

Бранка Топић-Павковић¹

Могући правци развоја монетарне политике БиХ у циљу подстицања економског раста

Possible tendencies of BiH monetary policy in encouraging the economic growth

Резиме

Осиурајући раси националне економије, уз истовремену унутрашњу и спољну стабилност цијена, поставља се као примарни задатак економске пољитике. Избор валутног одбора као модела управљања монетарном пољитиком обезбјеђује раси повјерења у домаћу валуту, макроекономску стабилност и јачање кредитности централне банке, посебно у земљама транзиционих и реформских процеса. Полазећи од ограничења овог модела монетарне пољитике, питања домаће конкурентности и контроле биланса текуће рачуна постају све битнија. У условима немоћности интервенције монетарне пољитике штећне посљедице на извоз и економски раст земље несумњиво показују да класични монетарни одбор представља још одно средство монетарне стабилизације, али не и механизам динамизирања привредног раста. Рада се фокусира на избор облика монетарне пољитике која би у даљим условима могла да обезбјеђи највећи допринос расту и привредном опоравку. Циљ рада је указати на могуће модификације постојеће система монетарног одбора у Босни и Херцеговини, анализом савремених валутних одбора и искушава земаља чланица које су примјенивале овај режим прије приступања Европској (монетарној) унији. Резултати ис-

¹ Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, branka.topic-pavkovic@efbl.org

ијраживања појтврђују низ иредности које монетарни одбор ијружа малим и ојтвореним економијама, али истичу и недостиајке који доводе у ијтпање одрживости овој аранжмана монетарне полијике и воде модификацију постојећеј модела валујној одбора, шјо би ироширило дјеловање Централне банке Босне и Херцејовине.

Кључне ријечи: монетарна полијика, централна банка, валујни одбор, евроизација, инфлација, дефицити шекућеј рачуна.

Summary

To ensure the growth of the national economy with simultaneous internal and external price stability is set as the primary goal of economic policy. Choosing the currency board as a model of monetary policy provides increased confidence in the local currency, macroeconomic stability and strength of the central bank credibility, especially in development countries. Considering the constraints of the currency board, national competitiveness and control of the current account balance are becoming very significant questions. In terms of the inability of monetary policy interventions to effect on exports and economic growth of the country, undoubtedly show that classical monetary board is a convenient measure of monetary stabilization but not the mechanism of intensification of economic growth. This paper focuses on the choice of monetary policy model to the given conditions which could provide the growth and economic recovery. The aim of this paper is to emphasize the possible modification of the existing system of currency board in Bosnia and Herzegovina, by analyzing modern currency boards and experiences of member states that have followed this regime before accession to the European (Monetary) Union. The results confirmed a number of benefits that monetary board provides for a small and open economy, but also point out the shortcomings that stress questions about the sustainability of this arrangement and possible tendencies of modification of existing model of the currency board, primarily with widening the instruments and action of the Central Bank of Bosnia and Herzegovina.

Keywords: *monetary policy, central bank, currency board, euroisation, inflation, current account deficit*

Увод

Циљеви економске политике једне земље подразумијевају пуну запоуленост, стабилност цијена, економски раст и уравнотеженост платног биланса, а који се могу остварити искључиво уз хармонизованост монетарне

и фискалне политике. Глобална криза показује да инструменти фискалне политике нису довољни, те се многе земље враћају комбинацији политика у борби против негативних ефеката које постојећа криза има на све секторе реалне економије. Иако се наглашава да је најважнији задатак централне банке да помогне одржавање економског раста уз високу стабилност новца, окружење текуће монетарне политике карактерише високи степен ризика и неизвјесности. Финансијска стабилност ствара одрживе претпоставке за раст бруто домаћег производа и смањење незапослености, а истовремено систем чини отпорнијим на екстерне шокове, којима су посебно изложене мале и отворене економије. Избор модела монетарне политике криза је учинила још комплекснијим, и значајно мјесто додијелила питању монетарне суверености, те предностима и недостацима одрицања од ње.

Адекватно вођење монетарне политике и избор режима девизног курса, од круцијалног су значаја за земље у транзицији, јер се поставља питање могућности и ограничења монетарне политике мале и отворене привреде у условима високог степена економских интеграција и нестабилности на тржишту. Увођење валутног одбора у Босни и Херцеговини имало је за циљ успостављање кредибилности економске политике у циљу монетарне стабилизације земље и постизању повјерења у националну валуту. За земље у развоју, чврсто везивање девизног курса за валуту неког од водећих монетарних ауторитета може представљати добру стратегију у циљу економске стабилизације. Елиминација валутних ризика чини да учесници на тржишту не разликују економско стање у земљи која је везала своју валуту у односу на земљу за чију се валуту врши везивање, тако да се изједначавају и услови по којим се ове земље задужују.

Ипак, отворено питање и дилема око режима фиксног девизног курса огледа се у могућем преносу вањских поремећаја и нестабилности, те апresiasi домаће валуте што у условима немогућности интервенције монетарне политике има штетне посљедице на извоз и економски раст земље. Криза је у већини земаља ЕУ узроковала успорен привредни раст, пораст незапослености и јачање фискалних притисака. Посљедично, успоравање глобалне привреде значи пад у цјелокупној потрошњи и инвестиционим активностима што је и у БиХ узроковало значајно погоршање услова размјене. Слаба домаћа потражња, погоршање фискалне позиције земље и притисак на девизне резерве основни су генератори негативног привредног раста у БиХ. Узевши у обзир предности и недостатке, несумњиво је да класични монетарни одбор представља погодна средство монетарне стабилизације, али не и механизам динамизирања привредног раста. У таквим околностима расте изазов и дилема модела монетарне политике БиХ.

1. Теоријски аспекти управљања монетарном политиком

У вези са дилемом избора модела монетарне политике и режима девизног курса, у литератури се проналазе многобројне класификације режима у зависности од аутора и истраживања. Право сваке земље је да изабере и проводи адекватан модел монетарне политике, а ово питање посебно је изражено у малим и отвореним економијама, каква је и БиХ, гдје избор модела монетарне политике мора у обзир узети постојеће политичке, економске и социјалне прилике и кретања. Френкел (Frenkel, 2003) је дефинисао девет аранжмана, почевши од ригидних ка аранжманима са растућом флексибилношћу, према којој фиксни девизни аранжмани укључују монетарну унију, доларизацију и валутни одбор. У валутним одборима монетарна власт има обавезу одржавања нивоа девизних резерви 100% у односу на монетарну базу. Режим неодрживо подсећа на златни стандард само без злата као основе девизног система, јер се новчана маса шири и сужава аутоматски са платнобилансном позицијом, при чему је изгубљен простор за дискрециону монетарну политику, укључујући њену улогу као зајмодавца у крајњој инстанци. Доларизација је облик девизног аранжмана која иде корак даље, у смислу да у потпуности укида националну монетарну сувереност. Монетарна унија претпоставља губитак монетарног суверенитета, крунисаног прихватањем заједничке валуте за већи број земаља чланица уније и елиминисањем националних валута (Beker, 2006).

1.1. Ортодоксни и квазивалутни монетарни одбор

Валутни одбор представља режим монетарне политике и политике девизног курса, која издаје конвертибилну домаћу валуту, везану уз неку страну валуту (валута сидро) према фиксном курсу, и гдје још увијек постоји централна банка и национална валута. Валута која представља сидро вриједности домаће валуте обично је једна од свјетских валута високе стабилности и конвертибилности, која својим кредитбилитетом гарантује сигурност домаће валуте. У већини земаља то су долар и евро.

Валутни одбор дефинише се као “режим девизног курса, у коме је курс фиксиран за валуту сидро а Централна банка функционише према изразито ограниченим монетарним правилима” (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2003).

Према дефиницији, валутни одбори представљају пасивне монетарне институције чије је функционисање засновано прије свега на аутоматизму, за разлику од стандардних централних банака које имају велики степен дискреције. Док неки аутори ову специфичну карактеристику валутног одбора посматрају као главну предност (Hanke & Schuler 1994; Богетић, 1997), други аутори, међутим, сматрају немогућност вођења активне монетарне полити-

ке главном маном валутног одбора и разлогом за његово укидање (Roubini, 1998). По њима, пасивна улога валутног одбора чини националну економију осјетљивом на промјене и шокове на тржишту (Фабрис и Родић, 2013).

Када говори о избору режима девизног курса Фишер (Fischer, 2001) примјећује да избор између режима чврстог и флексибилног девизног курса значајним дијелом зависи од карактеристика националне економије, а дијелом њене инфлаторне историје из прошлости. Избор валутног одбора има смисла за земље са дугом историјом монетарне нестабилности, или за земље блиско интегрисану са другом земљом или економском унијом.

