

ULOGA CURRENCY BOARD-A U MONETARNOJ STABILIZACIJI I EKONOMSKOM RAZVOJU BOSNE I HERCEGOVINE

Dražen Marjanac

Magistar ekonomije, Vlada Republike Srpske, Trgr Republike Srpske 1, Banja Luka,
e-mail: d.marjanac@gmail.com

Rezime: *Devizni kurs predstavlja cijenu po kojoj se jedna valuta mijenja za drugu i važan indikator konkurentnosti privrede na svjetskom tržištu. Valutni odbor predstavlja sistem fiksnog deviznog kursa gdje se domaća valuta veže za jednu ili više valuta, kao rezervnu valutu. Razlozi uvođenja i primjene valutnog odbora, na primjeru svih zemalja, su velike ekonomske krize u zemlji praćene nestabilnom političkom situacijom. Valutni odbor u ovim situacijama služi kao efikasno sredstvo uspostavljanja makroekonomske ravnoteže, stabilnosti pariteta domaće valute i cijena na kraći i srednji rok. U dužem vremenskom periodu Valutni odbor može predstavljati ograničavajući faktor privrednog razvoja zemlje, zbog ograničenog dejstva monetarne politike, kao važnog faktora privrednog rasta i razvoja. U Bosni i Hercegovini se, za razliku od većine država koje primjenjuju promjenjive devizne kurseve, primjenjuje rigidna forma fiksnog deviznog kursa, ili Currency board. Njime se nastoji obezbjediti stabilan ekonomski sistem u zemlji, stabilnost cijena, odnosno, niska stopa inflacije. Njegova primarna uloga je u potpunosti ispunjena, što predstavlja značajnu osnovu za samostalni ekonomski razvoj zemlje. Danas u Bosni i Hercegovini ne postoji mogućnosti inflatorne manipulacije, devizni kurs nema velikih oscilacija, što doprinosi makroekonomskoj stabilnosti zemlje. Currency board se održao do danas, bez velikih potresa i zahtjeva za njegovim ukidanjem, ali i limitirajućim dejstvom kao faktor podsticanja privrednog rasta i razvoja.*

Ključne riječi: *devizni kurs, currency board, inflacija, ekonomski razvoj, monetarna politika.*

JEL klasifikacija: *E52, E58, O10, O23.*

UVOD

Sistem ekonomskih odnosa sa inostranstvom, kao važan dio privrednog sistema, treba da obezbijedi uslove za pravovremeno uključivanje nacionalne privrede u međunarodnu trgovinu i podjelu rada. Kao bitan faktor ovog sistema, pored spoljnotrgovinskog sistema, izdvaja se devizni sistem sa deviznim kursom kao najvažnijim dijelom. Devizni kurs predstavlja paritet, odnosno, odnos između dvije valute koji odražava nivo kupovne moći i jačine nacionalne privrede u ekonomskim odnosima sa inostranstvom [Stojanov, 2000: 94]. Prema ekonomskoj teoriji, najšira podjela deviznog kursa odnosi se na fiksne i varijabilne (fuktuirajuće, plivajuće) kurseve. Varijabilni kursevi formiraju se na osnovu ponude i tražnje za devizama. Naravno, proces formiranja nije u potpunosti prepušten tržišnim mehanizmima, već određenu ulogu imaju i centralne banke. Fiksni kurs predstavlja kurs koji se formira od strane nacionalnih monetarnih vlasti i ne zavisi od ponude i tražnje za devizama.

Nakon raspada SFRJ i turbulentnog trogodišnjeg perioda, privreda Bosne i Hercegovine je bila na izuzetno niskom nivou produktivnosti, tehnološkog napretka i trebalo je uvesti red u monetarni sistem kako bi se stvorile pretpostavke za ekonomski rast i napredak. Zbog toga je postojala potreba za uvođenjem valutnog odbora koji se pokazao efikasnim u kratkom i srednjem roku za veliki broj zemalja koje su se našle u finansijskim i strukturalnim ekonomskim krizama. Dejtonskim sporazumom, odnosno, članom VII Ustava utvrđeno je da u nadležnost institucija BiH spada i monetarna politika. Time je stvoren pravni okvir za uspostavljanje valutnog odbora i vezivanje novokreirane valute u BiH- konvertibilne marke sa tadašnjom njemačkom markom, a nakon uvođenja monetarne unije u Evropskoj uniji, sa evrom.

