

Senija Nuhanović  
Izudin Kešetović

**MONETARNA POLITIKA BOSNE I HERCEGOVINE  
KAO PRETPOSTAVKA MAKROEKONOMSKE STABILNOSTI**

**MONETARY POLICY OF BOSNIA AND HERZEGOVINA  
AS ASSUMPTION OF MACROECONOMIC STABILITY**

**Sažetak**

*Pored centralne banke kao temeljnog nosioca monetarne vlasti u zemlji, u određenim slučajevima (naročito poslije snažne finansijske krize, hiperinflacije, ratova...) uvodi se valutni odbor kao jedan od modela upravljanja monetarnom politikom. Iako je taj model prisutan više od dva stoljeća, u zadnje dvije-tri decenije ponovno se popularizira njegov značaj za nacionalnu privredu. Stoga se u predmetnom radu najprije prezentira historijat valutnog odbora kao najekstremnije forme vezivanja deviznog kursa i njegove osnovne karakteristike. Potom se vrši komparacija klasične centralne banke i valutnog odbora u cilju iznošenja osnovnih prednosti ali i nedostataka spomenutog aranžmana. U zadnjem dijelu rada prezentiraju se iskustva pojedinih zemalja, naročito na polju suzbijanja inflatornih trendova i postizanja monetarne stabilnosti s navedenim aranžmanom, s posebnim osvrtom na Bosnu i Hercegovinu. U tom kontekstu navodi se da su u dvanaestogodišnjem periodu postignuti nezanemarivi rezultati u sferi monetarne politike u Bosni i Hercegovini, ali se istovremeno naglašavaju potencijalne opasnosti po održivost valutnog odbora u narednom periodu i daju prijedlozi za njihovo eliminiranje ili reduciranje.*

**Ključne riječi:** monetarna politika, centralna banka, valutni odbor, devizni kurs, inflacija

## **Summary**

*Besides the central bank as the fundamental bearer of the monetary power in the country, in some cases (especially after a strong financial crisis, hyperinflation, wars...), currency board is introduced as one of the models for monetary policy managing. Even though the model has existed for over two centuries, its importance for national economy has once again been made current in the last two decades. For this reason, the history of currency board, which is the most extreme form of connecting foreign-exchange course, is presented first, together with its basic characteristics. After that, classical central banks are compared with currency boards in order to present the basic advantages, as well as disadvantages of that arrangement. In the last section of the work, experiences of some countries are presented, especially those in the field of suppressing the inflationary trends and reaching monetary stability with the arrangement discussed, with special reflection upon Bosnia and Herzegovina. It is emphasized in that context that, even though significant results have been achieved in the past twelve years in Bosnia and Herzegovina in the sphere of monetary policy, there are some potential dangers facing the viability of currency boards in the coming period. The authors propose solutions for elimination or reduction of those dangers.*

**Key words:** *monetary policy, central bank, currency board, exchange rate, inflation*

## **Uvod**

Valutni odbor (*currency board*)<sup>1</sup> predstavlja monetarno-deviznu instituciju koja osigurava pri fiksnom deviznom kursu punu konvertibilnost nacionalne valute. Pri valutnom odboru ekonomija funkcionira na bazi valute koja je rigidno vezana, odnosno zakonom fiksirana za vodeću valutu ili korpu valuta. On je veoma sličan zlatnom standardu jer zahtijeva mini-

---

<sup>1</sup> Engleski termin *currency board* nerijetko se u literaturi koja tretira ovu problematiku prevodi i kao monetarni odbor, odbor valuta, novčani odbor i sl.

malne 100%-tne rezerve u stranoj valuti kojim bi se podržala ponuda novca u zemlji i gdje se zemlja odriče prava da utječe na ponudu novca. Posljednjih godina spomenuti koncept privlači pažnju zbog postignutih uspjeha na polju makroekonomske stabilizacije u mnogim zemljama u kojima je bio uveden. Najvažnije performanse koje valutni odbor osigurava su: konvertibilnost, niska inflacija i kredibilitet ekonomske politike. MMF također veoma često protežira implementaciju navedenog koncepta kao segmenta sveukupnog stabilizacijskog programa. Komparativna analiza klasičnog valutnog odbora i centralne banke, kao i ostvarivanja antiinflatornih efekata i monetarne stabilnosti u konceptu valutnog odbora, centralne su tačke ovog rada.

### **Monetarna politika kao instrument makroekonomske politike**

Monetarna politika predstavlja jedan od veoma važnih instrumenata makroekonomske politike. Sastoji se iz emisione, kreditne i devizne politike, a usko je povezana s fiskalnom politikom u sklopu finansijske odnosno makroekonomske politike. Mogli bismo je definirati kao skup pravila, propisa, mjera i instrumenata kojima se u monetarnoj sferi društvene reprodukcije regulira nivo, struktura i dinamika novčane mase, kao i cirkulacija novca u prometnim kanalima reprodukcije. Radi se zapravo o konkretnom usmjeravanju privrednih tokova i procesa djelujući preko monetarnog sektora i koristeći se pritom osnovnim instrumentima (obavezna rezerva, eskontna stopa, operacije na otvorenom tržištu, selektivna politika). Glavni ciljevi monetarne politike su: ekonomska likvidnost, monetarna ravnoteža i stabilnost domaćeg novca i deviznog tečaja. Drugim riječima, osnovni cilj spomenute politike jest permanentno snabdijevanje repersistema novcem u mjeri koja je neophodna za neometano odvijanje plaćanja, uz istovremeno održavanje stabilnosti domaćeg novca i njegovog deviznog tečaja. Moguće je razlikovati sljedeće vrste monetarne politike:

- ekspanzivnu ( $M_s$  raste brže od BDP-a),
- restriktivnu ( $M_s$  raste sporije od BDP-a), i
- neutralnu ( $M_s$  raste proporcionalno s BDP-om).

Ekspanzivna monetarna politika je, kako se nerijetko naziva, politika tzv. jeftinog novca (niskih kamatnih stopa). Ona se efektira u sljedećem:<sup>2</sup>

- porast novčane ponude,
- smanjenje kamatnih stopa,
- povećanje investicija,
- povećanje BDP-a i proizvodnje,
- porast zaposlenosti.

Restriktivna politika, suprotno od monetarne, jest politika „skupog“ novca (visokih kamatnih stopa). Efekti restriktivne monetarne politike ogledaju se u:

- smanjenju novčane ponude,
- povećanju kamatnih stopa,
- redukciji investicija i BDP-a,
- smanjenju zaposlenosti.

Monetarna politika djeluje preko transmissionog mehanizma koji predstavlja proces posredstvom kojeg monetarna politika utječe na makroekonomske agregate, kao što su agregatna tražnja, proizvodnja i cijene. On se ispoljava kroz različite kanale, utječe na različite agregate i tržišta, promjenljivom brzinom i intenzitetom. Identifikacija transmissionih kanala omogućava da se utvrdi najefikasniji skup instrumenata monetarne politike i izbor početka njegove implementacije. Tekuća i očekivana monetarna politika utječu na tržište novca i finansijsko tržište. Promjene na tim tržištima dalje imaju utjecaja na tržište robe i usluga, i u konačnici na agregatnu tražnju, proizvodnju i cijene. Konačno, privredna aktivnost i inflacija povratno utječu na monetarnu politiku.

Osnovni modeli upravljanja monetarnom politikom su:

- konvencionalni fiksni tečaj,
- fleksibilni/plivajući tečaj,
- ciljana inflacija, i
- valutni odbor.

