

УДК/UDC 336.7 (497.6)
336.7 (497.11)
336.7 (497.5)

ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ РАД / *REVIEW ARTICLE*

Примљен: децембар 2011.

Received: December 2011.

Марко Ђого

Економски факултет Универзитета у Источном Сарајеву

СТАЊЕ ФУНДАМЕНТАЛНИХ МЕХАНИЗАМА НА КОЈИМА ПОЧИВАЈУ МОНЕТАРНИ СИСТЕМИ У БиХ, СРБИЈИ И ХРВАТСКОЈ

*Три некада централне републике бивше СФР Југославије определи-
јелиле су се за три различита оквира монетарне политике. Искуства
њихових грађана са овим рјешењима су различита, а у стручној јавности
расправе се најчешће свде на најочљивија питања као што су ин-
флација, стабилност девизних курсева, утицај монетарног система на
здравље финансијског система и сл. Међутим, кроз овај рад имамо на-
мјеру да испитамо много дубља питања, тј. да провјеримо да ли кључни
теоријски концепти који се налазе у основи одабраних оквира моне-
тарних политика функционишу у пракси. Резултати до којих смо дошли,
нажалост, нису охрабрујући и говоре да постоји несклад изабраног ок-
вира монетарне политике и околности „на терену“ (Србија), значајан
социјални притисак да се одгоди примјена постојећег механизма (БиХ) и
свјесно неутралисање кључног механизма са пребацивањем одговорно-
сти на друге нивое власти (Хрватска).*

Кључне ријечи: Хиксов механизам прилагођавања; Циљање инфлације;
Стерилизација токова девиза.

1. УВОД

Сваки монетарни систем има неки механизам на којем функци-
онише и који би требало да омогућује достизање пројектованих ци-

лева и дугорочну одрживост. При томе, одрживост у земљама које су одабрале неки облик флукутирајућег девизног курса, начелно, постиже се прилагођавањем номиналног девизног курса (и посљедичним прилагођавањем реалног девизног курса), док код земаља које су одабрале неки облик фиксног девизног курса долази до унутрашњег прилагођавања (инфлације или дефлације у зависности од спољнотрговинске позиције), којим се такође утиче на кретање реалног курса. Међутим, ова општа законитост има у пракси неколико битних изузетака које ћемо размотрити на примјерима БиХ, Србије и Хрватске.

Тако, у Србији која се начелно определијелила за флукутирајући девизни курс, постизање спољнотрговинске неравнотеже је циљ од секундарне важности за монетарне власти (НБС), док је основни циљ цјеновна стабилност која се постиже дијелом и кроз утицај на кретање девизног курса. У Хрватској су, с друге стране, власти (ХНБ) биле доста активне у операцијама стерилизације чиме се неутралише, теоријски гледано, дјеловање основног механизма прилагођавања у системима заснованим на фиксним курсевима. Стање у БиХ ћемо изнијети на почетку, будући да нам је ова земља послужила као полазна тачка јер се ради о држави са најчвршћим обликом фиксног курса (међу посматране три земље), те да монетарне власти БиХ (ЦБ БиХ) захваљујући сиромаштву усвојених инструмената монетарне политике заправо и не могу да изврше ефикасну стерилизацију.

2. БиХ – ХЈУМОВ МЕХАНИЗАМ ПРИЛАГОЂАВАЊА

Монетарни систем БиХ се сам по себи заснива на рјешењу које су власти Уједињеног Краљевства „измислиле“ за своје колоније у XIX вијеку. Овај механизам прилагођавања је, теоријски гледано, врло једноставан и описан је још средином XIX вијека, у доба тзв. „златног стандарда“, када је назван „Хјумов механизам прилагођавања“. Међутим, важно је знати да се тај механизам сматра не само основним механизмом за постизање дугорочне одрживости валутног одбора, већ заправо и одрживости свих режима фиксних девизних курсева. У основи, Хјумов механизам базирао се на логици по којој пад новчане масе изазван трговинским дефицитом (без могућности стерилизације) води рецесији, паду надница и посљедичној дефлацији. Дефлација, са своје стране, води до депрецијације реалног девизног курса чиме би требало да се поправља спољна конкурентност земље. Уз побољшану конкурентност земље, требало би доћи до раста девизних прилива, раста новчане масе, чиме би била успостављена равнотежа на вишем нивоу БДП-а.

