

## Љубиша Владушић

Економски факултет Пале,  
Универзитет у Источном Сарајеву,  
БиХ

✉ ljubisa.vladusic@ekofis.org

### ПРЕДНОСТИ И НЕДОСТАЦИ ФИКСНОГ КУРСА (ВАЛУТНОГ ОДБОРА) У УСЛОВИМА ЕКОНОМИЈЕ БИХ

#### ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF A FIXED EXCHANGE RATE (CURRENCY BOARD) IN TERMS OF THE ECONOMY OF BOSNIA AND HERZEGOVINA

**Резиме:** Финансијско-економска криза која је погодила свјетску економију почетком 2008. проузроковала је: пораст јавног дуга и велики буџетски дефицит у многим земљама свијета, велики раст незапослености, смањење прилива иностраног капитала у земљама у развоју, интервенцију државе у спасавању великих финансијских институција и у покушају да се оживе тржишта капитала, као и потербу веће помоћи ММФ-а и других међународних фин-ансијских институција земљама које су најсна-жније погођене кризом. Као посљедица напријед наведених процеса, макроекономско окружење БиХ се значајно промијенило од тада до данас. Први знаци кризе у БиХ су почели у финансијском сектору, тачније у септембру 2008. повлачењем штедних депозита, али се убрзо криза пренијела и на реални сектор. Да ли је у оваквим условима фиксни курс (валутни одбор) успостављен већ 1997. био предност или недостатак за економију БиХ, било је актуелно питање за многе, углавном домаће, експерте. Увођење валутног одбора у БиХ, као супериорне институције у односу на класичну централну банку у транзиционим условима, требало је да има за циљ избегавање ингеренција и злоупотребу државе, појединих интересних и политичких група и манипулација централне банке, те стварања предуслова за обезбјеђивање цјеновне и валутне стабилности, потенцирање буџетске равнотеже, успостављање конвертибилности и кредибилности економске политике, подржавање спољне трговине, штедње и инвестиција, привлачење страних банака, финансијско интегрисање са развијеним земљама и слично. У овом раду је приказан преглед резултата анализираних појава везаних за фиксни курс у условима економије БиХ са одређеним препорукама: шта урадити да би недостаци фиксног курса били у будућности отклоњени.

**Кључне ријечи:** монетарна политика, фиксни курс-валутни одбор, отворена економија, апресација курса, фискални дефицит.

**ЈЕЛ класификација:** E52, E58.

**Summary:** Financial and economic crisis that hit the world economy in early 2008 caused the growth of public debt and large budget deficits in many countries, a high rise in unemployment, a reduction in foreign capital inflows to developing countries, a state intervention to rescue large financial institutions and to try to revive the capital markets, as well as a need for a larger assistance from IMF and other international financial institutions to the countries severely affected by the crisis. The BiH macroeconomic environment has significantly changed since then up to now, as a result of the above mentioned processes. The first signs of crisis in BiH began in the financial sector, specifically in September 2008 with the withdrawal of savings deposits, and soon the crisis spread to the real sector. The actual issue of interest for many experts, mostly local ones, was whether in these circumstances the Fixed Exchange Rate (Currency Board) that had been established in 1997 was an advantage or disadvantage for the BiH economy. The introduction of the Currency Board in BiH, as a superior institution in relation to the classical Central Bank in transition conditions, was aimed at avoiding interference and abuse by the state, certain interest and political groups and manipulation of the central bank, and the creation of conditions for the provision of price and currency stability, raising the budget balance, the establishment of convertibility and credibility of economic policy, supporting foreign trade, savings and investments, attracting foreign banks, financial integration with the developed countries, etc.. This paper gives an overview of the results of the analyzed phenomena related to the Fixed Exchange Rate in terms of BiH economy with specific recommendations: what to do to remove the disadvantages of the Fixed Exchange Rate in future.

**Key words:** monetary policy, currency board, open economy, appreciation of the exchange rate, fiscal deficit

**JEL classification:** E52, E58

## 1. УВОД

Финансијска глобализација, присутна посљедњих неколико деценија довела је до пораста учесталости финансијских криза и стога креирала низ изазова за монетарне власти, међу којима су изазов одржавања финансијске стабилности и дилема око избора адекватног девизног курса и монетарне политике. У садашњим условима централне банке, поред вођења рачуна о домаћем финансијском тржишту, морају да обраћају посебну пажњу на његову интеракцију са међународним финансијским тржиштима. При томе је јасно да ће изазови финансијској стабилности да се континуирано појављују и да ће наставити да се појављују у будућности без обзира да ли су централне банке спремне за њих или не.

Предности и недостаци валутног одбора манифестују се на различите начине, у периоду до финансијске кризе и у период настајања и трајања посљедица изазваних кризом од 2008. до данас. Уско посљедична интеракција финансијске кризе на валутни одбор и валутног одбора на макроекономске перформансе имале су своје позитивне и негативне трендове који нису у потпуности зависили од избора монетарног режима односно политике девизног курса.

