генерације. Полазећи од основних принципа валутног одбора који се темеље на законском дефинисању пропозиција, циља, организације и монетарних операција на бази компаративне анализе, може се потврдити разлика. Све земље експеримента сљеде правило забране емисије новца, покрића монетарне пасиве девизним резервама и дефинисања валуте сидра. Међутим, по питању зајмодавца у посљедњој инстанци, операција на отвореном тржишту, дефинисања каматних стопа, промета на тржишту капитала финансијским дериватима, законски оквири се разликују. Босна и Херцеговина је једина земља која се у потпуности уклапа у принципе ортодоксног валутног одбора док остале земље имају одређена одступања што их чини валутним одборима друге генерације. У принципу, земље са валутним одборима друге генерације чине ова одступања ради стварања кредибилитета монетарних власти и повјерења у финансијски систем. Узимајући у обзир законодавну подлогу, ни један валутни одбор од наведених нема формално правно дефинисан приступ економској политици и њеним циљевима. Дакле, валутни одбори, без обзира на то да ли је ријеч о ортодоксном приступу или о валутном одбору друге генерације, у свом фокусу искључиво држе или стабилност девизног курса према валути сидра или стабилност цијена.

ЛИТЕРАТУРА

- Bennett 1993: Adam G.G. Bennett. *The Operation of the Estonian Currency Board*. IMF Staff Papers, Vol 40. No. 2 (June 1993), URL: <https://www.jstor.org/stable/3867322?seq=1> [10.03.2016].
- Berensmann 2002: Kathrin Berensmann. *Currency Boards: A Monetary and Exchange Rate Solution for Transition Countries? The Cases of Estonia and Lithuania*. Baden Baden.
- Georgy 2009: Ganey Georgy. *Costs and Benefits of Euro Adoption in Bulgaria*. FINES Working Paper No. D.5.3, URL: <http://hdl.handle.net/10419/119502> [14.04.2015].
- Gerlach 2005: Stefan Gerlach. *Monetary Operations by Hong Kong's Currency Board*. *Journal of Asian Economics* 15, pp. 1119–1135. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1049007804001460> [11.05.2013].
- Ghosh-Gulde-Wolf 1999: Atish R. Ghosh-Anne-Marie Gulde-Holger C.Wolf. *Currency Boards: The Ultimate Fix? Working Paper of the International Monetary Fond No. 2*. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9808.pdf> [07.02.2013].
- Hanke-Sekerke 2003: Steve Hanke-Matt Sekerke. *How Bulgaria is Destroying its Currency Board*. *Central Banking Journal*, Volume XIV. No. 1. URL: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/articles/hanke-0308b.pdf> [15.11.2014].
- Kovačević 2003: Dragan Kovačević. *The Currency Board and Monetary Stability in Bosnia and Herzegovina*. BIS Papers No. 17. *Regional currency areas and the use of foreign currencies pp.58*, URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap17.pdf> [25.09.2017].
- Лазић 2018: Ђорђе З. Лазић. *Ујицај валујној одбора на циљеве економске полијике и макро-економску стабилноси у Босни и Херцеговини*. Докторски рад. Бијељина: Факултет пословне економије.
- Ross 2011: Märten Ross. *Challenges of Monetary Accession: the Case of Estonia*. Background paper for Euro-50 meeting in Brussels, 10/07/2002.
- Salater 2002: Wilhelm Salater. *The Choice of Monetary Policy Regimes in the Era of Globalization: Inflation Targeting Versus Currency Board*. The Conference Exchange Rate Strategies During EU Enlargement ICEG European Center, Budapest, pp. 27-30.

ПРИЛОГ 1.

Табела 1. Компаративна анализа карактеристика ортодоксног валутног одбора и валутних одбора друге генерације (страница у раду бр. 13.)