Predmet istraživanja odnosi se na Valutni odbor, njegovu funkciju i ulogu u nekoliko faza za zemlje koje su ga primjenjivale, sa posebnim osvrtom na Bosnu i Hercegovinu. Njegova uloga i funkcije zavise prvenstveno od ekonomskih i političkih aspekata svake zemlje ponaosob, jer ne postoji njegova efikasna implementacija koja je identična za sve zemlje. Primjena Valutnog odbora je bila naročito specifična u BiH, zbog svih događanja u posljednjoj dekadi XX vijeka, ogromnom padu privredne aktivnosti, zastarjelošću i nekonkurentnosti faktora proizvodnje, koji su sa nestabilnom političkom situacijom doveli do velikog pada životnog standarda stanovništva, povećanja nezaposlenosti, neelastičnosti cijena u odnosu na ponudu i tražnju.

Cilj istraživanja je da se dokaže hipoteza da je Valutni odbor izuzetno efikasno sredstvo ekonomske stabilizacije i konsolidacije na kratki i srednji rok, dok u dugom roku može negativno uticati na privredni rast i razvoj i iskorišćavanje eko-

nomskih potencijala zemlje zbog svojih limitirajućih dejstava na implementaciju instrumenata monetarne politike. U kratkom i srednjem roku Valutni odbor svojim šok dejstvom dovodi do makroekonomske ravnoteže, spriječava velike inflatorne fluktuacije, rast nezaposlenosti, pad privredne aktivnosti. U dugom roku, Valutni odbor počinje ispoljavati svoje limitirajuće dejstvo, jer je ispunio svoju prvenstvenu svrhu zbog koje je uveden, i nije u mogućnosti da učini iskorak u daljnjem privrednom rastu i razvoju zbog svojih sistemskih nedostataka.

Sistem valutnog odbora predstavlja instituciju kojoj je uloga emisija novca koji je konvertibilan u stranu valutu po fiksnom deviznom kursu koji je određen zakonom. Njegova primarna uloga odnosi se na održavanje stabilnosti ekonomskog sistema i stabilnost cijena.

Sistem se održao funkcionalnim do danas bez velikih pritisaka za njegovim ukinjanjem. Pored skromnih rezultata u stimulanju privrednog rasta i razvoja, mišljenja mnogih ekonomista su da se njime u stvari omogućava funkcionisanje stabilnog ekonomskog sistema, bez velikih turbulencija i inflatornih šokova koji bi mogli imati veliki uticaj na socijalnu komponentu.

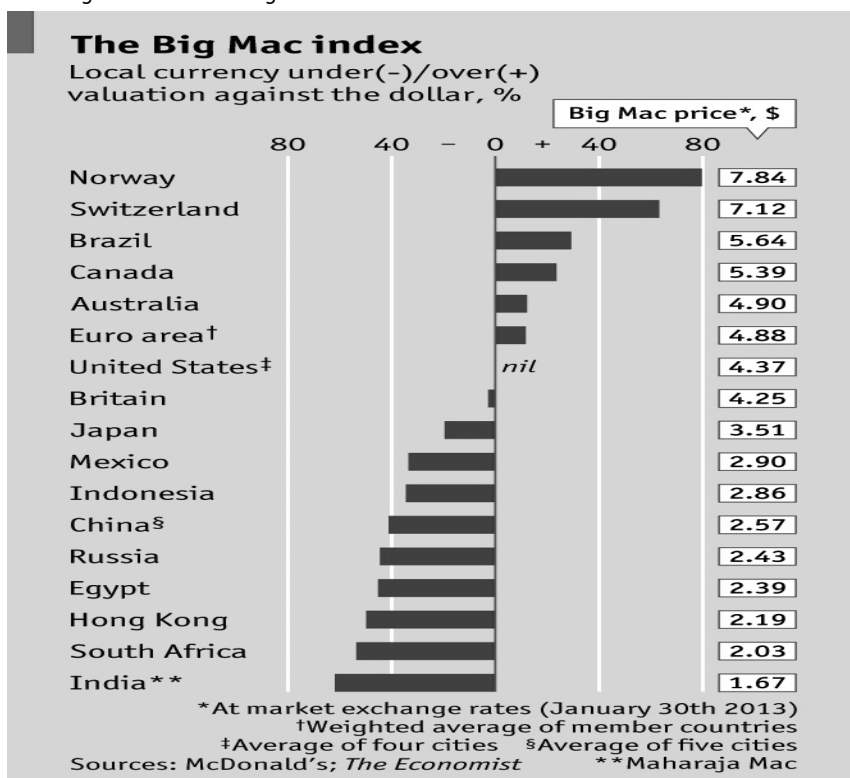
ULOGA I ZNAČAJ DEVIZNOG KURSA U EKONOMSKOM SISTEMU

Cijena po kojoj se jedna valuta mijenja za drugu naziva se devizni kurs. Mehanizam funkcionisanja deviznog kursa predstavlja značajan faktor u međunarodnoj trgovini i specijalizaciji poslovanja. Devizni kurs uspostavlja vezu između nivoa cijena u zemlji i inostranstvu i pomoću njega se inostrane cijene preračunavaju u nacionalnu valutu i domaće cijene iskazuju u devizama. Na taj način se omogućava komparacija cijena i indentifikacija proizvoda čija je cijena u zemlji niža pa se mogu izvoziti, odnosno proizvoda koji su jeftiniji u inostranstvu pa se uvoze.