### **Valutni odbor - historijski razvoj i osnovne karakteristike**

Iako je ideja aranžmana valutnog odbora (*currency board*) prisutna već više od dva stoljeća, ona je i dalje prilično nepoznata i nedefinirana.

---

<sup>2</sup> [http://bs.wikipedia.org/wiki/Monetarna\\_politika](http://bs.wikipedia.org/wiki/Monetarna_politika) (mart 2009)

Kroz historijsku prizmu posmatrano, prvi valutni odbor uveden je u 19. vijeku (1849) u britanskoj koloniji Mauricius. Od tada pa do 1930-ih godina aranžmani valutnih odbora su pretežno bili uspostavljeni u britanskim kolonijama u Aziji, Africi, Karibima i Pacifiku, to jest bili su uglavnom kolonijalni valutni režimi vezani za države s dugoročnim specifičnim problemima. Poslije Drugog svjetskog rata oni postaju manje „popularni“ odnosno zapostavljeni od monetarne prakse (unatoč postignutim dobrim rezultatima) sve do početka procesa tranzicije u jugoistočnoj Evropi početkom 1990. godine. Krucijalni razlog njihove ponovne popularizacije primjećuje se u pragmatičnoj upotrebljivosti predmetnog aranžmana u borbi protiv inflacije i implementiranja stabilizacijskih programa. Do sada je oko 80 zemalja bilo u predmetnom aranžmanu, dok trenutno 12 zemalja ima valutni odbor (među kojima se nalazi i BiH) iako u određenoj modificiranoj varijanti.<sup>3</sup> Može se definirati kao devizno-monetarna institucija koja emitira novčanice i kovani novac koje su apsolutno pokrivenne stranom „rezervnom“ valutom (dolar, euro...) ili košaricom valuta i u cijelosti su zamjenjivi u rezervnu valutu po fiksnoj stopi i na zahtjev kako je utvrđeno zakonom. On podrazumijeva značajna ograničenja za monetarnu i fiskalnu politiku, kao i za temeljne izvore makroekonomske nestabilnosti koje iz njih proizlaze. Uvođenje valutnog odbora nerijetko prati denominacija stare ili uvođenje nove valute. Prvenstveno s psihološkog aspekta, bitno je da odnos domaće i rezervne valute bude okrugao (1:10, 1:100 i sl.). Osnov za samu visinu deviznog kursa predstavlja po pravilu paritet kupovne moći, odnosno odnos nivoa domaćih cijena i cijena u zemlji čija se valuta koristi kao rezervna.

S historijske tačke gledišta uspostavljeni su u sljedećim slučajevima:<sup>5</sup>

- U slučaju ograničene ekspertize u monetarnom menadžmentu ili slabih finansijskih sistema (Brunei Darussalam),

<sup>3</sup> Zemlje koje aktuelno imaju valutni odbor su: Estonija, Bugarska, Litvanija, Hong Kong, Barbudi, Kajmanski otoci, Džibuti, Gibraltar, Farski otoci, Brunei i Foklandski otoci.

<sup>4</sup> Prilikom izbora valute sidra bitno je razmotriti sljedeće: obim ekonomske saradnje s pojedinim zemljama, valutnu strukturu obaveza prema inostranstvu, političke odnose, stabilnost pojedinih valuta i sl. Izvor: Jovanović-Gavrilović P. (2008), *Međunarodno poslovno finansiranje*, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet Beograd, str. 151.

<sup>5</sup> <http://www.dep.gov.ba/dwnld/working-papers> (februar 2009)

- U periodu neposredno poslije ekonomskih kriza i gubitka kredibiliteta u tekućim ekonomskim politikama (Argentina, Hong Kong),
- Radi podrške programima stabilizacije (Bugarska, BiH),
- Radi pomoći u olakšavanju neometane tranzicije iz zone rublje (Litvanija, Estonija),
- Radi suprotstavljanja špekulativnim pritiscima kada nepostojanje kredibiliteta limitira efikasno vođenje monetarne politike (Argentina, Bugarska).

Znači, uvodi se poslije snažnih kriza koje su uzdrmale cjelokupnu privredu, ali kada se ipak želi zadržati nacionalna valuta. Pokazalo se da je kao rješenje privrednih problema posebno efikasan za:

- male otvorene privrede s ograničenim iskustvom poslovanja centralne banke i nedovoljno razvijenim finansijskim tržištem<sup>6</sup>,
- zemlje koje nastoje postati dijelom trgovinske ili monetarne unije,
- zemlje koje nastoje poboljšati svoj međunarodni kredibilitet vođenjem antiinflacijske politike bazirane na fiksnom deviznom tečaju.

U osnovne karakteristike aranžmana valutnog odbora ubrajaju se:

#### *Konvertibilnost*

Aranžmanom valutnog odbora održava se neograničena konvertibilnost po fiksnom kursu između njegovih novčanica i kovanog novca, s jedne strane, i rezervne valute ili roba, s druge strane. Aranžmanom valutnog odbora ne zamjenjuju se depoziti denominirani u domaćoj valuti u rezervnu valutu, nego se deviznim kursom koji je utvrđen određuju uvjeti arbitraže između lokalnih depozita i rezervne valute. Konvertibilnost predstavlja ključnu prednost valutnog odbora u odnosu na centralnu banku, koja u konačnici utječe na privlačenje vanjskotrgovinskih transakcija i direktnih i portfolio investicija.

#### *Rezerve*

Rezerve valutnog odbora su dovoljne da osiguraju punu konvertibilnost nacionalne valute u rezervnu valutu. Kao rezerve aranžman valutnog odbora drži visoko kvalitetne, kamatonosne papire od vrijednosti denominirane u rezervnoj valuti (ili robi). Ortodoksni valutni odbori moraju raspolagati rezervom od najmanje 100% svojih obaveza (kovani novac i

<sup>6</sup> Međutim, Argentina je primjer da ga mogu uvoditi i relativno velike države.

novčanice u opticaju), kako je utvrđeno prema zakonu, ali pretežno raspoložu većim procentom (110% ili 115%) kako bi ostvarili neophodni faktor zaštite u slučaju da kamatonosni papiri od vrijednosti kojim raspoložu izgube na vrijednosti. Stopostotno pokrće je važno iz razloga što ono garantira da će pri svakoj pojedinačnoj konverziji domaće u stranu valutu i obratno vjerovatnoća nekonvertibilnosti biti svedena na nulu.<sup>7</sup> To zapravo znači da u slučaju da se sve osobe koje posjeduju nacionalnu valutu pojave sa zahtjevom za konverziju odbor će to moći izvršiti.

#### *Emisioni prihod*

Odbor ostvaruje prihod (valutnu maržu) iz razlike između kamate ostvarene na njegova rezervna sredstva i izdataka održavanja kovanica i novčanica u opticaju (obaveze), odnosno troškova puštanja novca u opticaj. Dobit iznad iznosa koji je potreban za pokrće troškova i održavanje rezervi na zakonski utvrđenom nivou pripada osnivaču, to jest vladi. Ta dobit nije zanemariva. Obično su troškovi poslovanja oko 1% od aktive, tako da taj prihod prema nekim procjenama iznosi 4% godišnje. U sistemu valutnog odbora domaća valuta je zdrava kao i rezervna valuta. Jedina razlika između njih je u tome što ostvarena valutna marža ostaje u domicilnoj zemlji. Ako bi se kao zakonsko sredstvo plaćanja koristila strana valuta, taj prihod bi odlazio u zemlju izdavaoca novca.