Теоретске претпоставке и валутни одбори у пракси указују на то да, данас у свијету, између земаља гдје се примјењује валутни одбор, постоје веће разлике у улози и функцијама централних банака датих земаља. Тако разликујемо *ортодоксне* валутне одборе и *квазивалутне* одборе, у зависности од степена дискреционих интервенција које стоје на располагању централној банци. Разлике у надлежностима између савремених валутних одбора и традиционалних валутних одбора огледа се у томе да земље које имају савремени аранжман валутног одбора не увозе једноставно монетарну политику земаља за чију се валуту вежу већ задржавају неке елементе дискреционе монетарне политике, углавном помоћу инструмената обавезних резерви и зајмодавца у крајњој инстанци. Како постићи компромис између кредибилитета аранжмана валутног одбора и задржавања овлашћења да се утиче на понуду новца и инфлацију постаје кључно питање. Поред поменутих двије, разлике између ова два облика валутног одбора могу се идентификовати и у сљедећим параметрима: степен кредибилитета и транспарентности, јасна законска основа, квалитет покривености резервном валутом, покривеност монетарних агрегата, потраживања по резервама, оперативна аутономија, транспарентност и одговорност, те могућност постојања излазне клаузуле.

Основна разлика између *ортодоксној* монетарног одбора и класичне централне банке огледа се у томе што централна банка има дискреционо право при вођењу монетарне политике и одређивању понуде новца, док тим дискреционим правима монетарни одбор не располаже и он функционише по правилима пасивне монетарне политике. Монетарни одбор не располаже дискреционо правом да утиче на понуду новца и њу одређују искључиво тржишни фактори. Монетарна политика је потпуно аутоматска пошто монетарни одбор врши емитовање или повлачење домаћег новца само у обиму у коме постоји еквивалентан прилив или одлив девиза резервне валуте. Количина домаћег новца у оптицају стриктно зависи од тражње за тим новцем. Монетарни одбор ће да емитује онолику количину домаћег новца колика је тражња за њим и при којој се у замјену за домаћи новац понуди еквивалентан износ девиза резервне валуте.

Увођењем монетарног одбора држава губи монетарни суверенитет. Централна банка земље резервне валуте одређује износ резерви на читавом валутном подручју, укључујући ту и земље са монетарним одбором. (Вукмирица и Шпирић, 2005)

Савремени валутни одбори, или често називани *квазивалутни одбори*, остављају одређени степен дискреционог права централној банци да проводи ограничене функције класичне централне банке најчешће у виду одређивања динамике у понуди новца, крајњег кредитора у случају тржишних шокова и прилагођавања промјена степена обавезних резерви.

Неиздјежно је објаснити основне предности и недостатке овог модела монетарне политике, са нагласком на *оригинални* модел валутног одбора какав је у Босни и Херцеговини. Као основне предности и користи наводе се монетарна дисциплина и редуковање инфлације, с обзиром да се ограничава дискреција монетарних власти правилом немогућности ширења монетарне базе ван нивоа девизних резерви.

Монетарна дисциплина у вези је и са фискалном дисциплином, јер се не дозвољава дефицитарно финансирање буџетске потрошње, што имплицира макроекономску стабилност као резултат чврсте економске политике. Сматра се да валутни одбор сигнализује велики кредибилитет тржишним учесницима, чиме привлачи страни капитал и имун је на спекулативне нападе (Beker, 2006). Фиксни девизни курс и немогућност спекулативних напада, анулира девизни ризик и тиме појачава ефекат страних директних инвестиција и повољне климе за нова капитална улагања. Друго гледиште одбране фиксног девизног режима јесте његова корисност за земље у развоју, уз претпоставку да монетарна и фискална стабилност доноси кредибилитет, који су потребни тим земљама, с обзиром на њихову зависност од међународне трговине и међународних тржишта капитала (Calvo & Reinhart, 2000).

Поред наведених предности, аранжман валутног одбора има све недостатке који се са избором овог модела управљања монетарном политиком свјесно прихватају као недостаци које фиксни девизни курс неоспорно има.

Одсуство дискреционе монетарне политике преко фиксног девизног курса на којем почива монетарни одбор, још више смањује маневарске могућности за макроекономским усклађивањем, јер не долази до промјене девизног курса. И у условима монетарног одбора може да постоји потреба за промјеном утврђеног девизног курса који реално може да постане прецијењен. До тога долази, по правилу, због инфлаторне инерције, али и због чињенице да домаће цијене, и у условима фиксног девизног курса, расту и настоје да се постепено прилагођавају цијенама у земљама резервне валуте. Прецијењени девизни курс ће за посљедицу имати смањење међународне

конкурентности земље са монетарним одбором и изазваће, не мале, спољнотрговинске проблеме и успорен привредни раст. (Душанић и Шпирић, 2009).

Према Рубинију (Roubini, 1998) фиксни девизни курсеви, а нарочито аранжмана валутног одбора, повезани су са стварном валутном апријацијом, губитком конкурентности, те погоршањем трговинског биланса и текућег рачуна.

Иако се наводи као предност, чињеница је да монетарни одбор не гарантује фискалну дисциплину, мада претпоставља и промовише здраве јавне финансије. (Владушић, 2012). 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. 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.

С обзиром да у аранжману валутног одбора не постоји могућност кредитирања државе, тј. не може се вршити монетизација буџетског дефицита, чињеница је да ће расположива средства, односно резерве монетарног одбора бити уложене у стране хартије од вриједности (државне обвезнице) које гласе на резервну валуту. На тај начин земље монетарног одбора кредитирају друге, по правилу, економски веома снажније привреде, а то не могу учинити са својом државом.

Против фиксног девизног режима постоје упозорења, бар у случајевима када га не прати опрезна фискална политика. Mckinnon & Pill (1998) упозоравају на чињеницу да фиксни девизни курс охрабрује екстерно задужевање до нивоа настанка проблема “прекомјерног задужења”, зато што он умањује перцепирани ризик оваквог задужевања. Burnside, Eichenbaum & Rebello (2001), развијају модел у коме влада гарантује за инвестиционе губитке и тиме елиминира подстицаје за обезбјеђење од девизног ризика. Cook & Devereux (2003) такође упозоравају да, уколико није комбинован са опрезном фискалном политиком, фиксни девизни курс треба избјегавати, из разлога што он води презадужевању и посљедично валутној кризи. (Башић, 2004)

Поред специфичности којима се монетарни одбор одликује, због тако утврђених крутих правила и елиминисања дискреционе монетарне политике, можемо рећи да ортодоксни аранжман валутног одбора са собом носи све предности и недостатке режима фиксног девизног курса.

1.2. Евроизација као алтернативни режим монетарне политике

За земље у развоју, при избору евроизације/доларизације као модела монетарне политике, идентификација трошкова и користи, као и мјерење њихове релативне важности, подразумијева процјену корисности увођења, ефеката и начина функционисања. Доларизација има смисла уколико су испуњени сљедећи предуслови:

- земља је релативно мала и у великој мјери зависна од спољне трговине,
- земља је у блиској прошлости доживјела хиперинфлацију,
- приходи од емисионе добити су релативно мали због широко присутне неформалне доларизације и
- постоје девизне резерве које би омогућиле замјену националне валуте са страном.

У зависности од тога која се валута користи као средство размјене устављени термини су евроизација - за евро и доларизација - за долар.

У литератури монетарне теорије разматрају се 3 појавна облика доларизације:

а) неслужбена; б) службена и ц) полуслужбена. (Ловриновић и Иванов, 2009, стр. 504) *Неслужбена доларизација* подразумијева да правни субјекти држе знатан дио своје имовине у страном новцу који није званична валута предметне државе, а уз њу паралелно функционише и национална валута. Неслужбена доларизација постоји када домаћи субјекти своју имовину држе у страниој валути како би сачували њену реалну вриједност која је у земљама у развоју често била угрожавана инфлацијом и девалвацијама. *Полуслужбена доларизација* подразумијева употребу страног новца као законског средства плаћања који количином може вишеструко прећи износ депозита у домаћој валути код домаћих банака, но који и даље представља секундарно средство плаћања. *Службена доларизација* подразумијева ситуацију у којој страна валута има искључиву улогу валутарног новца који се користи за све врсте плаћања, док домаћа валута (уколико постоји) има секундарну улогу.

Према Димитријевић и Фабрис (2012), појам доларизације није нов, али тек у посљедњој деценији постаје чест инструмент економске политике који заговара све већи број економиста. Под појмом доларизације, односно евроизације, подразумијева се неколико различитих монетарних система који су међусобно врло различити, али имају заједничку карактеристику да је у формалним или неформалним трансакцијама страна валута широко распрострањена као платежно средство.

Све земље које су прихватиле полуслужбену доларизацију претходно су прошле фазу незваничне доларизације, која се најчешће користи послије

хиперинфлација. Данас је у свијету највише присутна неслужбена доларизација, тј. примјери да се монетарна политика води на основу секундарне валуте. Питање монетарне суверености у случају доларизације, тј. евроизације, карактерише се у зависности од облика који је присутан у датој економији. Сматра се да држава која преузима страну валуту није изгубила своју монетарну сувереност, иако је извршавање надлежности које из ње произилазе значајно ограничено, јер њена монетарна политика директно зависи од смјерница централне банке државе чију валуту преузима.