Devizni kursevi formiraju se na deviznom tržištu na osnovu ponude i tražnje za devizama, kod zemalja koje primjenjuju sistem promjenjivog deviznog kursa. Ponuda i tražnja deviza odražavaju stanje platnog bilansa. Deficit platnog bilansa znači da je tražnja za devizama veća od ponude, a suficit platnog bilansa reflektuje stanje gdje je ponuda deviza veća od tražnje. Tražnja za devizama odnosi se na stavke platnog bilansa koje odražavaju obaveze zemlje da izvrši određena plaćanja prema inostranstvu, odnosno transakcija koje vrše transfer kupovne snage iz zemlje u inostranstvo. Za razliku od tražnje deviza, ponuda dolazi od aktivnih stavki platnog bilansa koje reflektuju plaćanja inostranstva prema zemlji i inostrani transfer kupovne moći u zemlju.

Postoje veliki broj teorija, koje s obzirom na aspekt na koji se odnose, objašnjavaju način na koji se formira devizni kurs nacionalne valute. Najzastupljenija od svih teorija naziva se Big Mac Index. Ovaj indeks kreirao je ekonomski magazin *The Economist* 1986. godine. Indeks upoređuje cijene McDonalds-ovih hamburgera u raznim zemljama svijeta. Kreatori ovog indeksa su razmišljali na koji način će odrediti devizni kurs, odnosno paritet kupovne moći u različitim zemljama svijeta. Došli su na ideju da reper za mjerenje indeksa bude McDonalds-ov hamburger, zato što u sebi sadrži sastojke koji se mogu naći u većini zemalja na svijetu, i koji se mogu novčano izraziti i uporediti. Teorija Big Mac indeksa polazi od pretpostavke da Big Mac na slobodnom tržištu u svim državama košta približno isto. Relativna kupovna moć jedne valute u odnosu na drugu računa se tako da se cijena, izražena u lokalnoj valuti, Big Mac-a u jednoj zemlji podijeli s cijenom u drugoj zemlji, a onda se rezultat uporedi sa kursom valuta te dvije zemlje. Ako je taj broj niži od kursa, onda je prva valuta podcjenjena, a ako je viši, onda je precjenjena.

Grafikon 1: Big Mac Index u 2013. godini



Ukoliko je devizni kurs ispod nivoa koji se označava kao realan, tada je domaća valuta precjenjena, a strana valuta podcjenjena što dovodi do rasta uvoza i smanjenja izvoza jer je kupovna moć u inostranstvu veća nego u zemlji. Posljedica ovoga je deficit platnog bilansa [Samuelson, Noddrhaus, 2004: 469]. S druge strane, podcjenjenost domaće valute, kada je devizni kurs iznad realnog, dovodi do stimulisanja izvoza i poskupljenja uvoza jer je kupovna moć veća u zemlji nego u inostranstvu. U situaciji kada je tražnja za devizama veća od ponude, Centralna banka interveniše na deviznom tržištu prodajom deviza iz monetarnih rezervi. Kada je ponuda deviza veća od tražnje za devizama, Centralna banka otkupljuje višak ponude deviza nacionalnom valutom. Međutim, ne postoji optimalan nivo monetarnih rezervi koji je dovoljan da se niveliše razlika između ponude i tražnje za devizama u dužem vremenskom periodu. Nacionalna privreda može se zaduživati u inostranstvu sve dok njen privredni potencijal garantuje uredno otplaćivanje dugova