Тако је у теорији. Да ли је овај механизам дјеловао у БиХ у про-
теклом периоду провјерићемо кроз сљедећу табелу:

Табела бр. 1
Макроекономски показатељи у БиХ, 2000–2010.

Година	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Трговински дефицит - у мил. КМ	5.868	6.470	6.892	7.180	7.193	7.749	6.661	8.101	9.432	6.669	6.352
М1 - у мил. КМ	1.401	2.692	3.007	3.113	3.535	4.102	5.070	6.159	5.996	5.888	6.300
М2 - у мил. КМ	2.467	4.669	5.071	5.496	6.831	8.075	10.032	12.211	12.642	12.910	13.820
Инфлација (CPI) %	4.8	3.1	0.4	0.6	0.4	3.8	6.1	1.5	7.4	- 0.4	2.1
Број запослених (анкета о радној снази) - у 000	-	-	-	-	-	-	366	347	272	272	315
Наднице (брuto) - у КМ	-	596	660	717	748	798	910	994	1163	1223	1250
Мултилатерални реални девизни курс	-	-	98,93	98,50	100,10	99,98	97,88	100,44	99,09	98,41	99,94

Извор: ЦБ БиХ, *Билтен* 2/2011, табеле бр. 5, 7, 8 и 50; Агенција за статистику БиХ,
Анкета о радној снази за 2008, 2009 и 2010, Сарајево 2008, 2009, 2010.

Као што се види, Хиксов механизам до 2008. год. практично није
никако дјеловао. Од доласка свјетске кризе, постоје назнаке да се овај
механизам активира. Те назнаке се виде у благом паду агрегата М1 и
дефлацији у 2009, и значајном паду запослености у 2010. год. Ме-
ђутим, континуиран раст надница, благе осцилације реалног курса, и
нагоре и надоље, па и повратак инфлације и новчаног агрегата М1 већ
у 2010, не говоре у прилог тврдњи да се ради о трајнијем прилаго-
ђавању.

Заправо, из претходних трендова уочава се значајна слабост Хик-
совог механизма: он не разликује изворе девиза. Тако, овај механизам
неће дјеловати све док земља има довољне капиталне приливе без
обзира на то о каквим изворима се ради. У пракси, земља може да има
континуиран трговински дефицит који дужи период покрива растом
спољног дуга који неутралише потребу за прилагођавањем све до
тренутка када се тај дуг акумулира на нереално високом нивоу, због
чега даље задуживање престаје. Наравно, могућ је и позитиван сце-
нарио у којем земља континуиран трговински дефицит покрива стра-
ним инвестицијама које мијењају привредну структуру која смањује
трговински дефицит до нивоа неутралисања. Који од ова два извора је
коришћен у БиХ, провјерићемо кроз податке из сљедеће табеле:

Табела бр. 2

Стање СДИ-а и спољног дуга у БиХ, 2010.

Година	2010.
СДИ	9.544
Дуг	8.255

Извор: ЦБ БиХ, *Билтен* 2/2011, табеле бр. 11, 32 и 49.

У анализи претходних података треба имати на уму да је преко три милијарде КМ, које су стране банке искористиле за куповину банака у БиХ и њихову докапитализацију, уписано у СДИ, а ради се заправо о средствима која су (поред стварне пасиве коју смо у нето износу уврстили у спољни дуг) искоришћена за подстицај кредитне експанзије у земљи. Без те три милијарде, стране директне инвестиције у реални сектор економије БиХ прелазе тек нешто више од шест милијарди КМ. Осим тога, горе предочен спољни дуг не обухвата спољни дуг привредног сектора, јер до тог податка нисмо успјели да дођемо, тако да је укупан спољни дуг свакако већи.

Имајући на уму претходне двије констатације, јасно је да се модел привредног раста који је БиХ користила у протеклом периоду доминантно базирао на задуживању.