1.3. Монетарна унија као највиши степен монетарне интеграције

Монетарна политика у координацији са фискалном политиком, претпоставка су економском расту и успјешном функционисању једне привреде. Из тих разлога, свака држава настоји да задржи суверенитет у вођењу монетарне политике и право емитовања и управљања токовима новчане масе. Ипак, државе прихватају губитак монетарног суверенитета и одлучују да заједнички формирају неки облик монетарне уније, из разних политичких и економских разлога и тада говоримо о преносу дијела или цјелокупног монетарног суверенитета на наднационалну економску или монетарну унију. У условима изражене валутне конкуренције, јаке свјетске валуте потиснуле су из употребе један број слабих националних валута. Паралелно с тим, растућа интегрисаност економија Европске уније довела је до стварања монетарне уније и креирања јединственог европског новца - евра.

Разлика између формирања монетарне уније и евроизације може се направити са много различитих аспеката. Ипак, оно што им је заједничко је губљење националног монетарног суверенитета, те немогућност вођења националне монетарне политике и националне политике девизног курса. (Станишић, 2012)

Монетарна унија значи напуштање монетарне суверености због заједничке валуте, али у односу на аранжман валутног одбора и евроизације, има одређених предности због учешћа у процесу којим се регулишу монетарна политика. Микроекономске предности прихватања заједничке валуте - снижавање трансакционих трошкова, већа транспарентност цијена и монетарна стабилност, сматра се да су веће у односу на трошкове промјене и увођења нове јединствене валуте.

Због хетерогености чланица монетарне уније, поставља се питање може ли губитак монетарног суверенитета и независне монетарне политике, бити оптимална за све њене чланице? За разлику од симетричних, при настанку асиметричних шокова, као поремећаја који различито утичу на различите земље, чланство у монетарној унији постаје ограничавајуће. У том случају оно што одговара једној земљи, штети другој, што се објашњава улогом за-

једничке централне банке која не може у исто вријеме да предузме акције које би ишле у прилог за обе земље. То је неиздјежан трошак стварања монетарне уније, јер уколико се догоди асиметрични шок, заједнички девизни курс не може да изолује све земље које припадају монетарној унији.

2. Управљање монетарном политиком у Босни и Херцеговини

Да бисмо у потпуности анализирали домете и ограничења монетарне политике Босне и Херцеговине, морамо сагледати све специфичности које утичу на монетарни систем БиХ. У политичком и економском окружењу које је карактерисало Босну и Херцеговину непосредно након ратних дешавања, једини адекватан облик монетарне политике за стабилизацију финансијског сектора био је управо валутни одбор. За земљу која се налази у процесу транзиције ка тржишном моделу, веома је важно обезбиједити макроекономску стабилност чији је кључни предуслов стабилан домаћи новац, са чврстом основом за инвестирање у привредни развој. Постратни период, међусобно неповјерење унутар земље и неопходност изградње укупне стабилности друштва, било би теже оствариво и ризично уз успостављање класичне централне банке са свим расположивим функцијама односно могућношћу да води властиту “дискрециону” монетарну политику. Услови у којима једна земља има велике потребе за финансирање обнове и реконструкције и веома изражене социјалне потребе, стављају централну банку пред тешкоће у дефинисању и провођењу мјера монетарне политике.

Велики притисци у правцу финансирања нарасталих потреба путем (непокривене) емисије новца сигурно би произвели високу стопу инфлације и укупну макроекономску нестабилност, а посебно би отежали услове за потенцијалне стране инвеститоре да улажу у економски и социјални опоравак БиХ. Имајући на уму наведено, модел валутног одбора представљао је најпогодније рјешење за БиХ на путу интеграције економског простора у монетарној сфери, па и изградње јединственог економског система у цјелини, остваривања макроекономске стабилности, поред осталог и путем стабилног новца и избјегавања могућег утицаја извршне на монетарну власт. (Козарић, 2007)

Из претходне анализе оправданости увођења овог ригидног аранжмана монетарне политике потврђујући горе наведено, можемо констатовати да је монетарни одбор био добар избор у датом моменту. Али непобитна је чињеница да тако изабран монетарни одбор, заснован на фиксном девизном курсу и према строго утврђеним правилима, тј. пасивна монетарна политика није могла да оствари и развојне функције. Дилема око режима фиксног девизног курса огледа се у могућем преносу вањских поремећаја

и нестабилности, те апресијацији домаће валуте што у условима немогућности интервенције монетарне политике има штетне посљедице на извоз и економски раст земље.

Поред недостатака које са собом доноси монетарни одбор, на макроекономско окружење БиХ великим дијелом утиче актуелна економска криза и висок степен ризика и неизвјесности који су пред монетарне власти ставиле изазов одржавања финансијске стабилности и избора адекватног девизног курса и модела монетарне политике. Криза се у већини земаља ЕУ одразила на финансијски систем, а потом и на реални сектор узрокујући успорен привредни раст, пораст незапослености и јачање фискалних притисака. Посљедично, успоравање глобалне привреде значи пад у цјелокупној потрошњи и инвестиционим активностима што је и у БиХ узроковало значајно погоршање услова размјене. Главни ефекти економске стагнације у ЕУ (и еврозони) на домаћу економију су се рефлектовали у смањењу спољне тражње за нашим извозом и недовољних капиталних прилива. Слаба домаћа потражња, погоршање фискалне позиције земље и притисак на девизне резерве основни су генератори негативног привредног раста у БиХ. Узевши у обзир предности и недостатке, несумњиво је да класични монетарни одбор представља погодно средство монетарне стабилизације али не и механизам динамизирања привредног раста. У наставку рада анализирамо ефикасност валутног одбора у економији БиХ.

3. Ефикасност режима валутног одбора у БиХ

Ефикасност режима валутног одбора најбоље можемо представити кроз економске параметре који се узимају као релевантни у оцјени одрживости овог режима монетарне политике. Њихов значај огледа се у чињеници да они са једне стране представљају оправданост задржавања овог облика монетарне политике, уз евентуалне модификације, а истовремено представљају изворе опасности за његову одрживост, усљед недостатака које може имати на економски раст БиХ.

3.1. Валутни одбор и инфлација

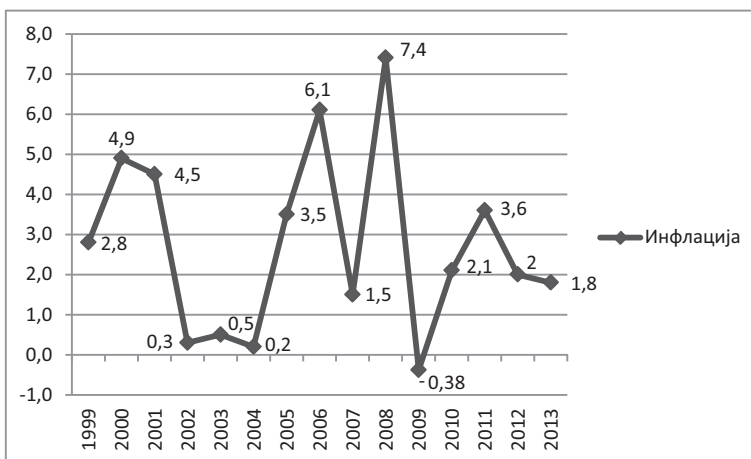
У претходном дијелу смо навели да је основни задатак валутног одбора у земљама које се налазе у транзиционом и реформском процесу да обезбиди стабилност валуте, односно да стабилизује инфлацију на што нижем нивоу. Један од таквих захтјева подразумијева да стопа инфлације конвергира стопи инфлације земље валуте сидра, тј. валуте за коју је домаћа валута везана. Ако посматрамо инфлацију у БиХ (Графикон 1), можемо примјетити да је опадала у периоду од 2000. до 2004. године и кретала се у вријед-

ностима нижим од нивоа инфлације који је превладавао у еврозони. Благи пораст током 2005. године био је посљедица егзогених притисака изазваних порастом у цијенама нафте на свјетским тржиштима. У 2006. години, ниво инфлације такође доживљава одређени скок у нивоу цијена изазван увођењем пореза на додату вриједност (ПДВ). Цијена сирове нафте је значајније расла у првој половини 2008. године, чиме је знатно утицала на глобална инфлаторна кретања. Инфлаторни притисци су били израженији, тако да је годишња инфлација скоро достигла двоцифрени износ средином године. Почетак инфлације је узрокован растом цијена (нафте и хране) на свјетским тржиштима, али је инфлациона спирала убрзана усљед раста домаћих плата и комуналних услуга. Уз то, протеклу годину је карактерисала и наглашена фискална експанзија, углавном кроз раст социјалних трансфера и текуће потрошње. Спољна позиција је даље слабила кроз повећани спољнотрговински дефицит.