Основни циљ увођења валутног одбора је био постизање повјерења у националну валуту, те стварање валутне и монетарне стабилности у земљи која је тек изашла из рата и која је пролазила кроз процесе транзиције. Повјерење јавности у БиХ се стиче и на основу постепеног уласка у монетарне интеграције у међународну конкуренцију. Монетарна политика би требало, у будућности, бити дизајнирана тако да допуњава и подржава развојну политику, али то није све. Уз стабилну монетарну политику треба јачати и ефикасније управљање спољнотрговинском политиком, политиком дохотка, јавним финансијама, индустријском политиком и политиком запошљавања.

Међутим, показало се да су предности фиксног курса и у условима надолazeћих финансијских криза далеко више допринијеле амортизовању негативних импликација кризе и очувању финансијског система него у државама у транзицији које су примјењивале флексибилнији облик режима девизног курса.

Сагледавајући основну улогу структуре аранжмана валутног одбора у јачању монетарне и финансијске стабилности у БиХ, уз уважавање ограничености подручја дјеловања постојећег режима монетарне политике и свакако узимајући у обзир садашњу ефикасност провођења, сматра се да не постоји потреба за промјенама постојећих оперативних процедура монетарне политике. Међутим, развој тржишта новца могао би се фокусирати на трансакције између самих тржишних актера.

У којој мјери је пословни амбијент за економију БиХ, са аспекта финансијске и монетарне стабилности, имао позитиван тренд и да ли фиксни курс и апresiasiја КМ директно или индиректно доприноси погоршању дефицита текућег рачуна, кључно је питање.

Поред низа предности које је потврдио фиксни девизни курс, а самим тим и валутни одбор у времену његове примјене у БиХ, евидентни су одређени недостаци који могу да угрозе одрживост монетарног одбора. На основу презентованих анализа, један од закључака је да постоји простор за модификацију и унапређивање модела валутног одбора али истовремено се указује на све ризике које те модификације могу да манифестују у БиХ.

## 2. ЕФЕКТИ ГЛОБАЛНЕ КРИЗЕ НА МАЛЕ ОТВОРЕНЕ ЕКОНОМИЈЕ

Финансијска криза је у посљедних неколико година прерасла у највећи глобални економски проблем и пријетњу економском расту и финансијској стабилности. Све ове године док криза траје договоране су мјере за њено заустављање, међутим реализација је била дјелимична а анализа свих узрока и могућих посљедица показивала је велике разлике у приступу кризи, поимању суштине кризе и могућим моделима за њено рјешење. Тако нпр., на једној страни акценат се даје на неодрживо висок ниво јавног дуга и фискалних дефицита, те реакције инвеститора на тржиште обвезница, на другој страни третира се проблем финансијског, посебно банкарског сектора и потреба његовог спашавања кроз интервенцију влада и међународних финансијских институција на даљој капитализацији банака, док се трећој страни говори о валутним кризама узрокованим платнобилансним дебалансима. У зависности од приступа од државе до државе или групе држава, суштина кризе је дакле имала различита

тумачења и недовољно адекватне мјере на спречавању даљег напредовања, што је проширивало притисак финансијских тржишта на нереална очекивања и кључни проблем стварања неповјерења.

Уколико се у еврозони<sup>1</sup> дешава системска криза валуте због проблема дужничке кризе у једној од држава (Грчка представља 2% еврозоне) то говори, са једне стране, да не постоји довољно усклађен механизам за координацију фискалних политика унутар еврозоне и да је тиме степен валутне рањивости изражен до нивоа валутне одрживости, а са друге стране појачава се притисак на ионако слабу економску одрживост и финансијску стабилност земаља у окружењу еврозоне, које углавном припадају групи земаља у транзицији.

Један од посљедњих самита лидера еврозоне суочио се са новим изазовима да се покаже спремност за компромис<sup>2</sup> који ће редуковати национални фискални суверенитет, успоставити фискалну унију и колективно надгледање и контролу, у циљу успостављања одрживих рјешења која су фокусирана на буџетску дисциплину и враћање повјерења у валуту. Исто тако у циљу враћања повјерења, нужно је да инвеститори, власници државних обвезница<sup>3</sup> морају бити заштићени од могућих даљи потенцијалних губитака у случају проблема у отплати. Иако коначно рјешење није у потпуности дефинисано, може се извести закључак да коначно постоји одлучност да се еврозона, као кључни ЕУ пројекат, сачува и учврсти, али то никако не значи да ће се моћи избјећи дуготрајне и озбиљне посљедице процеса стагнације и рецесије како у већини земаља еврозоне тако и у свим економијама везаним са ЕУ, којима засигурно припада и БиХ. За БиХ је важна еврозона и ради евра као резервне валуте конвертибилној марки и ради спољнотрговинских односа.