#### *Monetarna politika*

Prema definiciji valutni odbor ne raspolaže diskrecionim ovlastima, odnosno njegova monetarna politika je pasivna i potpuno automatska. Monetarna politika u sistemu valutnog odbora provodi se na temelju jednostavnog i razumljivog pravila: emisija/povlačenje domaćeg novca u mjeri u kojoj pritječe priliv u devizama, to jest rezervnoj valuti. Dakle, jedini način emisije novca je zaduživanje u inostranstvu ili platnobilansni suficit. Aranžman valutnog odbora ne ostvaruje nikakav utjecaj na ponudu novca. Same tržišne sile određuju količinu novčanica, kovanog novca u opticaju koji aranžman valutnog odbora emitira, te stoga i ukupnu ponudu novca, pri čemu se ovo drugo definira kao novčanice i kovani novac plus depoziti koji se drže kod poslovnih banaka. Promjene u potražnji novca prilagođavaju se endogenim promjenama u međunarodnim rezervama

---

<sup>7</sup> <http://www.mediaclub.cg.yu/komentari-09-99/bogetic-1.htm> (februar 2009)

putem bilansa plaćanja, umjesto varijacija u neto domaćim sredstvima, što bi inače bio slučaj s okvirom koji podrazumijeva aranžman centralne banke. Ovdje nema mogućnosti za političke pritiske, nema arbitražnih ili političkih odluka o devalvaciji, štampanja novca radi plaćanja državnih troškova i finansiranja budžetskog deficita.

Za razliku od centralne banke, valutni odbor nije u stanju ponuditi kredit državi ili drugim sektorima, i zbog toga ne može emitirati fiducijarni novac, te ne može utjecati na inflaciju iz istog razloga. Njime se promovira „strogo budžetsko ograničenje” u javnim finansijama, u kojima se rashodi mogu finansirati isključivo putem poreza i ostalih doprinosa i instrumenata komercijalnog duga.

#### *Kamatne stope i inflacija*

Može se reći da je aranžman valutnog odbora vid centralne banke koja se odrekla skoro svih diskrecionih ovlasti i postala pasivnim posrednikom u monetarnoj politici. U suštini ne postoji kontrola tokova kapitala u zemlji s aranžmanom valutnog odbora; ona uvozi monetarnu politiku zemlje čija valuta služi kao nominalno sidro, to jest zemlje za čiju se valutu domaća konvertibilna valuta veže (*anchor country*). Stoga, kamatne stope u posmatranom aranžmanu trebaju konvergirati i tijesno pratiti kamatne stope u zemlji za čiju se valutu veže, izuzev razlike u premiji za rizik na domaćim tržištima. Na isti način, inflacija bi trebala konvergirati sa stopom inflacije u zemlji čija valuta služi kao nominalno sidro.

#### **Valutni odbor vs. centralna banka**

Temeljni kvalitet valutnog odbora ogleda se u tome što on garantira punu konvertibilnost domaće valute, cjenovnu i monetarnu stabilnost, dok istovremeno prospješuje vanjsku trgovinu, i to s konvertibilnim deviznim područjima, i stimulira direktne i strane investicije u nacionalnoj privredi. S nabrojanim osobinama ovaj sistem odskače od nerijetko loših performansi klasične centralne banke i nameće se kao ozbiljan alternativni oblik monetarnih vlasti, posebno u malim i otvorenim zemljama koje imaju tradiciju monetarno-fiskalnog voluntarizma, zavisnosti centralne banke od političkih utjecaja i sklonosti inflacijskim procesima.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Ibidem.



U narednoj tabeli predstavljena je komparacija klasične centralne banke i valutnog odbora:

Tabela 1: Komparacija klasičnog aranžmana valutnog odbora (CBA) i centralne banke

	<b>Valutni odbor</b>	<b>Centralna banka</b>
1	Uobičajeno snabdijeva samo novčanicama i kovanim novcem	Uobičajeno snabdijeva novčanicama, kovanim novcem i depozitima
2	Fiksni devizni kurs u odnosu na rezervnu valutu	Fiksni/fluktuirajući kurs
3	Devizne rezerve 100% monetarnih obaveza	Varijabilne devizne rezerve
4	Puna konvertibilnost	Ograničena konvertibilnost
5	Monetarna politika vezana pravilima	Diskreciona monetarna politika
6	Ne predstavlja posljednje utočište bankama (u pogledu rješavanja likvidnosnih poteškoća)	Zajmodavac bankama u krajnjoj instanci
7	Ne regulira poslovne banke	Često regulira poslovne banke
8	Transparentan	Često netransparentan
9	Zaštićen od političkog pritiska	Politizirana
10	Visok stepen kredibiliteta	Nizak kredibilitet
11	Ostvaruje emisijski prihod od kamate	Ostvaruje emisijski prihod od kamate i inflacije
12	Ne može stvoriti inflaciju	Može stvoriti inflaciju
13	Ne može financirati potrošnju domaćih vlasti	Može financirati potrošnju domaćih vlasti
14	Nisu mu potrebni preduvjeti za monetarnu reformu	Potrebni su joj preduvjeti za monetarnu reformu
15	Brza monetarna reforma	Spora monetarna reforma
16	Mali broj osoblja	Veliki broj osoblja

Izvor: Hanke H.S. i Schuler K.: *Currency Board for Developing Countries, Handbook*, ICS Press, San Francisco, 1994.

Iz podataka navedenih u tabeli može se zaključiti da valutni odbor osigurava dvije ključne osobine koje ga čine atraktivnom alternativom centralnoj banci: konvertibilnost i kredibilitet. CBA (*currency board arrangement*) je u temelju kredibilna institucija, a to znači da može dati važnu dozu kredibilnosti i domaćoj ekonomskoj politici, posebno u slučaju da ona „pati“ od hronično niskog ugleda (npr. zbog visoke i stalne inflacije, budžetskih deficita, nestabilnosti nacionalne valute i sl.). Budući da na raspolaganju nema klasične mehanizme centralne banke u pogledu davanja

kredita komercijalnim bankama, on ne može ni predstavljati posljednje utočište bankama (pozajmljivač u nuždi) u rješavanju njihovih finansijskih poteškoća. To zapravo nameće zahtjev da bankarski sektor mora biti „zdrav“ ako želi dugoročno opstati. Istovremeno, eliminirajući devizni rizik i osiguravajući punu konvertibilnost, on pospješuje prisustvo stranih banaka, a posebno s područja rezervne valute. Za razliku od klasične centralne banke, valutni odbor nema mogućnost ni kreditiranja vlade, tako da postavlja određena ograničenja i na budžetski deficit, odnosno postavlja uvjet za veoma oprezno upravljanje javnim finansijama. Drugim riječima, eliminira jedan od bitnih izvora nestabilnosti, a to je monetizacija budžetskog deficita. Sljedeća bitna razlika između klasične centralne banke i tradicionalnog aranžmana valutnog odbora je u tome što ovaj zadnji nema ovlasti u pogledu vođenja diskrecione monetarne politike. Dvije snage koje pokreću odbor u akciju su fiksni devizni kurs s rezervnom valutom i 100%-tni ili veći koeficijent rezervi. Odbor ne mijenja devizni kurs (za razliku od centralne banke, čija priroda je takva da nerijetko napušta fiksni u korist fluktuirajućeg deviznog kursa), a ponudu bankarskih rezervi mijenja jedino u zavisnosti od promjena u platnom bilansu ili promjena drugih tržišnih snaga. Prednosti održavanja fiksnog deviznog kursa u aranžmanu valutnog odbora su brojne. **Prvo**, fiksni kurs bez troškova eliminira devizni rizik s rezervnom valutom, tako da je trgovina između države valutnog odbora i države rezervne valute olakšana u poređenju s uvjetima fluktuirajućeg deviznog kursa (jer nema potrebe izdvajanja premije rizika za promjene cijene roba). **Drugo**, eliminiranje deviznog rizika u velikoj mjeri podstiče strane investicije, a posebno iz države rezervne valute, jer investitori pouzdano znaju koji će se devizni kurs primjenjivati i koji iznos u rezervnoj valuti će dobiti ako budu repatrijali buduće profite.<sup>9</sup> **Treće**, fiksni kurs igra ulogu psihološkog sidra u borbi protiv inflacije. Sljedeće što je bitno napomenuti jest da fiksni devizni kurs omogućava zemlji koja ga je uvela lakši pristup finansijskim tržištima zemlje rezervne valute, što ubrzava privredni rast (npr. Hong Kong je privukao ogromne investicije prvobitno iz

---

<sup>9</sup> Tako npr. britanske kolonije su bile veoma uspješne u privlačenju britanskog kapitala u cilju unapređenja privrednog rasta i razvoja. Britanske kolonijalne banke su potpomagale transfer kapitala kroz povezivanje londonskih finansijskih tržišta s mrežom svojih filijala u kolonijama.