Упркос расту робног извоза, нето извоз (спољнотрговински дефицит) је претрпио погоршање и практично је имао негативан допринос за економски раст. Домаћа потрошња је била стимулисана растом плата (нарочито у јавном сектору), великим износом новопласираних кредита становништву, те континуираним приливом дознака из иностранства (подаци Централне банке БиХ). Уочавамо да је инфлација очувана у стабилним оквирима и да конвергира стопи инфлације у еврозони, изузев 2006. и 2008. године, што је резултат егзогених фактора изазваних порастом у цијенама нафте на свјетским тржиштима, а потом и свјетском економском кризом.

Графикон 1.

Кретање стопе инфлације у БиХ



Извор: World Economic Outlook Database, октобар 2013, обрада аутора

Оно што представља опасност за економију БиХ управо је погоршање спољне конкурентности што води погоршавању платнобилансног дефицита и посљедично инфлаторним притисцима. У принципу, све док продуктивност не расте спорије од плата, не постоји опасност по одрживост паритета евро - конвертибилна марка.² Можемо закључити да је валутни одбор, показао ефикасност у сузбијању инфлације која се кретала максимално око 7%, и обично испод 3% годишње.

3.2. Платнобилансни дефицит

У прегледу релевантне литературе и на бази примјера из праксе, иако са доста опречних мишљења, евидентно је да аранжмани фиксног девизног курса (а посебно у случају ортодоксног валутног одбора) током времена доводе до прецијењености националних валута што стимулише увоз и обесхрабрује извоз. Дакле, на основу теоријских претпоставки, очекивања су да земље у ригидном аранжману валутног одбора имају већи дефицит текућег рачуна (као % БДП-а) од земаља које су се одлучиле за примјену флексибилног девизног курса. ЕЦБ (2006) је анализирајући платнобилансни дефицит на примјеру привреда у транзицији, дошао до закључка да су највећи дефицит текућег рачуна у земљама под режимом валутног одбора. Резултати истраживања Мехл и Винклер (Mehl & Winkler, 2003) показују исти закључак за земље у транзицији, наводећи да “тренутно стање у четири земље са овим режимом карактеришу релативно високи дефицити, углавном одражавајући знатне приливе капитала и, у случају Босне и Херцеговине, прилив стране помоћи.” (Фабрис и Родић, 2012).

Уколико посматрамо кретање платнобилансног дефицита на примјеру Босне и Херцеговине, и узимајући у обзир да аранжман валутног одбора БиХ функционише по класичном, ортодоксном моделу, уз пасивну монетарну политику и без избора инструмената монетарне политике које би стајале на располагању ЦБ БиХ у подстицању извоза и економског раста, горе наведену тезу можемо и потврдити (Графикон 2).

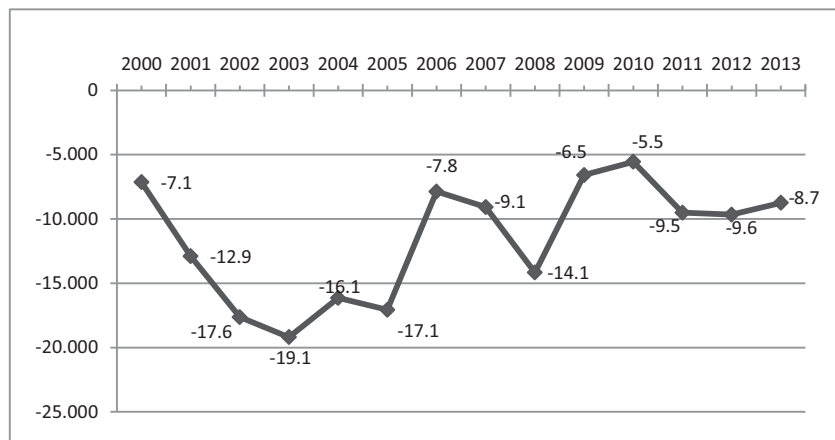
У 2012. забиљежена је нижа вриједност и увоза и извоза у односу на претходну годину, с тим што је пад вриједности извоза био доста израже-

² Овај услов изведен је из макроекономског модела Роберта Мундела о прилагођавању у случају фиксног и флексибилног девизног курса, при чему би се динамика раста и флексибилност плата могли поставити као кључни услов за одрживост фиксног девизног курса. Подаци истраживања одрживости аранжмана валутног одбора (Кристић, 2007) указују да раст плата у БиХ није адекватно покривен растом продуктивности у привреди, посебно у превеликом јавном сектору, што може имати директан утицај на бржи раст потрошње, а тиме и ниво домаћих цијена и увоза с једне стране, те дестимулирање извоза с друге стране. С обзиром на погоршање трговинског дефицита, то може представљати стални притисак на паритет између евра и КМ.

нији, што је посљедица смањене потражње у земљама главним трговинским партнерима. Уочава се константан дефицит платног биланса са повременим али несталним побољшањима.

Графикон 2.

Платнобилансни дефицити у БиХ



Извор: World Economic Outlook Database, октобар 2013, обрада аутора

Смањење дефицита текућег рачуна резултат је прије свега смањеног увоза условљен падом куповне моћи становништва током кризе, редуковање обима кредита, смањеним новчаним приливима и мјерама штедње у јавном сектору. Закључујемо да повремена побољшања платног биланса Босне и Херцеговине нису суштински производ босанскохерцеговачке економије или реалног економског раста, већ су условљени егзогеним факторима и глобалним макроекономским окружењем. С обзиром на висок спољнотрговински дефицит, недовољна покривеност увоза извозом и финансирање дефицита текућег рачуна нестабилним категоријама, као што су дознаке из иностранства, директне стране инвестиције и разне врсте страног задужевања, финансирање дефицита текућег рачуна у наредним периодима и условима у којима би могло бити отежано, представљаће изазов за креаторе економске политике.

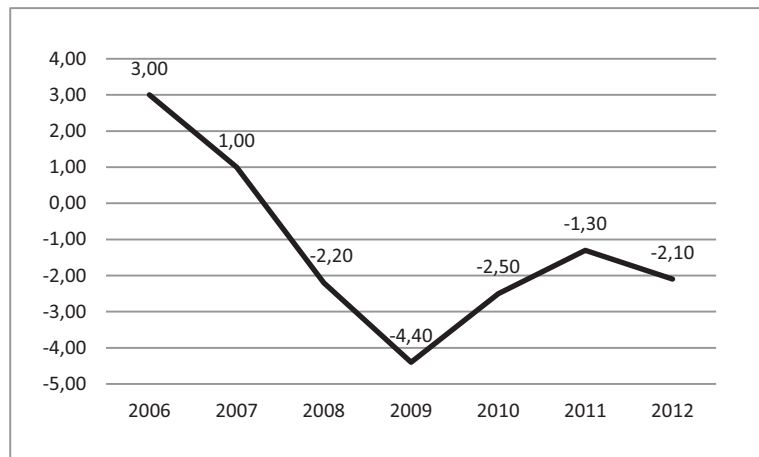
3.3. Фискална дисциплина у режиму валутног одбора БиХ

Анализа фискалног дефицита и јавног дуга у БиХ полази од специфичности у управљању монетарном политиком и политиком девизног курса у смислу немогућности примјене активне монетарне политике. Доминантан сегмент у управљању јавним дугом припада фискалној политици и политици контроли расхода. Анализом фискалног дефицита и јавног дуга

у БиХ, уочава се континуиран фискални дефицит, који је највише вређеност достигао у 2009. години, у износу од 4,4 процента БДП-а, што показује једну од основних фискалних слабости земље. Висок буџетски дефицит из претходних периода и спорост у спровођењу политичких и економских реформи резултирали су порастом задуживања БиХ код међународних финансијских институција, и значајним порастом задуживања код комерцијалних банака на домаћем тржишту капитала. Растућа јавна задуженост и повећање годишњих ануитета за отплату спољног дуга, у комбинацији са пројектованим успореним економским растом и високим буџетским дефицитом, стављају питање одрживости јавног дуга у фокус. Пријетње управљању јавним дугом су: кредитни рејтинг, смањена могућност задуживања код међународних финансијских институција, политичка (не)стабилност, утицај свјетске финансијске и економске кризе, смањење прилива директних страних инвестиција, негативни платни биланс, проблеми и кашњења у расподјели индиректних пореза, висока стопа незапослености, смањени трансфери из иностранства и др.

Графикон 3.