На основу напријед наведеног можемо казати да се текућа финансијска криза у првом таласу одразила на финансијски систем, а ускоро последице тога и директно на реални сектор земаља, отворене европске економије, упркос чињеници да су се комерцијалне банке с тих простора бавиле искључиво традиционалним банкарством. Самим тим, ефекти кризе нису заобишли ни БиХ, у којој су различите гласине о утицајима свјетске кризе и присуство нервозе у једном тренутку пољуљале повјерење становништва, што је у октобру 2008. године произвело притисак грађана на банке и повлачење нешто мање од 400 милиона ЕУР, односно 12% укупне штедње грађана код комерцијалних банака. С друге стране, банкарски ток оних неколико година кризе, притиснути несташицом и поскупљењем средстава на међународном тржишту капитала, значајно су поштрили критеријуме за добијање кредитних средстава и у више наврата прибјегли повећавању каматних стопа, што је директно утицало да се криза прошири и на реални сектор економије БиХ.

### 3. УТИЦАЈ АРАНЖМАНА ВАЛУТНОГ ОДБОРА НА МАКРОЕКОНОМСКЕ ПЕРФОРМАНСЕ

Генерално посматрано, све позитивне или негативне карактеристике стања у конкретној привреди не могу се у потпуности приписати избору монетарног режима односно политике девизног курса, мада кредибилне институције система могу бити одлучујуће у постизању задовољавајућих економских резултата.

Централна банка Босне и Херцеговине од оснивања, 1997. године, ради у режиму валутног одбора који подразумева:

1. чврст (законом утврђен) девизни курс домаће валуте према изабраној странијој валути<sup>4</sup>;
2. монетарне резерве на нивоу који покрива масу домаћег новца у оптицају;
3. слободну, неограничену конвертибилност домаћег папирног и кованог новца у резервну (страну) валуту по непромијењеном, чврстом девизном курсу.

<sup>1</sup> На еврозону као другу по величини економију на свијету се односи 14,5% глобалног БДП-а.

<sup>2</sup> ЕУ није успјела успоставити консензус о начину координације фискалних политика, Велика Британија није подржала ту идеју, али су лидери еврозоне показали одлучност да наставе радити у том правцу.

<sup>3</sup> Ради се о инвеститорима, власницима грчких обвезница, који су прихватили значајне губитке у аранжману који је сачинила ЕУ и МФИ.

<sup>4</sup> Од 1997. ДЕМ, а од 2002. ЕУР.

Кључну улогу у конституисању валутног одбора, у складу с Дејтонским споразумом, у Босни и Херцеговини имао је ММФ који је заступао становиште да се политика девизног курса у земљама с тржиштима у нарастању треба да се заснива на стратегијама девизног курса које омогућавају да неуспјех девизног режима буде мање извјестан (Doyle et al 2005). Аранжман валутног одбора представља једну од таквих стратегија и крајем 1998. године, овај аранжман је примјењивало 14 земаља. Друга често примјењивана стратегија је валутна супституција, позната и као доларизација, односно евризација.

У складу са принципима валутног одбора, основни циљеви монетарне политике у Босни и Херцеговини су стабилност вриједности локалне валуте према резервној валути и стабилност стопе инфлације<sup>5</sup>.

Конвертибилна валута и фиксни девизни курс елиминишу важне економске ризике – ризик девалвације и ризик неконвертибилности. Валутни одбор захтијева покриће домаће валуте одабраном резервном валутом или другим конвертибилним девизама или хартијама од вриједности, или резервама у злату.

#### 4. ПРЕДНОСТИ, КАРАКТЕРИСТИКЕ И ФУНКЦИОНИСАЊЕ ВАЛУТНОГ ОДБОРА НА ПРИМЈЕРУ БИХ

Систем валутног одбора јесте конзервативан, али захваљујући њему обезбијеђена је стабилност и конвертибилност конвертибилне марке, те ниска инфлација и кредибилитет економске политике. Валутни одбор нема никаква дискрециона права, већ се цјелокупна емисија и повлачење новца спроводи по унапријед утврђеним строгим правилима, односно његова монетарна политика је пасивна и потпуно аутоматска. Основни циљ увођења валутног одбора јесте стварање и очување повјерења у стабилност вриједности националне валуте. То треба да допринесе успјешнијем, бржем и рационалнијем развоју привреде, као и већем улагању страног капитала.

Увођење валутног одбора у БиХ требало је да има за циљ избјегавање ингеренција и злоупотреба државе, појединих интересних и политичких група и манипулација централне банке, те стварање предуслова за обезбјеђивање цјеновне и валутне стабилности, потенцирање буџетске равнотеже, успостављање конвертибилности и кредибилности економске политике, поспјешивање спољне трговине, штедње и инвестиција, привлачење страних банака, финансијско интегрисање са развијеним земљама и сл. (Demekas et al. 2002).