Velike Britanije, a potom i iz SAD-a, jer je njegov dolar bio vezan za britansku funtu, a od 1983. godine za američki dolar). Valuta zemlje valutnog odbora je u principu denominirana valuta zemlje rezervne valute. Na kraju, fiksni devizni kurs postaje odlika privrednog okruženja, a ne predmet političkih natezanja i previranja. Naravno da i ovaj aranžman ima neke anomalije, a temeljne su:

- onemogućavanje vođenja aktivne monetarne politike,
- mogući recesijski efekti zbog smanjenja novčane mase (u slučaju platnobilansnog deficita),
- nemogućnost direktnog finansiranja ekonomskog razvoja, i
- ograničena zaštita od špekulativnih udara.

### **Iskustva izabranih zemalja s valutnim odborom**

Kao što je prethodno već spomenuto, poslije 1930-ih godina valutni odbor iščezava sa scene, da bi ponovno praktično i konceptijski zaživio s početkom provođenja tranzicijskih procesa u istočnoj i jugoistočnoj Evropi. Među navedenim zemljama teško je pronaći primjer klasičnog valutnog odbora, tako da se zapravo radi o modificiranom ili *quasi* valutnom odboru. U nastavku ćemo prezentirati iskustva odabranih zemalja tranzicije s ovim aranžmanom.

#### **Estonija**

Estonija spada među prve zemlje koje su nakon raspada SSSR-a uvele vlastitu valutu – estonsku krunu, vezanu za njemačku marku po fiksnom kursu 1:8 (1992. godine; od 1999. godine vezana je za euro u odnosu 1:15,6456). Samo uvođenje ovog aranžmana bilo je veoma kompleksno jer su postojale određene struje koje su se zalagale za nezavisnu monetarnu politiku. Međutim, zbog endogenih i egzogenih faktora (makroekonomske nestabilnosti, galopirajuće inflacije...) nije bilo suviše prostora za izbor, tako da je u cilju ekonomske stabilizacije i bržeg provođenja tranzicijskog procesa u Estoniji uveden valutni odbor. Fundamentalni razlog ovog izbora leži u tome što je u njemu centralna banka vidjela veću transparentnost i visok nivo javnog povjerenja, eliminiranje tražnje za kreditima od strane vlade i sprečavanje daljnjih inflatornih procesa. Uvedeni odbor je promptno ponudio jasan odgovor na većinu uzročnika

hiperinflatornog trenda i postavio novi okvir vođenja ekonomske politike.<sup>10</sup> Spomenuti aranžman je podrazumijevao relativno odsustvo diskrecione monetarne politike, što je nametalo potrebu i za većim stepenom fiskalne discipline.<sup>11</sup> Rezultati vođenja antiinflacijske politike u kratkom roku bili su više nego vidljivi. Mjesečne stope inflacije su padale s nivoa od 80% početkom 1992. godine na nivo od 3,3% na kraju godine. Štaviše, uspjeh u uspostavljanju antiinflatornog kredibiliteta izviraio je i iz raspoloživih deviznih rezervi koje su veoma brzo pokrile monetarni agregat Mo u 100%-tnom iznosu.<sup>12</sup> Unatoč inicijalnom uspjehu u pogledu inflacije, dvocifrene brojke zadržale su se sve do 1997. godine, nakon čega se primjećuje izrazitija dezinflacija. Razlozi za takvu inflacionu spiralu leže prije svega u potcijenjenom inicijalnom deviznom kursu (tako da se realna apresijacija u fiksnom deviznom režimu prenosila na rast stope inflacije), uobičajeni tranzicioni efekti koji se ispoljavaju kroz rast općeg nivoa cijena, te postepeno ukidanje fiskalnih subvencija sektoru usluga, što je zadržalo neko vrijeme viši nivo cijena u toj oblasti. U narednoj tabeli dat je prikaz kretanja stope inflacije na godišnjem nivou u Estoniji:

Tabela 2: Godišnje stope inflacije u Estoniji (1992-2001)

Godina	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Stopa inflacije (u %)	89,8	47,7	29,0	23,1	11,2	8,2	3,3	4,0	5,8	3,6

Izvor: <http://www.poslovna-politika.com/index.php?option=com-content&task> (februar 2009)

## Litvanija

Aranžman valutnog odbora u Litvaniji zvanično je uveden 1994. godine, poslije dužih rasprava na relaciji vlada – centralna banka. Prvo-

<sup>10</sup> <http://www.poslovnapolitika.com/index.php?option=com-content&task> (februar 2009)

<sup>11</sup> Mjere monetarne politike koje su primjenjivane u praksi bile su: promjene stope obavezne rezerve, prodaja i kupovina certifikata o depozitu i kredit za likvidnost u hitnim slučajevima tokom bankarske krize. Izvor: Kozarić K. (2007): *Modeli monetarne politike sa osvrtom na valutni odbor Bosne i Hercegovine*, CBBiH, str. 33-34.

<sup>12</sup> <http://www.poslovna-politika.com/index.php?option=com-content&task> (februar 2009)

bitno je nacionalna valuta bila vezana za dolar po fiksnom kursu 4 litas za 1 dolar, a od 2002. godine za euro.<sup>13</sup> Radi se zapravo o nekom srednjem rješenju između konvencionalno fiksnog i rukovodećeg plivajućeg kursa (*quasi* valutni odbor). Temeljni uzrok uvođenja odbora je sličan kao i u Estoniji: obaranje hiperinflacije i stabilizacija deviznog kursa. Sama neortodoksnost valutnog odbora u predmetnoj zemlji ogleda se u kombiniranju klasičnih osobina odbora (tekuće konvertibilnosti nacionalne valute – lite za devizne rezerve – dolar, zlato po fiksnom kursu) s ograničenim funkcioniranjem centralne banke (limitiran iznos kredita komercijalnim bankama na iznos razlike višeg nivoa deviznih rezervi i niže monetarne baze). Specifičnost navedenog aranžmana ogleda se i u činjenici da je postojala mogućnost promjene ponude novca i deviznog kursa na temelju zakonskih odredbi kojima je konstituiran odbor, čime je zapravo reduciran perfektni kredibilitet samog monetarnog režima. Međutim, od raspoloživih instrumenata (rediskontne operacije, obavezna rezerva, kreditne operacije i kupoprodaja vrijednosnih papira koje emitira Republika Litvanija) najčešće je korišten instrument obavezne rezerve. Ubrzo nakon prelaska na valutni odbor stope inflacije su počele padati, kao što je prikazano u sljedećoj tabeli:

Tabela 3: Godišnje stope inflacije u Litvaniji (1994-2001)

Godina	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Stopa inflacije (u %)	72,2	35,5	13,1	8,4	2,4	0,3	1,5	2,0

Izvor: [http://www.poslovna.politika.com/index.php?option=com-content &task](http://www.poslovna.politika.com/index.php?option=com-content&task) (februar 2009)

Iz podataka u tabeli vidljivo je da je nezavisni monetarni režim doveo do pada stope inflacije za 50% u 1995. u odnosu na 1994. godinu, dok je tek u srednjem roku došlo do ostvarenja jednocifrene stope inflacije. Snažna dezinflacija je postignuta bez podrške fiskalne politike, to jest intenzivnije fiskalne discipline (jer je fiskalni deficit rastao s prosječno 5% BDP-a na 8,5% u 1999. godini).