Када ово задуживање престане (а свако задуживање има своју границу), и под претпоставком да власти БиХ неће одустати од система валутног одбора, те да СДИ неће изненада похрлити у БиХ, Хиксов механизам би могао да почне да дјелује. Међутим, у том тренутку прилагођавање би морало да буде изузетно велико па је самим тим упитно да ли ће бити социјално прихватљиво. Укратко, Хиксов механизам у условима у којима се налази БиХ имао би сљедеће карактеристике:

1. Био би *окутан* јер би подразумијевао даљи пад реалних надница у земљи у којој велики дио становништва већ живи испод границе сиромаштва.
2. Био би *спор*. Овакав начин прилагођавања конкурентности земље захтијева године патњи за становништво. Због тога је Влада Велике Британије (тада је министар финансија био Винстон Черчил) између два свјетска рата проводила програм присилног снижавања цијена и надница како би постигла исте ефекте не чекајући овај механизам да дјелује. Данас, почетком XXI вијека, власти (малих земаља као што је БиХ) немају могућност присилног спуштања цијена и надница па не могу ни да убрзају овај процес.

3. Постоје индиције да би био *неефикасан* за БиХ. То значи, да све и кад би се власти у БиХ одлучиле да сачекају дјеловање овог механизма, поставља се питање да ли би до тога дошло. Ово, из разлога што је привредна структура БиХ таква да се поставља питање утицаја реалног девизног курса на спољно-трговинску позицију земље.

Закључак: Хиксов механизам у БиХ у протеклом периоду није значајније дјеловао, а када би се и стекли услови да значајније дјелује, радило би се о дуготрајном, социјално неприхватљивом прилагођавању које би, вјероватно, изазвало напуштање постојећег принципа функционисања ЦБ БиХ.

3. СРБИЈА – ЦИЉАЊЕ ИНФЛАЦИЈЕ

У уводу смо већ навели да се Србија определијелила за облик флукутирајућег режима девизног курса у којем промјена номиналног девизног курса теоретски омогућава потребно прилагођавање за дугорочну одрживост система. То је омогућило монетарним властима Србије да се фокусирају на достизање цјеновне стабилности, што је проблем са којим се Србија суочава већ дужи период. При томе, и сам начин достизања цјеновне стабилности детерминисан је изабраним оквиром монетарне политике.

Тако, у систему циљане инфлације основни инструмент монетарне политике је референтна каматна стопа. Теоријски гледано, начин њеног коришћења је сљедећи. Када Народна банка оцијени да су инфлаторни притисци превелики и да угрожавају предвиђени ниво инфлације, повећаће референтну стопу. Повећање референтне стопе требало би да доведе¹ до раста активних и пасивних стопа комерцијалних банака. Раст каматних стопа привлачи токове капитала из иностранства, што опет води апрецијацији девизног курса. Тек, апрецијација девизног курса је фактор који утиче на смањење инфлације (директно – преко снижења цијена увозних производа и индиректно – преко смањења тражње кроз смањење извоза).

Међутим, теорија али и искуство бројних земаља показују да је за успјешно коришћење стратегије циљане инфлације неопходно да буду испуњени одређени услови.

¹ Раст референтне стопе, теоријски, преко репо-операција води смањењу новчане масе и посљедичном расту каматне стопе. Ипак, смањење новчане масе углавном је симболично и сувише мало да би се директно осјетио ефекат на смањење ликвидности због чега је важнији психолошки ефекат на понашање банака.

Ови услови прије свега односе се на:

1. Величину и отвореност земље;
2. Степен доларизованости (евроизованости);
3. Развијеност финансијског тржишта;
4. Величину инфлаторних очекивања;
5. Довољност дотока девиза;
6. Ригидност цијена, и
7. Уравнотеженост фискалне политике.

Земља идеална за коришћење ове стратегије, могла би се описати као велика, релативно затворена, ниско доларизована, са развијеним финансијским тржиштем, ниским инфлаторним очекивањима, релативно високим дотоком девиза из иностранства, флексибилним цијенама и надоље и нагоре и фискалном политиком која не подстиче прекомјерну потрошњу. Гдје је Србија у односу на овај идеал?

Крајем 2010, Србија је супротност свега што је потребно за не-сметано функционисање овог оквира монетарне политике. Она је мала, отворена, високо евроизована земља, са неразвијеним финансијским тржиштем, високим инфлаторним очекивањима, релативно ниским страним улагањима, цијенама ригидним надоље и предимензионираном јавном потрошњом. С обзиром на овакво стање, поставља се питање зашто су се онда монетарне власти Србије одређиле баш за овај оквир монетарне политике?