Главна предност валутног одбора је та што успоставља чврста правила којим се спречавају креатори економске политике да емитију новац без покрића. На овај начин, спречава се вођење политике меког буџетског ограничења на свим нивоима, јер не постоји емисија новца, односно директно кредитирање државе, банака и предузећа. Осим тога, валутни одбор олакшава платни промет, нарочито са иностранством, јер сва предузећа имају могућност да равноправно и легално конвертују националну валуту у резервну валуту (Vladušić 2010).

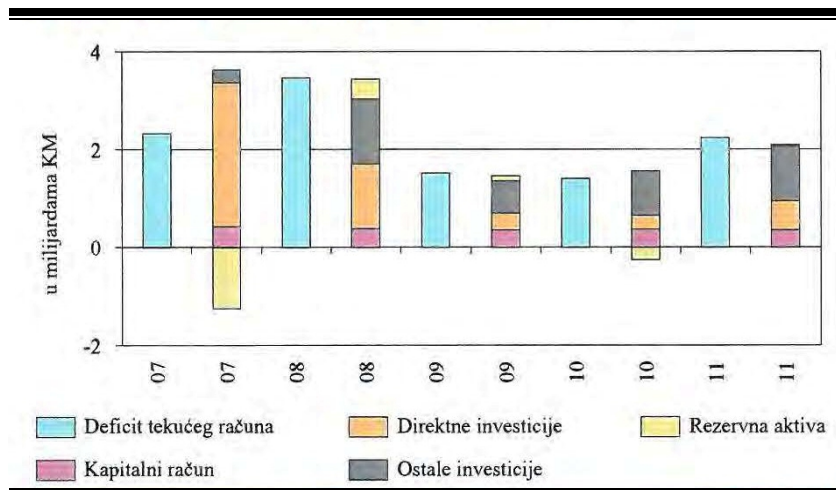
При томе, ЦББиХ нема могућност да штампа и издаје новац и да на тај начин генерише инфлацију. Са друге стране, систем валутног одбора подразумева и већу посвећеност ЦББиХ фиксном девизном курсу, тако да он може бити ефикасан у брзом сламању инфлације и смањењу извјесности шпекулативних удара на валуту.

Према Закону о ЦББиХ, главни циљ Централне банке Босне и Херцеговине је постизање и одржавање валутне стабилности, тако што издаје домаћу валуту у складу са правилима валутног одбора. При томе, режим валутног одбора значи чврсту опередијеленост земље за девизну стабилност, уз све предности и недостатке које носи фиксирање девизног курса. Валутни одбор у БиХ је створио стабилне услове привређивања и смањио трансакционе трошкове. Наравно, у оваквим условима могућности вођења независне монетарне политике су ограничене, а земља може бити под великим утицајем кретања краткорочног (шпекулативног) капитала. У условима

<sup>5</sup> У случају БиХ домаћа валута КМ, према закону о ЦББиХ има покриће у ЕУР-у као основној резервној валути уз могућност да у портфолију девизних резерви располаже до 5% и другим конвертабилним девизама или резервама у злату.

ниске конкурентности домаће привреде и позитивне стопе инфлације, фиксни девизни курс је подстицао увоз.<sup>6</sup>

Графикон 1: Финансирање дефицита текућег рачуна



Извор: СБВН.

Текући трансфери су у 2011. години били најзначајнија ставка којом се финансирао трговински дефицит, а најзначајнија ставка којом се финансирао дефицит по текућем рачуну била је зајмови у категорији остале инвестиције. С друге стране, негативни економски трендови у међународном окружењу настављени су и у 2012. години, што ће значајно утицати на ставку дознаке из иностранства. С обзиром да је БиХ склопила нови стэндбај аранжман с ММФ-ом, може се очекивати је да ће ставка зајмови на осталим инвестицијама бити у благом порасту и тиме ће постати најзначајнија ставка којом ће се финансирао трговински и дефицит текућег рачуна.

Међутим, треба имати у виду да је и у осталим земљама, које су у режиму валутног одбора, дефицит рачуна текућег платног биланса био виши у односу на земље које имају неки флексибилнији облик режима девизног курса.

У садашњим условима Централна банка Босне и Херцеговине утиче на домаћу ликвидност преко девизног тржишта, а не преко операција на отвореном тржишту. Потом, централна банка не примјењује маргине на понуду/тражњу (*bid/ask spread*) за безготовинске ЕУР/КМ трансакције преко инструмента купопродаје девиза (*forex window*), при чему се поравнање тих трансакција обавља на флексибилан начин прилагођавањем датума стандардног поравнања (до T + 2 за продаје евра) када је могуће, како би се задовољиле потребе пословних банака.