<sup>13</sup> Litvanija je početkom maja postala članica EU, a početkom juna ušla je u mehanizam deviznog kursa II (ERMII). Izvor: Kozarić K: isto, str. 36.

## Bugarska

Bugarska također predstavlja odličan primjer uspješnog djelovanja valutnog odbora. Ekonomija Bugarske prije uvođenja predmetnog aranžmana (1997) bila je u izuzetno lošem stanju. Promjena bankarskog sistema krajem 1980-ih godina, kojim je ukinut monopol i započet proces tranzicije, nije dovela do vidljivog ekonomskog napretka. Bolje rečeno, ekonomija je stagnirala, a uspostavljeni bankovni sistem bio je nerazvijen i nestabilan, s nesposobnošću centralne banke da uspostavi efikasnu kontrolu nad bankama. U tom periodu došlo je do pogoršavanja bilansnih pozicija komercijalnih banaka (zbog izražene kreditne ekspanzije uz visok stepen rizičnosti), zbog čega je vlada vršila rekapitalizaciju po principu supstitucije nenaplativih zajmova državnim obveznicama, ali to nije dalo očekivane rezultate (zaustavljanje kumuliranja nenaplativih zajmova). Javni deficit je u 1996. godini iznosio 18% BDP-a, a devet od 10 državnih banaka (sa 80% aktive bankarskog sektora) posjedovalo je negativan kapital.<sup>14</sup> Sve to je za posljedicu imalo deprecijaciju nacionalne valute, nemogućnost otplate vanjskog duga i pojavu hiperinflacije (stopa inflacije dostigla je u martu 1997. rekordnih 242%), koja je uništila bankarski sektor, okrenula ekonomsku spiralu snažno nadolje i dovela do bankrota privatnog sektora. Zbog očiglednog neuspjeha prethodno implementiranih stabilizacijskih programa u maju 1997. godine usvojen je nacrt zakona o valutnom odboru, a u julu iste godine valutni odbor postaje i službeni monetarni režim u spomenutoj zemlji. Kao rezervna valuta uzeta je njemačka marka, a devizni kurs nacionalne valute – leva, i njemačke marke uspostavljen je na nivou 1000 leva za jednu marku. Zahtijevano je da obveznice bugarske narodne banke budu u potpunosti pokrivena rezervnom valutom. Budući da Bugarska nije imala dovoljno strane valute da apsolutno pokrije nacionalni novac, dobila je podršku MMF-a i Svjetske banke. Ubrzo poslije uvođenja odbora došlo je do postepenog oporavka ekonomije i evidentnih antiinflatornih efekata, koji su bili najsnažniji na početku uvođenja, a u srednjoročnom periodu (slično kao u Litvaniji i Estoniji) ostvaruju se jednocifrene stope inflacije, što je predstavljeno u narednoj tabeli:

---

<sup>14</sup> <http://www.poslovna.politika.com/index.php?option=com-content&task> (februar 2009)

Tabela 4: Godišnje stope inflacije u Bugarskoj u periodu 1996-2003.

Godina	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Stopa inflacije (u %)	123	1061,2	18,8	2,6	8,2	7,5	5,8	2,3

*MMF-World Economic Outlook, april 2007.*

Dakle, valutni odbor je sasjekao dva fundamentalna izvora hiperinflatornih pritisaka u ekonomiji: kreditiranje vlade i kreditiranje komercijalnih banaka. Na taj način je primorao banke da vode oprezniju kreditnu politiku i vode računa o svojoj likvidnosnoj poziciji, dok je s druge strane primorao vladu na racionalnije ponašanje kad je u pitanju javna potrošnja. Prema izvještaju MMF-a profitabilnost bugarskih banaka veća je od profitabilnosti drugih zemalja u tranziciji srednje i istočne Evrope, kao i likvidnosna pozicija. Ključni indikatori: profitabilnost, adekvatnost kapitala i likvidnost, indiciraju da je bugarski bankarski sistem u relativno dobroj formi.<sup>15</sup> U 2008. godini Bugarska je imala stopu rasta od 4% i odsustvo inflatornih trendova.<sup>16</sup>

### **Monetarna politika BiH kao pretpostavka makroekonomske stabilnosti**

Valutni odbor, kao model upravljanja monetarnom politikom, u Bosni i Hercegovini u primjeni je od samog osnivanja Centralne banke BiH 1997. (mada je on *de facto* bio u primjeni i ranije, donošenjem i implementacijom nekih mjera, kao što su: prestanak finansiranja budžetskih deficita, kreditiranja komercijalnih banaka, fiksiranje kursa bh. dinara i marke na 1:100 i njegovo neprekidno održavanje). Dakle, uvođenjem valutnog odbora nije ukinuta centralna banka, već su njene ovlasti u pogledu diskrecionih prava svedene na minimum. Izbor valutnog odbora kao načina upravljanja monetarnom politikom imao je dvije glavne motivacije:

- osiguranje čvrstog nominalnog tečaja domaće valute,
- osiguranje makroekonomske stabilnosti.

<sup>15</sup> <http://hgd.mvpei.hr/gospodarski-prikaz/bugarska/17/> (april 2009)

<sup>16</sup> <http://www.mediaclub.cg.yu/komentari-09-99/bogetic-1.htm> (februar 2009)

Ovaj aranžman je u datoj konstelaciji prilika (u zemlji izašloj iz rata, hiperinflacijskim procesima, nepovjerenjem u monetarni sistem, izraženom potrebom za rekonstrukcijom privrede i sl.) predstavljao najprikladnije rješenje.

Kada se govori o kredibilitetu CBBiH, može se konstatirati da su u periodu njenog postojanja postignuti značajni rezultati. Naime, kada je CBBiH konstituirana u augustu 1997. i kada je konvertibilna marka (KM) uvedena kao domaća valuta, u Bosni i Hercegovini su u upotrebi bile još tri valute (DEM, hrvatska kuna, jugoslavenski dinar), a ekonomski prostor nije bio integriran. Veze između entiteta bile su pokidane, a ekonomija razorena. CBBiH je u relativno kratkom roku (do kraja 1999) uspjela izvršiti reintegraciju monetarnog sistema. Potisnute su iz upotrebe valute koje su pored KM bile u opticaju, odnosno te valute su prestale da se koriste u bezgotovinskom platnom prometu, tako da je domaća valuta KM praktično postala jedino zakonsko sredstvo plaćanja. Drugi veliki uspjeh, na putu izgradnje povjerenja, postignut je na polju cjenovne stabilizacije. Naime, indeks cijena na malo pokazuje da je inflacija sa 13,3% u 1998. svedena na 3,7% u 2005. godini, pri čemu se u periodu 2002-2004. prosječan rast cijena kreće oko 0,5%.<sup>17</sup> Na ovaj način CBBiH u aranžmanu valutnog odbora je u potpunosti izvršila jednu od svojih temeljnih funkcija: postigla je i očuvala unutrašnju stabilnost domaće valute. Vanjska stabilnost je osigurana uspješnim održavanjem fiksnog deviznog kursa te redovnim servisiranjem vanjskog duga BiH koji CBBiH obavlja u ulozi fiskalnog agenta.