Овдје постоји неколико објашњења. Прво је теоријско. Како то објашњава проф. Диана Драгутиновић,² циљана инфлација има теоријску предност над класичним режимом фиксног курса при постизању цјеновне стабилности. Она то објашњава на следећи начин: „Интересантно је сагледати како канал девизног курса функционише у условима две различите монетарне стратегије. У режиму циљане инфлације и флексибилног номиналног девизног курса, прилив капитала долази прво на тржиште новца и девизно тржиште и утиче на номиналну апрецијацију девизног курса. Са погоршавањем спољне конкурентности, цене ће падати да би се успоставила одржива спољна позиција. Централна банка одржава стабилност цена смањењем рестриктивности монетарне политике што води депрецијацији курса и (жељеном) расту цена. На агрегатном нивоу, земља показује значајне флукуације номиналног и реалног курса које је враћају на 'равно-

² У тренутку када је писала ово објашњење, обављала је функцију вицегувернера Народне банке Србије.

тежну' вредност у дугом року. У режиму фиксног девизног курса, прилив капитала улази директно на тржиште робе (јер је тржиште новца и девиза ограничено одржавањем фиксног курса). Прилив капитала утиче на раст агрегатне тражње. Цене почињу да расту. Ово погоршава спољну конкурентност и резултира погоршањем спољне позиције земље. На макроекономском нивоу, истрајна апрецијација реалног девизног курса на крају ће довести до неодрживости спољне позиције. Једини начин да се ова ситуација учини одрживом јесте или раст продуктивности, или таква фискална политика која ће утицати на пад агрегатне тражње. Дакле, циљана инфлација је ефикаснија кад је контрола цена у питању, док су ризици кад је платни биланс у питању слични.³

Друго, практичније објашњење, на одређени начин надовезује се на горе изнесено, теоријско објашњење. Наиме, када се 2006. године НБС определијела прво за имплицитно, а затим и експлицитно циљање инфлације, Србија се налазила усред периода обимног дотока капитала који је водио апрецијацији номиналног курса. Како су у НБС закључили како курсом не могу да постижу и спољнотрговинске и цјеновне циљеве, дефинитивно су се определијели за ове друге. Значи, апрецијација номиналног девизног курса виђена је као начин за снижење стопа инфлације које су биле релативно високе током 2004. и 2005. године, када се НБС користила пузајућим режимом девизног курса (фиксирала реални курс) ради постизања спољнотрговинских циљева. Може се рећи да је те 2006, бар један услов за успјешно увођење циљане инфлације (обиман доток капитала тј. девиза) био испуњен, и да су се у НБС надали да ће овај период потрајати како би га искористили да у току њега смање инфлаторна очекивања, изврше бар дјелимичну деевроизацију, развију финансијско тржиште, те да влада смањи јавну потрошњу (у тим годинама држава је биљежила буџетски суфицит), чиме би били испуњени услови за функционисање овог оквира и након престанка обимног дотока капитала из иностранства.

Међутим, овај период релативног просперитета није дуго потрајао. Већ крајем 2008. године, у Србију долази свјетска економска криза која драстично умањује доток капитала из иностранства. Долази до девалвације курса упркос настојањима НБС-а да га стабилизује, чиме је постојећи монетарни оквир озбиљно уздрман. Овим

³ Д. Драгутиновић, „Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платно-билансних циљева и циљева инфлације“, *Стручни радови*, НБС, Београд 2008, 18 и 19.

негативним кретањима треба додати да релевантна истраживања показују да у Србији референтна каматна стопа и иначе има утицај само на кретање краткорочних активних каматних стопа комерцијалних банака.⁴ То, пак, није довољно да НБС, по потреби, изазове довољно дугорочне приливе капитала који би довели до одрживе апрецијације номиналног курса који би смањио инфлацију.

Закључак: Механизам који би требало да омогући НБС да достигне цјеновну стабилност више не дјелује ни технички (нема утицаја референтне стопе на курс), нити му околности иду на руку. Због свега, не чуди што је НБС од увођења експлицитног таргетирања у 2008. остварила инфлацију унутар најављених граница само у једној години (2009), и то углавном захваљујући последицама свјетске економске кризе која се одразила на тражњу у Србији. Укратко, и инфлација и девизни курс су НБС исклизули из руку иако је сама суштина овог механизма дјеловање на, и кроз њих.