Функционисањем по принципима валутног одбора изграђен је висок степен кредибилитета и повјерења у домаћу валуту, што представља битан предуслов за даљи развој финансијског система, стабилизацију инфлаторних очекивања и убрзану номиналну и реалну конвергенцију према Европској унији. Стабилност девизног курса и стопа инфлације су од изузетног економског значаја за сваку земљу, с обзиром да се на тај начин грађанима даје могућност да сигурније планирају своје економске одлуке. Стога су стабилност инфлације и девизног курса од критичног значаја за инвестирање (нарочито када се ради о тако малој држави као што је БиХ, којој су потребна знатна приватна улагања или други облици прилива новчаних средстава из иностранства). На примјер, директне стране инвестиције, захваљујући између осталог и политици фиксног девизног курса, у цијелој Босни и Херцеговини износиле су 1,5 милијарди ЕУР у 2007. години, односно скоро 113,5% бруто домаћег производа. Мада су директна страна улагања као посљедица текуће глобалне финансисјке кризе у 2008. упола

<sup>6</sup> Погоршање дефицита текућег рачуна је започело већ почетком 2008, да би ипак дошло до благог опоравка током 2009. и 2010, али се негативан тренд наставља у 2011. години. Нпр., дефицит текућег рачуна у 2011. је погоршан у односу на претходну годину за 58,8%, односно на крају 2011. износио је 2,23 милијарде КМ. Овакав пораст дефицита је узрокован растом трговинског дефицита који је већи за 12,3% у односу на претходну годину.

мања, а у 2009. тренд пада се наставио и износио око 700 милиона ЕУР, што је мање од три процента БДП-а у тој години, може се рећи да актуелна политика девизног курса, односно аранжман валутног одбора, поред политичке и макроекономске стабилности, пословног амбијента и рејтинга земље, има позитиван утицај на привлачење страних улагања (Lim 2001).

## 5. ПОТЕНЦИЈАЛНЕ СЛАБОСТИ ВЕЗАНОГ КУРСА И АРАНЖМАНА ВАЛУТНОГ ОДБОРА

Поред наведених предности фиксни девизни курс, а самим тим и аранжман валутног одбора, има и одређене недостатке.

Први недостатак огледа се у чињеници да, уколико монетарне власти одржавају фиксни девизни курс, онда прилив капитала доводи (према монетарном приступу платном билансу) до повећања понуде домаћег новца што води ка расту надница и цијена роба које нису намијењене извозу (нетрговинске робе). У том случају реална апresiasiја узима форму инфлације. С друге стране, монетарне власти могу одговорити на прилив девиза дозвољавајући да домаћа валута апresiasiра у номиналном изразу директно проузрокујући реалну апresiasiјацију. Сличан проблем се јавља ако земља пропусти да девалвира своју валуту да би одржала реалан девизни курс када стопа домаће инфлације премаши стопу иностране инфлације. Као резултат тога везани девизни курс (*pegged*) постаје прецијењен и цијене трговинских роба у домаћој валути се држе на ниском нивоу у односу на цијене нетрговинских роба. То охрабрује домаћу тражњу да се помјера са нетрговинских сектора према трговинском сектору док се ресурси извлаче из трговинских и пребацују на нетрговинске секторе. Резултат таквог развоја је хронични дефицит платног биланса.

Други недостатак монетарног одбора је чињеница да монетарни одбор не гарантује фискалну дисциплину, мада претпоставља и промовише здраве јавне финансије. Пракса показује да су фискалне перформансе у земљама у којима је уведен монетарни одбор на задовољавајућем нивоу. Међутим, у случају потребе фискални дефицит може да се финансира кроз акумулацију јавног дуга и преко система плаћања.<sup>7</sup>

Одрживост монетарног одбора ће, сасвим извјесно, бити угрожена када се монетарни одбор установљава у земљи са ниском фискалном дисциплином тако да се развије тржиште владиних краткорочних хартија од вриједности. Постоји могућност да владине хартије од вриједности постану алтернативна валута, што може – и поред тога што је за то потребно вријеме – угрозити финансијску дисциплину. Имајући у виду ове ризике, као и одсуство дискреције у вођењу монетарне политике и политике девизног курса, у земљи са монетарним одбором фискална политика и фискална дисциплина имају посебан значај и из тог разлога ефикасно функционисање монетарног одбора у доброј мјери зависи од успјешности проведених фискалних реформи.

Трећи недостатак је да систем и механизам валутног одбора у БиХ постаје скуп. Наиме, сматра се колико је рационално да валутни одбор само орочава депозите уз камате или инвестира дио портфолија у државне хартије земаља високог кредитног рејтинга које, уобичајно, теже нули, док се пословне банке и реални сектор задужују уз високе тржишне каматне стопе, а да централна банка не омогући бар мултипликацију средстава изнад 100% покрића, дакле, нето слободне резерве, које су тренутно на нивоу око 500 милиона КМ.