Фискални дефицит БиХ



Извор: Централна банка БиХ, Годишњи извјештај за 2012, обрада аутора

У условима актуелне свјетске економске кризе, стагнације БДП-а и прихода у буџетима, као и чињеница да измирење дугорочних обавеза као приоритета, може у већем проценту ангажовати буџетска средства, и даље је потребан опрез при будућем задуживању, у смислу уговарања нових задужења по повољнијим условима, прилагођавања распореда отплате обавеза висини очекиваних прихода, те одабира приоритетних пројеката. Једна од главних пријетњи је смањен кредитни рејтинг БиХ, који утиче на смање-

ње прилива страних директних инвестиција, као и погоршање услова под којима се БиХ може задуживати код међународних финансијских институција, али и ограниченим могућностима задуживања на домаћем тржишту услед ограничене домаће акумулације. Велики утицај на ниво домаће акумулације имају и трансфери из иностранства, што значи да привредна ситуација у земљама Европске уније и еврозоне увелико утичу на привредна кретања у БиХ.

4. Искуства земаља чланица Е(М)У које су управљале монетарном политиком путем режима валутног одбора

Чињеница је да се, анализирајући управљање монетарном политиком, уочава да универзални модел вођења политике не постоји. Оно што је добро и оптимално прихватљиво за једну земљу не мора истовремено бити и за другу националну економију. Различитост просјечне стопе раста БДП-а, нивоа економског развоја, политичко-економско и социјално окружење, захтијева да државе саме бирају најадекватнији облик управљања монетарном политиком. Ипак, полазне основе модела монетарне политике у анализи изабраних земљама су врло сличне. Босна и Херцеговина има сличне поставке валутног одбора са земљама Источне Европе - Бугарском, Естонијом и Литванијом. За разлику од њих, Аргентина и Хонг Конг имају изражене специфичности у односу на претходно наведене земље. Оно што уочавамо као заједничку карактеристику јесте стабилизирајући ефекат примјене валутног одбора, и позитивне импликације истог у приступању наведених земаља у Е(М)У. У наставку ћемо изложити неке од њихових основних специфичности у циљу компарације са моделом валутног одбора БиХ.

4.1. Аранжман валутног одбора на примјеру Естоније

У Естонији је од 1992. године почео период транзиције од централно-планске ка тржишно оријентисаној економији. Сам почетак транзиције било је стицање независности падом Совјетског Савеза. У јуну исте године уведена је “круна” као домаћа валута и законско средство плаћања. Као и већина других малих земаља које су пролазиле реформски и транзициони процес, одржавање монетарне стабилности био је основни циљ монетарних и економских реформи. Инструменти монетарне политике који су стајали на располагању Централној банци Естоније била је куповина и продаја депозитних сертификата, промјене у висини стопе обавезне резерве, устаљене погодности кредитирања, и у случају тржишних шокова и нестабилности одобравање кредита у циљу обезбјеђења ликвидности појединих банака. Централна банка Естоније може користити наведене инструменте

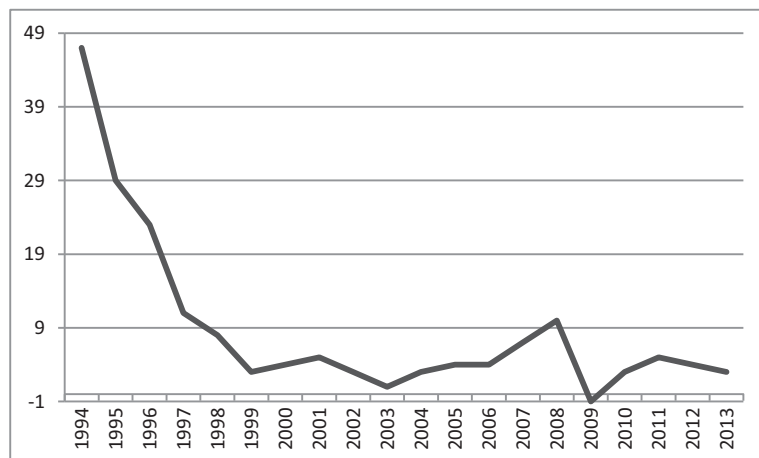
монетарне политике све док њене девизне резерве премашују минимални износ покрића домаће валуте, “круне”. За разлику од БиХ, учавамо да се валутни одбор у Естонији сврстава у савремени, “квазивалутни” облик, са много већим дискреционим правима централне банке.

Премда се аранжман монетарног одбора и његова стриктна правила која се тичу функције централне банке као “зајмодавца у крајњој инстанци” тумаче као потенцијални извор нестабилности, на искуствима Естоније имамо сасвим супротан примјер. Пошто је валутни одбор том мјером приморао банке да се ослоне на свој сопствени капитал и своју сопствену ликвидност, ово је имало директан утицај на тржишну структуру, јер су банке морале да траже финансијски јаке партнере, а њихова управа заинтересована само за стране, респектабилне институције за улазак у домаћи банкарски сектор. Долазак страног капитала је омогућио домаћим банкама снажну капитализацију и трансфер најбољих међународних банкарских искустава. То је, заједно са високим обавезама држања нивоа ликвидности, јасно смањило вјероватноћу изненадних шокова ликвидности. (Ђонлагих, 2006)

Иако је флексибилан режим монетарног одбора у Естонији оставио многа дискрециона права Централној банци, кретање стопе инфлације показује да то није имало негативних ефеката на стабилност цијена (Графикон 4).

Графикон 4.

Кретање стопе инфлације у Естонији од увођења режима валутног одбора



Извор: World Economic Outlook Database, октобар 2013, обрада аутора

Главни циљ програма монетарне политике Естоније био је успостављање јачих економских односа са Европском унијом, а усвајање евра дугогодишњи стратешки приоритет естонске владе. Од уласка у ЕУ, Естонија је

у свајање евра посматрала као најприхватљивију излазну стратегију валутног одбора. (Lättemäe and Randweer, 2006)

Задржавајући облик квазивалутног, флексибилнијег облика монетарног одбора све до вишег степена монетарне интеграције, евро је као валута ступила на снагу у Естонији 1. јануара 2011. Током 2010. године, Естонија је успјешно испунила све критеријуме из Мастрихта, који су потребни да се придруже евро зони. Естонија је истовремено 17. земља и прва балтичка држава која се приступила монетарној унији.

4.2. Модел монетарне политике Бугарске

Монетизација високог фискалног дефицита, висок износ унутрашњег дуга, висока инфлација и проблеми банкарског сектора, биле су основне карактеристике бугарске економије у првој половини XX вијека и оправдан разлог увођењу система валутног одбора. Макроекономска стабилизација био је примарни задатак Централне банке Бугарске, а валутни одбор начин да се избори са константном финансијском нестабилности присутне од почетка транзиције ка тржишној економији, која је ескалирала појавом хиперинфлације и драстичним погоршањем у билансима комерцијалних банака. Настојала се обезбједити економска стабилност земље и одржати стабилност националне валуте, кроз пуну покривеност пасиве банке ликвидним девизним резервама, омогућити неограничену размјену између бугарског лева и резервне валуте земље према утврђеном званичном курсу и издавање новчаница и кованог новца у земљи. Одржавање валутног одбора док се Бугарска не придружи еврозони, био је највећи политички приоритет земље.

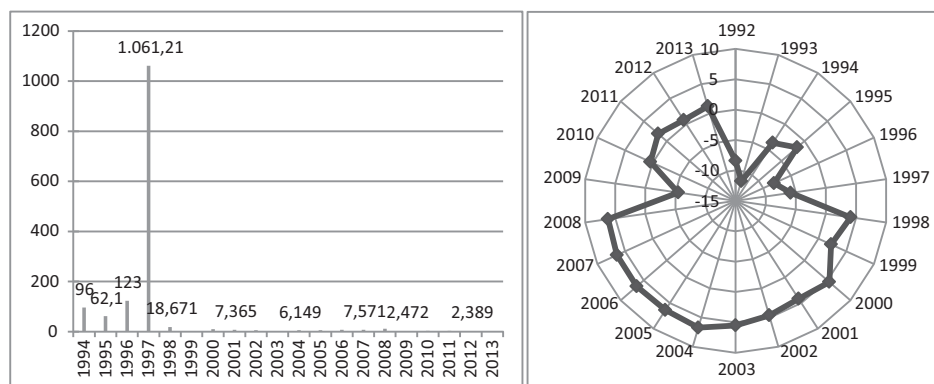
У моделу бугарског валутног одбора постоји дјелимична могућност дискреционог вођења монетарне политике, дакле флексибилније него на примјеру монетарног одбора БиХ. Овакав вид “квазивалутног” монетарног одбора у случају Бугарске огледа се кроз функције и инструменте Централне банке и то: функције посљедњег уточишта, укључивање фискалних резерви владе у пасиву валутног одбора што даје могућност дјеловања на обим новчане масе, као и обавезне резерве. Уколико упоредимо податке стопе инфлације прије и након увођења валутног одбора (Графикон 5), уочавамо значајан пад инфлације након само двије године, уз истовремен раст БДП, што показује да флексибилни односно модификовани класични валутни одбори могу створити квалитетну основу и предуслове за економски раст.