4. ХРВАТСКА – ЕФИКАСНОСТ СТЕРИЛИЗАЦИЈЕ

Хрватска је изабрала блажи облик фиксног девизног курса који већина јавности у тој земљи назива класичним режимом фиксног девизног курса, док га ММФ третира као режим близак пузајућем курсу. О мјери у којој је курс куне стабилан спрема евра, можемо судити на основу следеће табеле:

Табела бр. 3
Курс куна/евро 2000–2010.

Год.	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Куна/€	7,5983	7,3700	7,4423	7,6469	7,6712	7,3756	7,3451	7,3251	7,3244	7,3061	7,3852

Извор: ХНБ, *Билтен* 66 и 171, табела Х9.

Из претходне табеле, види се да се ради о доста стабилном, али не и перманентно фиксном девизном курсу. Већ сама та чињеница ублажава дјеловање Хиксовог механизма прилагођавања иако је он у основи механизам на којем би требало да се заснива прилагођавање у свим земљама са фиксним курсом. Међутим, треба се сјетити да за дјеловање Хиксовог механизма власти не би смјеле да врше операције стерилизације кретања девизних прилива/одлива на новчану масу. То је у супротности са праксом ХНБ која је због обимних капиталних

⁴ М. Алексић, Љ. Ђурђевић, М. Палић, Н. Тасић, „Канал каматне стопе у условима доларизације: случај Србије“, *Стручни радови*, НБС, Београд 2008.

прилива у периоду 2001–2008. сматрала да је неопходно вршити операције стерилизације како се капитални токови не би прелили у инфлацију. О томе свједоче бројни наводи,⁵ па је због тога ефикасност стерилизације (у смислу отклањања утицаја на инфлацију) постала битно питање и за саму Народну банку Хрватске. Истраживању ефикасности стерилизације, унутар ХНБ-а посветили су се Ана Мартинис, Марко Мркаљ и Игор Љубај. Овдје ћемо само укратко пренијети закључке њиховог истраживања, водећи рачуна о теми нашег истраживања, тј. водећи рачуна да већа ефикасност стерилизације за нас заправо значи слабије дјеловање Хиксовог механизма прилагођавања у Хрватској.

Резултат поменутог истраживања за коефицијент стерилизације износи - 0,81, што значи да је ХНБ стерилисала преко 80 % капиталних прилива у посматраном периоду. Међутим, коефицијент се знатно мијењао у току овог периода. Тако, у првих неколико година, износио је близу - 1 (100 % стерилизација), да би у 2009. пао на - 0,69.

Резултат, за *offset* коефицијент, износио је - 0,48, што знатно умањује ефикасност стерилизације, будући да се добар дио директних ефеката стерилизације поништава индиректним ефектима (привлачење додатног капитала из иностранства као последица раста каматних стопа које стерилизација изазива). *Offset* коефицијент није се пуно мијењао током укупног периода, па је са почетних - 0,4 (из 2001. и 2002), дошао на - 0,53 (у 2007. и 2008).

Из горњих величина, поменути аутори извлаче сљедећи закључак: „Ипак, оцијењене вриједности коефицијената упућују на то да је, унаточ либерализацији капиталних токова и континуираном јачању прилива капитала тијekom времена, средишња банка успјела очувати релативно високу аутономију и учинковитост при вођењу стерилизацијске политике.“⁶

Тако, оцјена стручњака ХНБ-а о успјешности њихове институције у провођењу операција стерилизације испада доста висока.

За наше истраживање, то значи да се ХНБ практично одлучила да неутралише дјеловање Хиксовог механизма прилагођавања, што може имати своје оправдање у чињеници да монетарне власти не вјерују у способност земље да изврши платно-билансно прилагођавање кроз

⁵ Ž. Rohatinski, „Monetarna politika“, *Ekonomski pregled* 11-12/2004, 1018–1023.

⁶ A. Martinis, M. Mrkalj, I. Ljubaj, „Priljev kapitala i učinkovitost sterilizacije – ocjena koeficijenta sterilizacije i *offset* koeficijenta“, <http://www.hnb.hr/publikac/istrazivanje/i026.-pdf>, 10. децембар 2011.

унутрашње прилагођавање које води промјени (девалвацији) реалног девизног курса.