Четврти недостатак система и механизма валутног одбора огледа се у могућем смањењу новчане масе у случају платнобилансног дефицита, што за посљедицу може имати додатни притисак на рецесионе ефекте. Валутни одбор поред тога што рјешава проблем транспарентности, који постоји у режиму таргетирања девизног курса, може да изазове и друге посљедице као што су: губитак независне монетарне политике и већу изложеност привреде ударима у националној економији сидро-државе, као и губитак способности централне банке да емитује новац и не обавља функцију крејтора посљедње инстанце. Ако се ипак деси да дође до

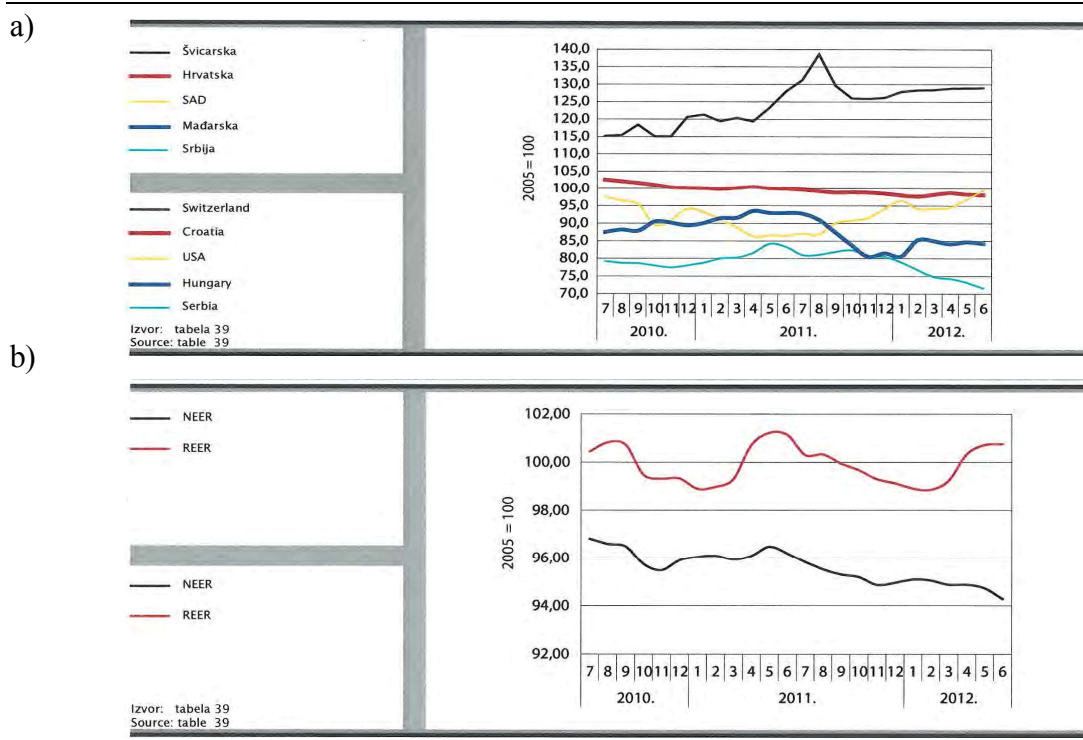
<sup>7</sup> Нека искуства такође упозоравају да је због високе мобилности капитала, и у случају да се дефицит финансира домаћим дугом, неминовно инфлаторно дјеловање фискалног дефицита. Тада фискални дефицит и криза дуга могу утицати да власти одустану од обавезе да бране паритет и апresiasiјација девизног курса може да угрози одрживост монетарног одбора.

шпекулативних удара на валутни одбор, конвертовање домаће у страну валуту довешће до значајне контракције новчане масе, што у великој мјери може да штети привреди (Mishkin 2005).

## 6. НАЈСКОРИЈА КРЕТАЊА ДЕВИЗНОГ КУРСА КМ

Најскорија кретања девизног курса КМ указују на постојање апресцијације курса КМ према скоро свим валутама главних трговачких партнера, током 2008–2012. год. Све промјене које показује курс КМ резултат су у највећој мјери промјене курса евра, дакле валуте сидра КМ, у односу на валуте главних трговачких партнера БиХ.

Графикон 2: Номинални курс КМ према одабраним валутама (а) и номинални и реални ефективни курс КМ



Izvor: CBViH.

На претходним графиканома може се видјети да се и у четвртном кварталу 2011. године наставља тренд смањења индекса номиналног ефективног курса од средине године, што представља индикатор даље номиналне апресцијације КМ. Смањење индекса реалног ефективног курса у четвртном кварталу 2011. године у односу на претходни квартал показује да је остварена даља реална апресцијација КМ и индикатор је погоршања цјеновне конкурентности домаће економије. Распон између REER-а и NEER-а током 2011. године је у децембру износио 4,08 процентних поена, а што је углавном резултат разлике у инфлацији с главним трговинским партнерима БиХ. Овај тренд се наставио и током 2012. године.