Iz navedenog se da zaključiti da je CBBiH (upravo zahvaljujući *currency board* aranžmanu) postala institucija koja uživa visok stepen institucionalne i stvarne nezavisnosti, visok nivo kredibiliteta i povjerenja. Svojim radom CBBiH ni u jednom trenutku nije odstupila od svojih ciljeva i na taj način je osigurala da očekivanja javnosti budu apsolutno ispunjena. Tokom više od deset godina korištenja valutnog odbora postignuti su značajni rezultati:

- očuvanje monetarne stabilnosti,
- jačanje finansijske nezavisnosti,
- relativno nizak nivo inflacije,
- privlačenje stranih investicija,

---

<sup>17</sup> Izvještaj CBBiH



- kontinuirani rast deviznih rezervi,
- redovno servisiranje vanjskog duga,
- apsolutna politička nezavisnost i sl.

Prema analizama MMF-a, valutni odbor u Bosni i Hercegovini funkcionira najbolje od svih valutnih odbora koji trenutno postoje. Na redovnoj skupštini u Washingtonu naglašeno je da uslijed vođenja veoma konzervativne politike plasiranja rezervi nijedan fening ovih sredstva nije u opasnosti unatoč aktuelnoj finansijskoj krizi.

Izuzetnu prednost *currency board* posjeduje u malim i otvorenim zemljama s visokom inflacijom, odnosno tamo gdje se monetiziraju fiskalni deficiti uslijed izražene zavisnosti centralne banke od političkih odluka. U sistemu valutnog odbora ne postoji mogućnost vođenja „mekih“ budžetskih ograničenja, te se uspostavlja fiskalna disciplina i otklanja mogućnost kreditiranja državnog aparata. Primjeri ovakvog odnosa su zemlje: Poljska, Mađarska, Srbija, Hrvatska. U svakom slučaju, Bosna i Hercegovina je u odnosu na ove zemlje u prednosti: ima i imala je kvalitetnija rješenja sa stanovišta makroekonomske stabilnosti u dijelu bankarskog sektora.

Eliminacijom valutnog rizika, onemogućavanjem posljednjeg utočišta bankama i omogućavanjem konvertibilnosti domaće valute dolazi do restrukturiranja bankarskog sektora u smislu da banke s područja rezervne valute zauzimaju pozicije na tržištu, dok se slabije banke moraju likvidirati, spojiti ili prodati jačim bankama. Ovaj proces je u Bosni i Hercegovini imao dobar rezultat bez obzira na to što je propuštena prilika da se zadrži jedan broj banaka u državnom vlasništvu, kao što su regionalne: Una-Sana banka, Tuzlanska banka, Investiciona banka Zenica, Union banka Sarajevo (s državnim kapitalom), specijalizirane banke: Poštanska banka Sarajevo, Bor banka, investiciono-razvojne banke entiteta. U svakom slučaju, proces internacionalizacije u bankarskom sektoru donio je direktne investicije i trenutno je snažan potencijal sa stanovišta ulaganja u formi konvencionalnog bankarstva, ali i islamskog bankarstva zbog prisustva BBI banke. Međutim, valutni odbor ima izražene nedostatke u smislu nemogućnosti fleksibilnije monetarne politike kako bi se utjecalo na određene pozitivne pomake; zatim, pokazuje izraženu zavisnost od monetarne politike centralne banke za čiju valutu je vezan (odnosno pokazuje sve nedostatke fiksnog deviznog kursa), te je posebno izražen problem realnosti kursa i teško je upravljati asimetričnom makroekonomijom. Taj problem je kod

nas posebno izražen u uvjetima izraženog trgovinskog deficita, koji doseže rekordnih 9,57 milijardi KM u 2008.

Tabela 5: Trgovinski bilans BiH (u mlrd. KM) 2006-2008. godina

	2006	2007	2008
Izvoz	5.164	5.937	6.714
Uvoz	11.389	13.899	16.287
Deficit	-6.225	-7.962	-9.573
Obim	16.554	19.836	23.001
Pokrivenost (u %)	45,34	42,71	41,22

Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje Bosne i Hercegovine, 2008. godina

Potencijalna opasnost za održivost valutnog odbora u narednom periodu leži u visokom i stalnom deficitu tekućeg računa, nedovoljnoj konkurentnosti domaćih preduzeća na međunarodnom tržištu i enormno visokoj javnoj potrošnji (veliki broj zaposlenih u javnom sektoru – oko 35% od ukupnog broja zaposlenih, čije plaće rastu mnogo brže od rasta produktivnosti radne snage). U tom smislu bi ključni cilj bio reducirati deficit tekućeg računa, javne potrošnje i fiskalnih opterećenja koji su glavna smetnja jačanju konkurentne sposobnosti bh. Privrede, uz istovremeno stimuliranje samoodrživog rasta. Ovo zahtijeva jačanje vanjske konkurentnosti, što će, zauzvrat, dovesti do povećanja izvoza, ekonomske aktivnosti, novih radnih mjesta i domaće štednje. Vanjska konkurentnost zavisi od razvoja i fleksibilnosti tržišta rada, pa bi u tom smislu trebalo uskladiti rast produktivnosti radne snage s rastom bruto plaća u privredi kao cjelini, ali i njezinim glavnim sektorima. Uz ispunjavanje navedenih zahtjeva, valutni odbor bi ostao najbolja kratkoročna i srednjoročna politika usmjerena na održanje stabilnosti nacionalne valute i ograničavanje inflatornog rasta. Međutim, budući da je Bosna i Hercegovina zemlja koja je opredijeljena za priključenje EU, optimalno rješenje na dugi rok u pogledu monetarne politike treba po mišljenju mnogih eksperata iz ove oblasti tražiti u eurosistemu. To opredjeljenje samo po sebi nameće eurizaciju nakon ulaska u EU i ispunjavanje kriterija konvergencije iz Maastrichta, a koji se odnose na prihvaćanje eura. To zapravo podrazumijeva zadržavanje postojećeg koncepta uz njegove postepene modifi-

kacije sve do konačnog ulaska u eurosistem.<sup>18</sup> Valutnim odborom se uvozi monetarna politika rezervne valute, te se u tom kontekstu i smatra prijelaznim rješenjem do potpune dolarizacije ili eurizacije.

Na putu ka evropskim integracijama postavlja se suštinsko pitanje uređenja ekonomskog prostora Bosne i Hercegovine, tako da pitanje eura nije tehničko nego i suštinsko monetarno, ali i ekonomsko pitanje. Svaka zemlja EU, da bi postala članicom Evropske monetarne unije, mora ispunjavati, kao što je već spomenuto, tzv. kriterije konvergencije (*convergence criteria*) iz domena monetarnih i fiskalnih kriterija, s aspekta njene makroekonomske politike, pri čemu ne bi smjelo biti većih odstupanja (premda je bilo određene fleksibilnosti u ispunjavanju postavljenih kriterija). Programi stabilnosti i konvergencije usmjereni su na procjene očekivanih privrednih kretanja (rast, zaposlenost, inflacija), srednjoročne ciljane budžetske pozicije, učešća javnog duga u BDP-u, utvrđivanja mjera fiskalne i drugih ekonomskih politika koje se poduzimaju ili su predložene radi ostvarivanja ciljeva programa, analizu utjecaja promjena glavnih pretpostavki na budžetske pozicije i stanje javnog duga. Pravac promjena i mogućnosti uključivanja Bosne i Hercegovine u monetarnu uniju i Evropsku centralnu banku može se koncipirati i na uvezivanju u regionalne integracije, kao prijelaznoj fazi do punopravnog članstva u EU. To bi značilo i jačanje veza Bosne i Hercegovine s neposrednim okruženjem i prilagođavanje standardima zemalja EU.