Ортодоксни валутни одбор	Правни оквир	Функције			Монетарне операције	Цуна конвертибилност	Задаци		Циљеви
		Емисија новца у складу са правилима валутног одбора	Фискални агент државе (корминира лужничким операцијама државе)	Забрана кредитирања владе и пословних банака			Обавезне резерве	Покривеност монетарне базе М0 монетарним резервама са 100% (валута сидра, злато, страна валута)	
Босна и Херцеговина	Детонски мировни споразум; Закон о централној банци Босне и Херцеговине 1997.	Емисија новца у складу са правилима валутног одбора	Фискални агент државе (корминира лужничким операцијама државе)	Забрана кредитирања владе и пословних банака	Обавезне резерве	Цуна конвертибилност	Покривеност монетарне базе М0 монетарним резервама са 100% (валута сидра, злато, страна валута)	Фиксни девизни курс домаће валуте за валуту сидра	Стабилност домаће валуте
Бугарска	Закон о народној банци Бугарске 1997.	Емисија новца у складу са правилима валутног одбора	Фискални агент државе (корминира лужничким операцијама државе)	Лимитирани пристојни зирмодовица у посредној инстанци у случају системског ризика	Обавезне резерве и обавезује кампајну сидру и сидрови инстанци	Оудајуване од цуне конвертибилности	Покривеност монетарне базе М0 монетарним резервама са 100% (валута сидра, злато, страна валута)	Фиксни девизни курс домаће валуте за валуту сидра	Стабилност домаће валуте
Литванија	Закон о народној банци Литваније 1990.	Емисија новца у складу са правилима валутног одбора	Фискални агент државе (корминира лужничким операцијама државе)	Лимитирани пристојни зирмодовица у посредној инстанци у случају системског ризика	Обавезне резерве, обавезује кампајну сидру и сидрови инстанци на отвореном биржашају	Цуна конвертибилност	Покривеност монетарне базе М0 монетарним резервама са 100% (валута сидра, злато, страна валута)	Фиксни девизни курс домаће валуте за валуту сидра	Стабилност домаће валуте
Естонија	Закон о валути 1992; Закон о безбедности естонске крупе 1992; Закон о девизама 1992.	Емисија новца у складу са правилима валутног одбора	Фискални агент државе (корминира лужничким операцијама државе)	Лимитирани пристојни зирмодовица у посредној инстанци у случају системског ризика	Обавезне резерве, обавезује кампајну сидру и сидрови инстанци на отвореном биржашају	Цуна конвертибилност	Покривеност монетарне базе М0 монетарним резервама са 100% (валута сидра, злато, страна валута)	Фиксни девизни курс домаће валуте за валуту сидра	Стабилност домаће валуте
Хонг Конг	Кинеско-Британска декларација о Хонг Конгу 1984. чланови од 109 до 113.	Емисија новца сидрови Влада Хонг Конга преко три емисионе банке	Нема сидрус фискалног агенца	Лимитирани пристојни зирмодовица у посредној инстанци у случају системског ризика	Обавезне резерве, обавезује кампајну сидру и сидрови инстанци на отвореном биржашају	Оудајуване од цуне конвертибилности	Покривеност монетарне базе М0 монетарним резервама са 100% (валута сидра, злато, страна валута)	Фиксни девизни курс домаће валуте за валуту сидра	Стабилност домаће валуте

Извор: Обрада аутора

Jelena M. VITOMIR

Ђорђе Z. LAZIĆ

ORTHODOX CURRENCY BOARD AND CURRENCY BOARDS
OF THE SECOND GENERATION: OPERATIONAL ASPECTS

SUMMARY

In this paper, a survey was conducted in five countries, Bosnia and Herzegovina, Bulgaria, Estonia, Lithuania and Hong Kong, whose monetary systems apply the currency board as a monetary policy regime. The research was conducted in the period from 1995 to 2018. The research is based on the use and analysis of central bank laws for each of these countries. The key points analyzed in each law are the legal basis and monetary operations. On the basis of exploratory research and comparative analysis of key points, it was found that significant differences appear in the mentioned monetary systems, which function in the currency board. The differences arise from the legal bases in the operational aspects of the application of monetary operations. Precisely on the basis of these differences, which are the facts defined in certain laws, the conclusion is that today we can rightfully talk about two types of currency boards, ie orthodox currency boards and second generation currency boards.

Key words: currency board, central bank, monetary operations, fixed exchange rate, convertibility.