Осим обуздавања инфлације и стопе раста реалног БДП-а, у Бугарској економији долази до наглог пада каматних стопа на државне обвезнице, што је донијело велико олакшање за државну потрошњу и бољу прерасподјелу државних ресурса. Суштина успјешне дезинфлације у Бугарској огле-

да се у чињеници да су пресјечена два главна хиперинфлаторна канала у којима је држава спрјечена у даљњем непотребном задуживању и то да је Централна банка Бугарске наметнула строгу дисциплину у банкама. (Фабрис и Родић, 2012)

Графикон 5.

Крећање инфлације и БДП у Бугарској



Извор: Еуростат, обрада аутора

Савремени валутни одбори, са примјером у Бугарској, одступа од изворног оквира аранжмана валутног одбора у настојању да се постигне одговарајући компромис између кредибилитета аранжмана валутног одбора и његове способности да утиче на инфлацију, каматне стопе и понуду новца. Бугарска је сачувала одређене елементе дискреционе монетарне политике, путем инструмената обавезних резерви и зајмодавца у крајњој инстанци.

Премда оба анализирана монетарна система одступају од класичног валутног одбора, позитивна искуства заправо су резултат веома пажљивог приступа у обезбјеђењу дискреционог маневра централних банака Естоније и Бугарске. Флексибилније дјеловање централних банака и употреба проширених инструмената монетарне политике није у опасност довела стабилност девизног курса и ефикасност монетарне политике. Анализа приказаних искустава свој допринос проналази у могућим правцима развоја и модификације аранжмана валутног одбора у БиХ. Детаљну анализу евентуалних промјена и модификације дискреционог маневра Централне банке Босне и Херцеговине дајемо у наставку рада.

5. Могућности модификације постојећег валутног одбора у БиХ

Ако се посматра достигнути степен макроекономске стабилности и повјерења у домаћу валуту, може се рећи да је аранжман валутног одбора у Босни и Херцеговини постигао свој основни циљ. Међутим, досадашња

искуства и теоријски аспекти у функционисању система монетарног одбора такође показују ограничења у резултатима реалног раста инвестиција, БДП-а и запослености. Евентуалне промјене и модификације валутног одбора као модела управљања монетарном политиком Босне и Херцеговине, односе се првенствено на проширивање овлашћења ЦБ БиХ у кориштењу нових уз постојеће инструменте монетарне политике. Претходно смо навели да је примарни циљ БиХ, као и анализираних држава, Естоније и Бугарске, управљање монетарном политиком која је заснована на стабилности и фиксном девизном курсу. Међутим, ЦБ БиХ је остварила стабилан институционалан оквир за унапређење модела валутног одбора са циљем равнотеже кредибилности валутног одбора и већих дискреционих овлашћења ЦБ. Поставља се питање да ли су то довољни услови за промјену постојећег система валутног одбора и које заправо алтернативе стоје на располагању креаторима економске, односно монетарне политике?

По угледу на анализиране земље које примјењују флексибилнију форму монетарног одбора и на теоретским основама алтернативних режима монетарне политике, за БиХ између већег броја варијација, постоје двије опције: модификација постојећег ортодоксног монетарног одбора у савремени, “квизивалутни” монетарни одбор и алтернатива постојећем монетарном одбору у виду евроизације.

- Модификација система монетарног одбора кроз давање већих овлашћења Централној банци БиХ и
- Евроизација.

Модификација система монетарног одбора давањем већих овлашћења за вођење дискреционе монетарне политике централној банци је искусствено познато рјешење које се најчешће јављало као резултат већег степена самосталности земаља, или као резултат већег притиска власти за добијање таквих овлашћења. Идеја се базира на очувању достигнутих резултата и основних карактеристика система монетарног одбора, уз истовремено ублажавање недостатака. Модификација би се могла спроводити у смислу “омекшавања” система, како би се проширио маневарски простор за примјену нових уз већ постојеће инструменте монетарне политике. Основни циљ ових промјена било би стварање могућности учешћа мјера монетарне политике у развојним функцијама односно стварање предуслова и подстицање економског раста. Суштина је да се задрже постигнути резултати примјене монетарног одбора, уз истовремено увођење неких елемената дискреционе монетарне политике, углавном помоћу:

- Функције зајмодавца у крајњој инстанци и
- Увођење могућности операција са хартијама од вриједности.

При оваквој одлуци неопходно је размотрити све негативне ефекте које тим потезима могу настати, а огледају се у: (Вилендечић, 2004)

- Могућности губљења стеченог повјерења у домаћу валуту;
- Релативна неспособност домаћих институција и органа да остану независне у вођењу монетарне политике;
- Враћање уназад са становишта очекивања прикључења широј трговинској, финансијској и монетарној зони - Европској монетарној унији;
- Поремећај у основним показатељима макроекономске стабилизације;
- Политичка надметања у примјени инструмената монетарне политике;
- Застој у раду банкарског система и финансијског тржишта;
- Пораст трансакционих трошкова.

Оно што би монетарне власти у БиХ могле првенствено разматрати собиром на значај финансијске стабилност у измијењеним околностима на финансијским тржиштима, јесу функција зајмодавца у крајњој инстанци. Њено увођење за циљ има обезбјеђивање ликвидносне подршке банкарском сектору у спречавању банкарских криза и повлачења депозита из банака. Ова мјера је једна од најчешће примјењиваних у земљама са моделом квазивалутног одбора, а који има своје одређене предности и недостатке.

Једна од највећих потенцијалних опасности представља релативно мали износ вишка девизних резерви изнад монетарне пасиве Централне банке Босне и Херцеговине, што би у веома негативним околностима могло допринијети нарушавању принципа покривености монетарних обавеза девизним резервама валутног одбора. С друге стране, постојање кредитора крајњег уточишта би могло помоћи превазилажењу ликвидносних проблема банака и смањивању могућности појаве банкарских паника. (Ковачевић, 2012)

Монетарни систем БиХ тренутно нема изграђен институционални оквир, нити користи инструменте присутне у квазивалутним монетарним одборима у пракси, као што су: репо уговори, државне обвезнице и вриједносни папири тржишта новца. Инструмент политике отвореног тржишта ЦБ БиХ тек треба почети развијати, јер финансијско тржиште по броју учесника, развијености одговарајућих институција, врсти и обиму расположивих инструмената није довољно развијено. Ограничен ниво развијености домаћег тржишта новца дјелимично је повезан са ортодоксним карактером аранжмана валутног одбора који наглашава управљање ликвидношћу на девизном тржишту умјесто на домаћем међубанкарском тржишту. Сви наведени фактори отежавају примјену инструмената монетарне политике у савременим валутним одборима, као што су операције на отвореном тржишту и др., који су засновани на функционисању тржишних механизма.

За рјешавање проблема платнобилансног дефицита у научним и стручним круговима често се предлаже *девалвација курса конвертибилне марке према евр*. Претходно смо навели да аранжман валутног одбора, заснован на фиксном девизном курсу, може водити ка апресијацији домаће валуте, што у условима немогућности интервенције монетарне политике има штетне посљедице на извоз и економски раст земље. Постоји могућност промјене фиксног паритета између евра и КМ, што би значило смањење вриједности КМ у односу на евро, а тиме и у односу на валуте најзначајнијих босанскохерцеговачких трговинских партнера. То би довело до смањења цијена производа изражених у домаћој валути, због чега би наш извоз био јефтинији, а увоз скупљи. У зависности од цијеновне еластичности потражње за извозом и увозом дошло би до стимулације извоза и дестимулације увоза. Са друге стране, то би изазвало повећање камата и посљедично смањење инвестиција, и могуће рецесије. Иако би једнократна промјена девизног курса могла умањити притисак економског прилагођавања на номинални девизни курс, избјегавајући тако непопуларна смањивања номиналних цијена и надница, имала би негативан ефекат на кредибилност монетарних власти и система валутног одбора и инфлаторна очекивања. Неповјерење инвеститора у монетарну стабилност земље и одлив средстава, наводе се као могуће посљедице оваквог потеза економске политике.

Приликом *cost-benefit* анализе *евроизације*, као алтернативног режима монетарне политике, важно је објаснити околности под којима се ови режими предлажу и уводе, с обзиром да за транзицијске земље главни фактори евроизације/ доларизације, истовремено представљају и изворе предности и недостатака увођења овог облика монетарног режима.

Према Ивковић (2010): а) макроекономска неравнотежа, а прије свега висока и волатилна инфлација, снажна депрецијација домаће валуте и неодржив привредни раст, б) недовољно развијено тржиште капитала, в) тржишне имперфектности и г) неадекватна регулатива, разлог су за појаву и ширење доларизације.

Циљ централне банке у повећању кредибилности, у овом случају доприноси постизању одрживог и неинфлаторног привредног раста са крајњим циљем минимизирања монетарне нестабилности. Неријетко доларизација се дефинише као оптималан одговор економских субјеката на неоптималне макроекономске услове. (De Nicolo, G., Honohan, P. & Ize, A., 2003)

У анализи макроекономских кретања у доларизованим економијама, Edwards & Magendzo (2003) користе одговарајућу технику евалуације, чији резултати указују да је инфлација била знатно нижа у доларизованим економијама. Смањење нестабилности девизног курса и смањења трансакцио-

них трошкова, такође се наглашава као позитивна карактеристика доларизованих економија.