Ključni izazovi za Bosnu i Hercegovinu, u kontekstu Mاستrihtskih kriterija konvergencije (koji se odnose na inflaciju, kamatnu stopu, devizni kurs, budžetski deficit i javni dug), odnosit će se na smanjenje budžetskog deficita, stabilizaciju udjela javnog duga u bruto domaćem

---

<sup>18</sup> U konkretnom slučaju za BiH je prihvatljiv sistem valutnog odbora s razvojem tržišta kapitala, i to kroz jedan fleksibilniji mehanizam upotrebe obaveznih rezervi Centralne banke kroz emisiju vrijednosnih papira u funkciji primjene instrumentarija selektivne kreditne politike, kao kvalitativne monetarne politike, i obaranja kamatne stope kroz ponudu novca razvojem finansijskog tržišta. Visok stepen likvidnosti bankarskog sektora putem obavezne rezerve kao i rezerve likvidnosti nije pogodan sa stanovišta finansiranja realnog sektora, prvenstveno privrede kao nosioca poslovne aktivnosti i građana kao nosilaca potrošnje. Jedno bez drugog ne funkcioniра te je nužno prisustvo javnog sektora privrede u dijelu funkcija države u kapitalnom budžetu kroz investiranje u privrednu i komunalnu infrastrukturu. U svakom slučaju, treba izbjeći mjere administrativne prirode i propisivanje ili ograničenje kamatnih stopa u korist selektivnog djelovanje s tržišnim mehanizmima.

proizvodu i izgradnju efikasnog tržišta državnih vrijednosnih papira, a sve u cilju stvaranja stabilnog makroekonomskog okruženja za uvođenje zajedničke valute eura i za integraciju bh. monetarnog sistema u Evropsku monetarnu uniju. Važno je naglasiti da se u ovom dijelu vidi neophodno sinhronizirano djelovanje monetarne i fiskalne politike u Bosni i Hercegovini.

U kontekstu općeg javnog duga države, Bosna i Hercegovina ima kompleksnije probleme u saniranju unutrašnjeg u odnosu na vanjski javni dug. S aspekta vanjskog javnog duga, Bosnu i Hercegovinu možemo smatrati umjereno zaduženom zemljom. Međutim, ono što je čini prezaduženom jest upravo veličina unutrašnjeg javnog duga, koji ugrožava makroekonomsku stabilnost zemlje. Stoga bez kvalitetne procjene unutrašnjeg duga i izgradnje sistema upravljanja dugom nema ni ispunjenja uvjeta za redukciju ukupnog javnog duga i za nova kreditna zaduženja na finansijskom tržištu. Bosna i Hercegovina je donijela Zakon o zaduženju, dugu i garancijama BiH.<sup>19</sup> Donošenjem zakona s novim rješenjima definirano je ukupno ograničenje na nova zaduženja svih nivoa vlasti u cilju osiguranja fiskalne održivosti i makroekonomske stabilnosti. U svakom slučaju primjena Zakona o utvrđivanju i načinu izmirivanja unutrašnjeg duga u BiH predstavlja preduvjet da se uspostavi sistem upravljanja budžetima sa stanovišta likvidnosti i javnog duga.

Donošenjem zakona na nivou entiteta uspostavljaju se limiti zaduženja u smislu da servisiranje unutrašnjeg i vanjskog duga, uključujući i obaveze po novim kreditima, ne mogu preći 18% prihoda ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini. Iako novi koncept zaduženja ostavlja još prostora za zaduživanje, visina zaduženosti zavisit će od uvjeta kredita u ročnosti i kamatnoj stopi. U svakom slučaju, na bazi ovakvih zakonskih rješenja bit će moguće utvrditi okvir za nova zaduženja u našoj zemlji za svaku narednu godinu i raspodjelu istog između entiteta i Distrikta Brčko BiH.

Pitanje obuhvata javnog duga nije samo metodološke naravi nego i suštinske. Pored ključnih informacija o zaduženosti budžeta i budžetskih fondova bilo bi potrebno uključiti i zaduživanje javnih preduzeća i nefinansijskih institucija u vlasništvu države. Dijelom je ova materija razriješena zakonskom materijom o budžetima. Međutim, i dalje ostaje pitanje sastavljanje konsolidiranih bilansa i sistema izvještavanja na svim nivoima vlasti. Ključni problem se odnosi na kontrolu novčanih tokova kao pretpostavke fiskalne discipline. U svakom slučaju, primjena Zakona

---

<sup>19</sup> Službeni glasnik BiH broj 52/2005.

o utvrđivanju i načinu izmirivanja unutrašnjeg duga u BiH predstavlja preduvjet da se uspostavi sistem upravljanja budžetima sa stanovišta likvidnosti i javnog duga.

Promjene koje treba očekivati u dijelu prijenosa nadležnosti na pojedine nivoe vlasti, prije svega na državu i lokalne zajednice, bitno bi mogle utjecati na finansijske tokove. Također, izmjene u sistemu oporezivanja i raspodjele javnih prihoda mogu promijeniti finansijske tokove. Institucionalna izgrađenost na nivou države mogla bi ojačati poziciju Ministarstva finansija BiH, koje bi supstituiralo postojeće Fiskalno vijeće i preuzelo direktnu nadležnost nad institucijama carinske i porezne administracije. Nakon toga primarni problem u bh. budžetskom sistemu odnosio bi se na cjeloviti uvid u finansijske pozicije države i izgradnju sistema procjena i analize obaveza. Istovremeno, to bi značilo stvaranja prostora za primjenu Zakona o investiranju javnih sredstava, na koji način bi se osiguralo plasiranje viška budžetskih sredstava na novčano tržište.

Ključno pitanje je kako:

- upravljati novčanim potencijalom budžeta,
- povećati likvidnost budžeta,
- plasman budžetskih viškova,
- konsolidirati i upravljati vanbudžetskim fondovima (penzioni i fondovi zdravstvene zaštite),
- kontrolirati zaduženja lokalnih zajednica,
- pratiti zaduživanje javnih preduzeća i ustanova.

Centralno mjesto u upravljanju javnim dugom po pravilu bi trebalo pripasti Ministarstvu finansija BiH, koje bi u tom smislu trebalo ponuditi, na bazi zakonskih rješenja, strategiju zaduživanja, dinamiku zaduživanja, i preuzeti sistem upravljanja dugom. Pretpostavka navedenom leži u postojanju makroekonomske politike (fiskalne i monetarne) na nivou države i približavanje iste standardima zemalja Evropske unije.

Prema podacima Ministarstva finansija i trezora BiH vanjski dug na dan 31. decembra 2005. godine iznosio je 4.258 miliona KM. Od toga iznosa na FBiH se odnosilo 2.737 miliona, a na RS 1.521 milion KM.<sup>20</sup> Više od polovine vanjskog duga Bosne i Hercegovine na spomenuti

---

<sup>20</sup> Vanjski dug BiH proizlazi iz ugovorenih kredita koji su 31. decembra 2005. godine iznosili 6.312 mil. KM. Razliku između ugovorenih kredita i vanjskog duga predstavlja iznos neangažiranih kredita (1.320 mil. KM) i iznos otplaćene glavnice (734 mil. KM).

datum (oko 54%) predstavljalo je kreditnu obavezu prema Svjetskoj banci, nešto više od jedne petine (oko 23%) je kredit vlada zemalja članica Pariškog kluba, dok preostalih oko 23% otpada na Londonski klub, Evropsku investicijsku banku, Evropsku banku za obnovu i razvoj, Evropsku komisiju i dr.