5. ЗАКЉУЧАК

Наше истраживање показује да монетарни системи БиХ, Србије и Хрватске имају озбиљне мањкавости које се огледају у практичној нефункционалности основних механизма на којима почивају. Тако, Хиксов механизам прилагођавања има реалну шансу да дјелује само у БиХ, захваљујући њеном једноставном монетарном систему и пасивности монетарних власти. Међутим, модел развоја који је у претходном периоду користила ова земља (базиран на задуживању) толико дуго је одгађао дјеловање овог механизма да ако у неко скорије вријеме овај механизам и почне дјеловати, то ће бити изузетно болно за грађане и привреду земље. Право је питање хоће ли у будућности тај модел уопште бити социјално прихватљив, тј. хоће ли власти истрајати у одбрани постојећег система док овај механизам не да резултате.

Србија је у специфичној ситуацији јер се званично определијелила за облик флексибилног девизног курса у којем власти преко референтне каматне стопе покушавају утицати на курс, како би постигли пројектовани ниво инфлације. Тиме, власти Србије одрекле су се покушаја да преко девизног курса утичу на платно-билансу позицију земље. Међутим, проблем је што ни циљ за који су се определијелили, тј. цијеновну стабилност, не могу да постигну захваљујући високом степену евроизације (који минимизира утицај референтне каматне стопе на курс), те негативним околностима у свјетској привреди које умањују шансе да овај оквир монетарне политике постане ефикасан.

На крају, и Хрватска користи облик стабилног девизног курса, али ХНБ дјелује на начин који *a priori* одбацује дјеловање Хиксовог механизма прилагођавања (снажне операције стерилизације). По овоме, власти Хрватске слажу се са властима Србије у процјени (не)моћи својих економија. Због тога, ХНБ (баш као и НБС) очекује прилагођавање на други начин. Тај други начин је спровођење структурних реформи у земљи, које би неутралисале трговински дефицит без обзира на умјерено кретање реалног девизног курса у било ком правцу. Тиме, ХНБ и НБС заправо „пребацују лоптицу“, тј. одговорност за сређивање платно-билансне позиције са себе на законодавну и извршну власт.

ЛИСТА РЕФЕРЕНЦИ

Библиографске референце

1. Агенција за статистику БиХ, *Анкета о радној снази за 2008, 2009. и 2010*, Сарајево 2008, 2009, 2010, <http://www.bhas.ba>;
2. Драгутиновић, Диана, „Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платно-билансних циљева и циљева инфлације“, *Стручни радови*, НБС, Београд 2008;
3. Лjubaj, Igor, Martinis, Ana, Mrkalj, Marko, „Priljev kapitala i učinkovitost sterilizacije – ocjena koeficijenta sterilizacije i ofset koeficijenta“, *Istraživanja*, HNB, Zagreb 2010;
4. Алексић, Милан, Ђурђевић, Љиљана, Палић Мирјана, Тасић, Никола, „Канал каматне стопе у условима доларизације: случај Србије“, *Стручни радови*, НБС, Београд 2008;
5. Rohatinski, Željko, „Monetarna politika“, *Ekonomski pregled* 11-12/2004;
6. ЦБ БиХ, *Билтен* 2/2011, Сарајево 2011, <http://www.cbbh.ba>.

Marko Đogo

Faculty of Economics,
University of East Sarajevo

CORE PRINCIPLES IN MONETARY SYSTEM OF BIH, SERBIA AND CROATIA: SITUATION IN PRACTICE

Summary

Three, once central republic of SFR Yugoslavia made three different choices about their monetary policy framework. Their citizens' experiences with this choice are quite different and even experts in this area mostly argue about issues like inflation, exchange rate stability, influence of monetary system on stability of finance system, etc. However, our intention in this paper was to address some underlying issues: whether the basic principles of those monetary systems framework are functional in practice. Unfortunately, the results we got are not encouraging and argue in favor of the claims that there is a vast disproportion between chosen monetary policy framework and real situation in the country (Serbia), that there is significant social pressure to delay functioning of basic adjustment mechanism (BiH), or central bank authorities work on neutralisation of key adjustment mechanism with transfer of responsibility to other levels of authority (Croatia).

Key words: *Hume price-spicie flow mechanism; Inflation targeting; Sterilization.*