## 7. ОЦЈЕНА ЕФИКАСНОСТИ ПОСТОЈЕЋЕГ РЕЖИМА РАДА И ПРЕПОРУКЕ ЗА БУДУЋНОСТ МОНЕТАРНОГ ОДБОРА У БИХ

На основу свега наведеног закључује се да, и поред потенцијалних проблема, постоје бројни разлози који иду у прилог задржавању постојећег режима монетарне политике у Босни и Херцеговини:

- 1) за то постоји широка јавна подршка која је резултат генералне стабилности коју омогућава;
- 2) било би превише ризично увести нагле промјене – повјерење у домаћу валуту (КМ) опало би док становништво сачека да види како би алтернативна монетарна политика функционисала;
- 3) алтернативни типови монетарне политике, веома често, у већој мјери подстичу инфлацију, а не привредни раст;
- 4) валутни одбори су функционисали добро у другим земљама Источне Европе, које су задржале режим монетарне политике све до уласка у Европску унију.<sup>8</sup>

Такође, неки домаћи експерти сматрају да постоји простор за модификацију и унапређивање модела валутног одбора који се већ петнаест година примјењује у Босни и Херцеговини. Тачно је да неке од тих могућности у датим околностима могу бити примијењене, али свака од тих модификација носи своје дилеме и ризике, нпр.:

- 1) У случају да се нарастајући дефицит не може исфинансирати моделима: девизним приливима грађана, кредитима и повећањем јавног дуга или директним страним инвестицијама, сматра се да остаје могућност да се развије тржиште владиних краткорочних хартија од вриједности (емисија обвезница државе) или пак да централна банка примјењује функцију крајњег кредитора државе и банака. Међутим, постоји вјероватноћа да обвезнице различитих нивоа органа јавне управе постану алтернативна валута, што може, и поред тога што је за то потребно вријеме, угрозити финансијску дисциплину и финансијску стабилност. Друго, примјена кредитора крајње инстанце од стране централне банке носи ризик могућег нарушавања принципа покривености монетарне базе девизним резервама, због малог износа нето девезних резерви, а великих потреба, и тако угрози монетарну стабилност.
- 2) У случају када реална апресцијација узима форму инфлације, анализа перформанси реалног курса указују на могуће екстерне шокове у којима стопа домаће инфлације може да премаши стопу инфлације у земљи сидра валуте. Могло би да се постави питање са аспекта ризика за монетарни одбор: да ли је реалан приговор одређених експерата, зашто се у таквим условима потцијењеног курса КМ не би реализовало редифинисање курса домаће валуте у циљу одржавања реалног девизног курса.<sup>9</sup>
- 3) Ограничен ниво развијености домаћег тржишта новца у БиХ је дјелимично повезан са ортодоксним карактером аранжмана валутног одбора који наглашава управљање ликвидношћу на девизном тржишту, умјесто на домаћем међубанкарском тржишту. Стога се сматра да је могуће да се приближавањем моделу квазивалутног одбора предузимају, активирају и креирају модели који би омогућили Централној банци развој домаћег тржишта новца.

---

<sup>8</sup> Пошто је један од основних стратешких циљева економске политике у БиХ приближавање и интеграција домаће економије са економијом Европске уније, сасвим је разумно одржати везу конвертибилне марке и евра до самог уласка земље у Европску унију.

<sup>9</sup> Мада постоје одређени аргументи да би умјерен ниво инфлације био користан за босанскохерцеговачку економију, у смислу да би омогућио бржи привредни раст, претходна искуства на овим просторима су показала да би у таквим условим било немогуће одржати стопу инфлације, јер би постојали стални притисци за њеним даљим растом.



## 8. ЗАКЉУЧАК

Финансијска криза је у посљедњих неколико година прерасла у највећи глобални економски проблем и пријетњу економском расту и финансијској стабилности. Истовремено је финансијска криза постала највећи изазов за монетарне власти, међу којима су изазов одржавања финансијске стабилности и дилема око избора адекватног девизног курса и монетарне политике.

Дужничка криза у еврозони је засигурно најзначајнији ризик из међународног окружења за Босну и Херцеговину. Као посљедицу тога већ имамо смањење финансирања пословних активности у региону, као и изражено слабење потражње за робама и услугама из БиХ.

У таквим околностима, босанскохерцеговачка економија, која по природи припада групи земаља у транзицији, дакле малих и отворених економија, је изложена екстерним шокovima који угрожавају њену економску одрживост. Ако овоме додамо и могуће идентификоване слабости које долазе из домаћег макроекономског окружења, погоршање фискалне позиције земље, притисак на девизне резерве, те слабу домаћу тражњу и потенцијалне потешкоће с финансирањем дефицита текућег рачуна, тада с правом можемо казати да постоје ризици по финансијску стабилност земље.

У 2013. се очекује даљи притисак на девизне резерве услед доспијења дијела јавног спољњег дуга, те дијела страних обавеза банкарског сектора. Повратна спрега од финансијског ка реалном сектору у том случају би била изражена, тако да би постојала опасност од уласка економије у период стагфлације.