Dospjele obaveze po osnovu vanjskog duga Bosne i Hercegovine redovno se otplaćuju.<sup>21</sup> To je regulirano Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama BiH (Sl. glasnik BiH, br. 52/05) kojim se vanjski dug kao dio javnog duga definira kao obaveza države prvog reda.

Zanimljiva je i struktura ukupnog vanjskog duga Bosne i Hercegovine po vremenu njegovog nastajanja. Vremenska tačka razgraničenja je 2. april 1992. godine, do kog datuma je Bosna i Hercegovina morala preuzeti zatečene međunarodne finansijske obaveze kao preduvjet za pristupanje MMF-u i Svjetskoj banci. Do tada stvoreni dugovi prema ino-povjeriocima zovu se stari dugovi (kao stara devizna štednja),<sup>22</sup> a dugovi nastali poslije 14. 12. 1995. godine kategoriziraju se kao novi dugovi. Stari dug, naime, pokazuje tendenciju pada apsolutnih iznosa, a novi dug postupno raste, s tendencijom da se povećava u apsolutnom i relativnom iznosu.

Struktura potrošnje po osnovu novog vanjskog zaduženja je:

- javna potrošnja 42%,
- infrastruktura 40%
- privredne djelatnosti 18%.

Kamatna stopa na stari dug iznosi oko 3,5%, a na novi oko 2,15%. Prosječna kamatna stopa na ukupan dug je 2,75%. Stepem zaduženosti zemlje odnosno održivosti vanjskog duga mjeri se odnosom iznosa vanjskog duga i BDP-a. Za 2005. godinu udio vanjskog duga u BDP-u iznosio je oko 30%. Prema ovom kriteriju Bosna i Hercegovina bi se mogla tretirati kao relativno nisko zadužena zemlja. U odnosu na veći broj zemalja iz okruženja jedino Albanija ima nižu stopu zaduženosti (22%), nešto veće zaduženje od Bosne i Hercegovine imaju Rumunija (31%) i Rusija (33%). Prema istom standardu Estonija je zadužena na nivou od 89% BDP-a, Hrvatska 82%, a Mađarska 70%.

<sup>21</sup> Otplata vanjskog duga za 2005. godinu iznosila je 230,46 miliona KM: 62% otplata glavnice i 38% su kamate, bankarska provizija i drugi troškovi.

<sup>22</sup> Stari dugovi su dijelom otpisani, ustanovljeni novi uvjeti otplate i reprogramirani.

## Zaključak

Iako je stabilnost domaćeg novca i cijena, to jest ostvarenje i održavanje monetarne stabilnosti, od izuzetne važnosti za svaku zemlju, ona ne predstavlja i osnovni cilj ekonomske politike. Naime, cilj ekonomske politike ogleda se u povećanju zaposlenosti, proizvodnje, unapređenju privredne strukture, povećanju konkurentnosti, to jest uključivanje u međunarodnu podjelu rada. Iz navedenog proizlazi da se monetarna stabilnost zapravo javlja kao bitno sredstvo za realizaciju navedenog cilja. Ostvarenje monetarne stabilnosti u većini zemalja povjereno je centralnoj banci. Pored klasične centralne banke, koja ima ovlasti da vodi diskrecionu monetarnu politiku, u određenim slučajevima se javlja i valutni odbor. U savremenim uvjetima veoma je teško pronaći klasični ili ortodoksni koncept valutnog odbora, tako da se postojeći koncepti zapravo nazivaju *quasi* valutnim odborom, to jest sistemima sličnim valutnom odboru. Upravo njegova raznovrsnost pokazuje da je on općeprihvatljiv, odnosno da se može koristiti u diferentnim ekonomsko-političkim okruženjima. Sami rezultati postignuti njegovom primjenom nisu identični, ali ono što je istovjetno jeste izraženo stabilizirajuće djelovanje. Naime, kroz historijsku prizmu posmatrano, može se sa sigurnošću tvrditi da se valutni odbor pokazao kao efikasno sredstvo u suzbijanju inflacijske spirale i vraćanju povjerenja u monetarni sistem.

Međutim, da bi valutni odbor bio efikasan i održiv na duži rok, neophodno je ispuniti određene preuvjete:

- zadovoljavajući nivo discipline u fiskalnoj politici (zbog strogog odnosa monetarnih vlasti s državom),
- jak i zdrav bankarski sistem u mjeri koja je dovoljna da opstane bez pomoći centralne banke u dužem roku,
- određeni nivo spremnosti na promjene plaća i cijena (kako bi se izbjegli, u uvjetima fiksnog deviznog kursa, pritisci na sam kurs).

Glavne potencijalne opasnosti koje mogu ugroziti funkcioniranje valutnog odbora su platnobilansni deficit i deficit u budžetu.

Za Bosnu i Hercegovinu najveći problem predstavlja iznos unutrašnjeg duga, iz prostog razloga što još uvijek nije precizno identificiran, niti je poznata koncepcija njegovog rješenja. Pored stanja hronične nelikvidnosti realnog sektora ekonomije: stanovništva, privrede i državno-pravnih tijela, najveći problemi u realnom sektoru ekonomije su: stopa rasta BDP-a, nezaposlenost, platni bilans i strane investicije. Radi očuvanja



makroekonomske stabilnosti očekivati je smanjenje javne potrošnje i fiskalnih opterećenja kao glavnih smetnji jačanju konkurentne sposobnosti bh. privrede, ali i održivosti valutnog odbora u narednom periodu.

### **Literatura:**

#### **Knjige:**

1. Hanke H.S. & Schuler K. (1994), *Currency Board for Developing Countries*, Handbook, ICS Press, San Francisco.
2. Jovanović-Gavrilović P. (2008), *Međunarodno poslovno finansiranje*, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet Beograd.
3. Kešetović I. (2007), *Monetarne finansije*, D.O.O. CPA Tojšići-Kalesija.
4. Miljković D. (2008), *Međunarodne finansije*, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet Beograd.
5. Obradović S. (2006), *Ekonomski razvoj*, Kragujevac.

#### **Članci:**

6. Fischer S. (2000), Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?, *Journal of Economic Perspectives*, Spring.
7. Kozarić K. (2007): *Modeli monetarne politike sa osvrtom na valutni odbor Bosne i Hercegovine*, CBBiH

#### **Ostali izvori:**

8. [http://bs.wikipedia.org/wiki/Monetarna\\_politika](http://bs.wikipedia.org/wiki/Monetarna_politika) (mart 2009)
9. <http://www.medioclub.cg.yu/komentari-09-99/bogetic-1.htm> (februar 2009)
10. <http://www.dep.gov.ba/dwnld/working-papers> (februar 2009)
11. <http://www.poslovnapolitika.com/index.php?option=com-content&task> (februar 2009)
12. <http://80.251.40.59/politics.ankara.edu.tr/kibritci/curboard.html> (april 2009)
13. <http://www.users.erols.com/kurrency/> (mart 2009)
14. <http://hgd.mvpei.hr/gospodarski-prikaz/bugarska/17/> (april 2009)
15. MMF (april 2007), *World Economic Outlook*
16. Službeni glasnik BiH broj 52/2005.