Од евроизације се очекује пад каматних стопа, тј. изједначавање високих каматних стопа са свјетским каматним стопама и каматним стопама Европске монетарне уније. Високе каматне стопе супсољедица рестриктивне монетарне политике, јер у процес евроизације најчешће улазе државе у хиперинфлаторним и некредитбилним условима, и увећане су ризиком од државе. (Марковић и Фуртула, 2009)

Могућност финансијске панике и валутних криза био је снажан подстицај за увођење доларизације. Улога доларизације у стварању или спречавању криза унутар представљеног модела Chang & Velasco (1998) показују да би увођење доларизације спријечио домаће централне банке од дјеловања зајмодавца у последњој инстанци која може погоршати финансијску нестабилност и могућност ширења кризе.

Из наведеног се може уочити да је основна предност евроизације држи излазак из тешке инфлаторне ситуације у привреди, када централна банка није у могућности да стабилизује економију и обезбиди стабилност цијена, што је посебно евидентно у транзицијским земљама. Низ предности које евроизација доноси огледају се у облику повећања валутне стабилности због ниске инфлације, чиме расте и заштита реалне имовине од инфлације, смањења трансакционих трошкова и нестабилности девизног курса, смањења каматних стопа, чиме се стимулише спољна трговина и води већој отворености економије.

Основни недостаци евроизације односно уступања дијела монетарне суверености, односе се прије свега на губитак инструмената монетарне политике и политике девизног курса у ефикасном вођењу националне економије. То се прије свега односи на функције централне банке, обзиром да се увођењем евроизације може знатно умањити независност и ефикасност монетарне политике.

Као највећи трошкови евроизације наводе се губитак прихода сењораже (*seigniorage*), улога централне банке као кредитора посљедњег уточишта и већ поменути губитак независне монетарне политике. Из наведеног уочавамо да је у условима службене доларизације/евроизације монетарни суверенитет пренесен на централну банку државе чију валуту преузима. Сењоража представља емисиону добит, тј. разлику између номиналне вриједности новчаница и трошкова за њихову израду. Као могућа компензација за губитак емисионе добити може бити подјела емисионе добити са државом чија се валута користи. Појава евра и међународна конкуренција три највећа свјетска валутна блока могу у будућности утицати на већу спремност земаља да дијеле емисиону добит. (Марковић и Фуртула, 2009)

Истраживање које су извршили Chang & Velasco показују да би доларизација спријечила спровођење оптималне монетарне политике, посебно везано за девизни курс и елиминисање неравнотежних шокова. У случају дивергентних економских циклуса, држава би била у немогућности да реагује на специфичне шокове или да надокнади пад конкурентности у условима кризе. Нестанак функције централне банке као кредитора посљедњег уточишта сматра се трошком евроизације, мада поједини аутори то наводе као и предност у дисциплини провођења мјера монетарне политике, у зависности од облика који се примјењује. У критичним ситуацијама ликвидности, ипак, оно представља велики проблем, када се домаћим банкама оставља могућност реализације кредитних линија са страним банкама, што у условима тржишних шокова и глобалне нестабилности значи тежи начин прилива неопходног капитала.

У литератури постоје супротстављени ставови о негативним ефектима доларизације/евроизације. Док једна група аутора истиче позитивне импулсе доларизације за мале и отворене економије, други аутори сматрају да је и слаба независна монетарна политика и слободно формирање девизног курса важније за земљу од свих предности доларизације. Frenkel (1999) као рјешење предлаже прелазни режим између службене доларизације и слободно пливајућег девизног курса националне валуте.

Избор одговарајућег (оптималног) курсног режима и монетарног система зависи од конкретних околности и стања националне економије. Осим економских разлога, посебно треба истакнути и политички аспект (Ловриновић и Иванов, 2009, 510) који може бити пресудан, и посебно је изражен уколико се посматра на примјеру БиХ.

6. Закључак

Нестабилна спољна и унутрашња вриједност националног новца и волатилност девизних курсева, током претходних деценија, створила је неповјерење према домаћим валутама. То је надаље резултирало све чешћим захтјевима за напуштањем властитих и везивањем за неку од стабилних свјетских валута. Увођење у оптицај неке од свјетских валута, има посебно значајну улогу у транзицијским земљама, а подстакнуто актуелном кризом, проблематика различитих режима монетарне политике и њихових специфичности добијају примарни значај за цјелокупну економску политику и економски раст. Осигурати раст националне економије уз истовремену унутрашњу и спољну стабилност цијена поставља се као примарни задатак економске политике. Посматрајући све аспекте и специфичности које утичу на монетарни систем БиХ, у политичком, социјалном и економском

окурењу непосредно након ратних дешавања, указује да је једини адекватан облик монетарне политике за стабилизацију финансијског сектора био управо валутни одбор. Обезбидити раст повјерења у домаћу валуту, јачање кредибилитета монетарних власти и макроекономску стабилност као чврсту основу за инвестирање у привредни развој, био је примарни циљ овог модела монетарне политике.

Питање које је посљедњих година актуелно у БиХ, а подстакнуто негативним ефектима текуће кризе, јесте могућност изласка из аранжмана валутног одбора у БиХ. Разлози за модификације или напуштање овог режима резултат су нарастајућих проблема везаних за његову одрживост као и неодговарајући облик монетарне политике у новим економским околностима за БиХ. У условима немогућности интервенције монетарне политике штетне посљедице на извоз и економски раст земље несумњиво показују да класични монетарни одбор представља погодно средство монетарне стабилизације али не и механизам динамизирања привредног раста. Анализирајући предности и недостатке различитих облика монетарне политике у овом раду, као основну предност истичемо бржи излазак из тешке инфлаторне ситуације у привреди, када централна банка није у могућности да стабилизује економију и обезбиди стабилност цијена. Сви анализирани монетарни аранжмани, обзиром да почивају на фиксном девизном курсу, имали су за циљ стабилизацију валуте, карактеристичну првенствено за земље које су у претходним периодима пролазили процес транзиције праћен нестабилношћу домаће валуте и цијена. Евроизација и валутни одбори се препоручују у условима хиперинфлације, монетарне нестабилности и одсуства кредибилитета централне банке као креатора монетарне политике. Иницијални позитивни ефекти, који се огледају у смањењу инфлације и валутној стабилности, имају и супротне ефекте којим се у недостатку инструментата монетарне политике и девизног курса, повећава ригидност надница и цијена а тиме и трошкови у економији. У дугом року то негативно утиче на привредни систем државе, у виду смањења привредног раста и запослености.

Резултати истраживања потврђују низ предности које монетарни одбор пружа малим и отвореним економијама, али истичу и недостатке који доводе у питање одрживост овог аранжмана монетарне политике и воде модификацији или алтернативним моделима монетарне политике у Босни и Херцеговини. Препоручује се одређено “омекшавање” постојећег ортодоксног модела валутног одбора, што би проширило инструменте дјеловања Централне банке Босне и Херцеговине, а на бази позитивних искустава других Европских земаља које су прије приступања Е(М)У примјењивале савремене валутне одборе. Као два најчешћа инструмента кориштена у

квизивалутним одборима анализираних земаља су функција зајмодавца у крајњој инстанци и увођење могућности операција са хартијама од вриједности. Могућности Централне банке БиХ са аспекта операција са хартијама од вриједности су доста сужене, обзиром да финансијско тржиште по броју учесника, развијености одговарајућих институција, врсти и обиму расположивих инструмената није довољно развијено. Монетарни систем БиХ тренутно нема изграђен институционални оквир, нити користи инструменте присутне у квизивалутним монетарним одборима у пракси, као што су: репо уговори, државне обвезнице и вриједносни папири тржишта новца. Инструмент политике отвореног тржишта ЦБ БиХ тек треба почети развијати. Обзиром на значај финансијске стабилност у измијењеним околностима на финансијским тржиштима, функција зајмодавца у крајњој инстанци има за циљ обезбјеђивање ликвидносне подршке банкарском сектору у спречавању банкарских криза и повлачења депозита из банака. Ова мјера је једна од најчешће примјењиваних у земљама са моделом квизивалутног одбора, а у БиХ потенцијална опасност се огледа у релативно малом износу вишка девизних резерви изнад монетарне пасиве ЦБ БиХ, што у условима тржишних шокова може допринијети нарушавању принципа покривености монетарних обавеза девизним резервама валутног одбора.

Евроизација као алтернативни облик монетарне политике, често се претлаже као прелазни облик између валутног одбора и остваривања највишег степена монетарне интеграције, односно приступања монетарној унији. Ипак, заснована на чврстом девизном курсу, али на још ригиднијим основама него валутни одбор, за Босну и Херцеговину не би имала значајније позитивне ефекте на економски раст, без фискалних и осталих реформи. Обзиром да се уводи у случају неповјерења у домаћу валуту, могла би стабилизирати финансијски систем, али у БиХ је валутни одбор био ефикасан у овом домену. Највећи недостатак евроизације био би изражен и у БиХ а то је губитак сениораже.