Позитиван тренд би се могао очекивати уколико би дошло до опоравка домаће потражње или значајног прилива страних инвестиција. Сваки пораст иностраног дуга резултира растом девизних резерви. Ради илустрације, ефекат најновијег стендбај аранжмана који је БиХ уговорила са ММФ-ом у 2012. увећао је ниво девизних резерви.

Сматра се, да би фиксни курс био одржив и да би дјеловао подстицајно прије свега на извоз и на привредни раст који се на њему заснива, било би потребно да реални курс буде у дужем периоду времена реално подцијењен. Дакле, курс би требало да је фиксиран на нивоу који обезбјеђује трајне суфиците у размјени са иностранством или, на други начин речено, бар у одређеном периоду бржи раст извоза од увоза. То би даље значило да би потрошња требало да се веома споро повећава, како би се обезбиједила висока домаћа штедња, којом би се финансирала домаћа улагања и инвестиције.

Ако би се десило да та промјена у склоности потрошњи и повећању штедње нису могући, фиксни курс ће бити тешко одржив. Зашто? Зато што ослањање на страну штедњу, што су прије свега страна улагања, неће довести до убрзања инфлације само уколико се строго контролишу доходи: плате, пензије, јавна потрошња. Имајући у виду евидентан фискални дефицит, отежану координацију фискалних политика, ниску стопу домаће штедње и инвестиција, у Босни и Херцеговини није било могуће обезбиједити контролу плата, а посебно потпуну контролу јавне потрошње.

Као консенквенца напред наведеног је: да је посматрани период углавном завршавао већом домаћом инфлацијом од инфлације у европској монетарној унији (простору резервне валуте – евра).

У овом раду је утврђено да је валутни одбор, или фиксни курс, имао своје позитивне ефекте и на економију БиХ као земљу у транзицији, да је генерално оправдао и потврдио позитивни тренд утицаја захваљујући својим предностима и у периоду глобалне финансијске кризе. Уз ригидну монетарну политику и хармонизоване активности супервизије банака и финансијског сектора у цјелини, валутни одбор је значајно допринио одрживости монетарне и финансијске стабилности.

Да ли је и у којој мјери валутни одбор имао и развојну функцију, као и чињеница да многи домаћи експерти наглашавају потребу његове модификације на принципима позитивних пракси кроз примјену у другим земљама, остаје да се анализира.

## ЛИТЕРАТУРА

- Barnanke, Bes; Thomas Lauback, Frederic Mishkin and Adam Posen.** 1999. *Inflation Targeting: Lessons from International Experiences*. Princeton: Princeton University Press.
- Chelsky, Jeffry; Daniel Kanda, John Norregaard and Wojcieh Malisewiski.** 2006. *Bosnia and Herzegovina: Selected Issues*. IMF Working paper, September.
- Demekas, Dimitry; Jimmy McHugh and Theodora Kosma.** 2002. *The Economics of Post Conflict Aid*. IMF Working Paper, no. 198.
- Doyle, Peter; Daniel Kanda, John Norregaard, Graham Slack, Iva Petrova, Nombuelo Wandwasi and Joerg Zener.** 2005. *Bosnia and Herzegovina, Selected Economic Issues*. IMF Working Paper May.
- Gosh, Atish; Anne-Marrie Gulde and Holger C. Wolf.** 2000. *Currency Boards: More Than a Quick Fix?*. Economic Policy.
- Hanke, Steve H. and Kurt Schuler.** 1994. *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*. San Francisco: ICS Press.
- Kahkonen, Juha and Scot Brown.** 2006. *Bosnia and Herzegovina: 2006 Article IV Consultation- Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; Statement by the Executive Director for Bosnia*. IMF Country Report no. 06/371.
- Lim, Ewe-Ghee** 2001. *Determinants of, and the Relation Between Foreign Direct Investment and Growth: A Summary of the Recent Literature*. IMF Working Paper, no. 175.
- McKinnon, Ronald. I.** 1964. Foreign Exchange Constraints in Economic Development and Efficient Aid Allocation. *Economic Journal*, 74.
- Obstfeld, Maurice and Keneth Rogoff.** 1995. The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, no. 4.
- Plakalović, Novo.** 2004. *Monetarna ekonomija, teorija, institucije i politika*. I. Sarajevo: Zavod za udžbenike nastavna sredstva.
- Vladušić, Ljubiša.** 2010. *Štednja i ekonomski rast u BiH*. I. Sarajevo: Ekonomski fakultet, Univerzitet Istočno Sarajevo.
- Williamson, John.** 2000. *Exchange Rate Regimes for Emergin Markets: Reviving the Intermediate Option, Policy Analyses in International Economics 60*. Washington: The institute of International Economics.
- CBBiH.** *Publikacije i bilteni Centralne banke Bosne i Hercegovine*. Sarajevo
- IMF.** *IMF World Economic Outlook*. Washington