Узимајући у обзир све политичко-институционалне, економске и социјалне специфичности економије БиХ, и уз представљене резултате истраживања, можемо закључити да се могући правци развоја монетарне политике БиХ у циљу остваривања економског раста крећу ка евентуалним проширивањем дискреционог права ЦБ БиХ, односно покушајем да се ортодоксни валутни одбор модификује у савремени “квизивалутни” монетарни одбор. Све друге излазне стратегије или промјене у друге, алтернативне облике монетарне политике, изазвало би високе опортунитетне трошкове за економију, посебно из разлога стратешког циља БиХ, који се огледа у чланству у Европској унији и приступању Европској монетарној унији. Задржати валутни одбор уз одређене модификације, до увођења евра као

властите валуте, показало се као добро рјешење у земљама (Естоније, Бугарске, Литваније) које су успјеле задржати валутни одбор и усвојити евро без преласка на друге аранжмане. Наравно, да би овај сценарио био успјешан и у примјеру БиХ и у складу са захтјевом раста продуктивности, њена спољна конкурентност не смије бити погоршана, јер би то у одређеном тренутку могло да угрози одрживост дефицита текућег рачуна. Неопходно је наставити одржавати фискалну дисциплину и успјешно управљање спољним дугом земље.

Здрава и стабилна валута је потребан, али не и једини услов за брз економски раст и развој. Иако ови аранжмани стварају стабилне и предвидљиве услове за пословање, они у дугом року не могу представљати супститут неопходним економским реформама. Стога закључак води ка томе да се без синхронизације монетарне политике и фискалне политике, те реформама у реалном сектору не може обезбиједити потребна стопа економског раста. Суштинско питање за одрживост и модификације аранжмана валутног одбора у БиХ, везано је за спољну конкурентност обзиром на константно висок дефицит текућег рачуна, управљање растућим јавним дугом и ниском продуктивношћу, чији утицаји на макроекономску стабилност тек предстоје да се анализирају.

Литература

- Башић, Т. (2003). *Монетарни одбор у Ѳеорији и Ѳракси*. Привредна изградња, XLVI: 3-4, стр. 177-194. Преузето 01.11.2013. са <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/0032-8979/2003/0032-89790304177B.pdf>
- Бекер, Е. (2006). *Девизно-курсни аранжмани - од ексѲирема до "нормале"*, *Panoeconomicus* Volume 53, Issue 1, Pages: 31-49, ISSN 1452-595X. Преузето 11.11.2013. са <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/1452-595X/2006/1452-595X0601031B.pdf>
- Burnside, C., Eichenbaum, M. & Rebelo, S. (2001). *Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange rate Regimes*, National Bureau of Economic Research. Преузето 13.10.2013. са <http://www.nber.org/papers/w7143>
- Calvo, A. G. & Reinhart, M. C. (2000). *Fixing for Your Life*, National Bureau of Economic Research. Преузето 23.12.2013. са <http://www.nber.org/papers/w8006.pdf>
- Chang, R. & Velasco, A. (1998). *Financial Fragility and the Exchange Rate Regime*, *Journal of Economic Theory*, 92. Преузето 20.09.2013. са <http://econ.as.nyu.edu/docs/IO/9381/RR98-05.PDF>
- Devereux, B. M. (2001). *Monetary Policy, Exchange Rate Flexibility, and Exchange Rate Pass-Through*, Преузето 23.12.2013. са <http://140.80.193.5/en/res/wp/2000/devereux.pdf>
- De Nicolo, G., Honohan, P. & Ize, A. (2003). *Dollarization of the banking system: good or bad?*, Policy Research Working Paper Series 3116, The World Bank. Пре-

- узето 20.09.2013. са http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSPContentServer/WDSP/IB/2003/09/000094946_03082904015447/Rendered/PDF/multi0page.pdf
- Душанић, Ј. и Шпирић, Н. (2009). *Монетарне и јавне финансије*. Бања Лука: Економски факултет.
- Donlagić, DŽ. (2006). *Evropska monetarna unija i Bosna i Hercegovina*. Sarajevo: Ekonomski fakultet.
- Edwards, S. & Magendzo, I. (2003). *Dollarization and economic performance: What do we really know?*, International Journal of Finance & Economics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 8(4). Преузето 12.10.2013. са <http://ideas.repec.org/p/chb/bcchwp/175.html>
- Фабрис, Н. и Димитријевић, Б. (2012). *Економска теорија - Теорија и анализа*. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета.
- Fabris, N. & Rodić, G. (2013). *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 3, pp.157-176. Retrieved from <http://www.cbcg.me/repec/cbk/journal/vol2no1-8.pdf>
- Fischer, S. (2001). *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* Преузето 04.01.2014. са <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf>
- Frenkel, J. (1999). *No single currency regime is right for all countries or at all times*, The National Bureau of Economic Research. Преузето 20.11.2013. са <http://www.nber.org/papers/w7338>
- Frenkel, J. (2003). *Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies*, The National Bureau of Economic Research. Преузето 20.11.2013. са <http://www.papers.nber.org/papers/w10032>
- Hanke, S. H. & Schuler, K. (1994). *Currency boards for developing countries: A handbook*. San Francisco, Calif: ICS Press. <http://www.econbiz.de/Record/currency-boards-for-developing-countries-a-handbook-hanke-steve/10000886785>
- IMF (2004). *Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks*. Преузето 10.12.2013. са <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/0604/htm>
- Ковачевић, Д. (2013). *Мјере за јачање валујној одбора у Босни и Херцеговини*, Зборник радова Економског факултета, Универзитета у Источном Сарајеву, 7, стр. 405-420. Преузето 11.12.2013. са <http://www.zrefis.com/images/zrefis2013-7/405-420%20Dejan%20Kovacevic.pdf>
- Козарић, К. (2007). *Модели монетарне теорије са освртом на валујни одбор БиХ*, Централна банка Босне и Херцеговине, Специјалне теме истраживања. Преузето 10.12.2013. са http://www.cbbh.ba/files/specijalne teme_istrzivanja /STI01_07_I%20tema.pdf
- Кристић, И. (2007). *Одрживост аранжмана валујној одбора у БиХ*, Дирекција за економско планирање Савјета министара БиХ-ДЕП. Преузето 20.11.2013. са http://www.dep.gov.ba/dep_publikacije/doc/?id=102
- Levy-Yeyati, E. & Sturzenegger, F. (2001). *Exchange Rate Regimes and Economic Performance*, IMF Staff Papers, Vol. 47, pp. 62-98. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2000/00-00/ls.pdf>
- Ловриновић, И. и Иванов, М. (2009). *Монетарна теорија*. Загреб: РРИФ плус д.о.о.

- Марковић, Д. и Фуртула, С. (2009). *Унилатерална евроизација као монетарни феномен*. Економски хоризонти, 11, (2). Преузето 01.09.2013. са http://www.horizonti.ekfak.kg.ac.rs/index.php?q=2009_2
- McKinnon, R. & Pill, H. (1999). *Exchange rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Over borrowing*, Oxford Review of Economic Policy, 15, p.19-38. Преузето 22.12.2013. са <http://ideas.repec.org/p/wop/stanec/99018.html>
- Mehl, A. & Winkler, A. (2003). *Currency Board and Euro*. Преузето 01. септембра 2013. године са http://www.vwl.uniwuerzburg.de/fileadmin/12010100/Publikationen/Adalbert_Winkler/winkler_mehl.pdf
- Roubini, N. (1998). *The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards*, Stern School of Business, New York University. Retrieved from <http://home.aubg.bg/faculty/ssullivan/intfin/tenmyths.html>
- Станишић, Н. (2012). *Ефекћи међународне монетарне инћејрације на инфлацију, љривредни расћи и љекући биланс*. Економски хоризонти, 2012, 14, (2). Преузето 01. септембра 2013. године са http://www.horizonti.ekfak.kg.ac.rs/index.php?q=en/2012_1_EN
- Вилендечић, С. (2004). *Најушићање сисћема валућној одбора у љранзиционим економијама*. Источно Сарајево: Завод за ућбенике и наставна средства.
- Владушић, Љ. (2013). *Предносћи и недосћиаци фиксној курса (валућној одбора) у условима економије БиХ*, Зборник радова Економског факултета, Универзитета у Источном Сарајеву, 7, стр. 91-100. Преузето 11.12.2013. са <http://www.zrefis.com/images/zrefis2013-7/91-100%20Ljubisa%20Vladusic.pdf>
- Вукмирица, В. и Шпирић, Н. (2005). *Економска и монетарна инћејрација Евроје*. Бања Лука: Економски факултет.