Jedan od efikasnijih metoda za postizanje platnobilansne ravnoteže je devalvacija nacionalne valute. Devalvacija ograničava potrošnju, ali i djeluje stimulatивно na izvoz, time i na formiranje dopunske ponude deviza na deviznom tržištu. Mjerama devalvacije nacionalne valute, domaća roba postaje jeftinija u inostranstvu, izražena u inostranoj valuti, što dovodi do povećanja tražnje za domaćom robom, a time i izvoza [Stojanov, 2000: 101]. Obim i efekat devalvacije zavise od više faktora. Prije svega, efekat devalvacije zavisi od elastičnosti izvoza i uvoza prema cijenama. Sa rastom deviznog kursa strane valute očekuje se smanjenje uvoza, a time i tražnje za devizama. Privredni potencijal ima značajnu ulogu u stimulisanju devalvacije. Efekti devalvacije mogu biti skromni ukoliko je i slab privredni potencijal koji nije u stanju da obezbjedi potrebne izvozne viškove u uslovima povećane tražnje za domaćim proizvodima. Takođe, i kvalitet proizvoda koji se izvoze igraju značajnu ulogu. Ukoliko je loš kvalitet izvoznih proizvoda, prema kriterijumima i preferencijama inostranih kupaca, devalvacija neće imati veliku ulogu u stimulisanju izvoza i prodaje tih proizvoda na inostranim tržištima.

Fiksni i promjenjivi devizni kursevi

U ekonomskoj teoriji postoji nekoliko podjela deviznih kurseva, od kojih je najznačajnija, podjela prema načinu njihovog utvrđivanja na fiksne (čvrste) i promjenjive (fluktuirajuće, fleksibilne).

Fiksni devizni kurs odnosi se na kurs gdje je cijena deviza definisana od strane centralnih monetarnih vlasti, odnosno, centralne banke i ne zavisi od ponude i tražnje za devizama [Blanchard, 2010: 426]. Fiksni devizni kurs imamo u slu-

čajevima kada je dozvoljena fluktuacija kursa u uskim granicama od 2% - 3% na gore ili dole od zvanično utvrđenog pariteta. Ovaj devizni kurs je postojao u vrijeme zlatnog standarda, kada je njegova visina bila određena sadržajem zlata u jedinici nacionalne valute. Ovaj automatizam je nestao kada je napušten sistem zlatnog standarda i u novim uslovima se fiksni devizni kurs mogao održati jedino mjerama spoljnotrgovinske i devizne kontrole. Sistem fiksnog deviznog kursa ima dvije bitne komponente, a to su valutni paritet i kupovna snaga.

Valutni paritet predstavlja odnos nacionalne valute prema konvencionalno izabranom zajedničkom imenitelju (USD, SDR). Kupovna snaga predstavlja unutrašnju vrijednost valute.

Za razliku od njih, promjenjivi devizni kursevi formiraju se uglavnom na osnovu ponude i tražnje za devizama na deviznom tržištu. To znači da njihovo formiranje nije u potpunosti prepušteno tržišnim mehanizmima, zbog nesavršenosti tržišta, već i uticajem nacionalnih monetarnih vlasti [Blanchard, 2010: 448]. Prepuštanje slobodnog formiranja deviznog kursa nikada nije ni bilo, iako se navodi u literaturi, jer je devizni kurs suviše značajan instrument nacionalne privrede da bi se prepustio slobodnom formiranju na deviznim tržištima i eventualnim špekulativnim mehanizmima.

VALUTNI ODBOR, ISTORIJAT I ULOGA U DRUGIM ZEMLJAMA

Prema prihvaćenim definicijama, Currency board ili Valutni odbor predstavlja instituciju koja emituje papirni i kovani novac, potpuno konvertibilan, u stranu valutu koja u ovom slučaju ima karakter rezervne valute, i to po fiksnom kusu, koji je po pravilu definisan zakonom. Znači, njegova uloga je, prvenstveno, održavanje stabilnog ekonomskog sistema jedne zemlje, stabilnost cijena, odnosno niska stopa inflacija. Sistem valutnog odbora razvio se u Velikoj Britaniji u XIX vijeku i primjenjivao se u mnogim državama svijeta, u zavisnosti od ekonomske i političke situacije. Napuštanjem valutnog odbora prešlo se na konstituisanje Centralne banke sa svim njenim funkcijama i politikama gdje je postalo moguće manipulirati količinom novca u opticaju iz različitih razloga. Karakteristika ovog procesa je da su, poslije napuštanja Valutnog odbora, većina zemalja ušle u fazu stagflacije.

Valutni odbor se pokazao kao efikasan sistem u obuzdavanju visoke stope inflacije u kratkom roku, ali i ograničavajući faktor u finansiranju deficita budžeta od strane monetarnih vlasti. Međutim, to zavisi sa kog aspekta se gleda, jer one-

mogućavanje finansiranja deficita budžeta ima i dobrih strana, u smislu kontrole emisije novca, naročito bez pokrića koji bi se mogao iskoristiti za punjenje budžeta što može imati negativne implikacije na količinu novca u opticaju i privredni razvoj. Ograničavanje obima emisije i jednostavne monetarne operacije ne daju mogućnost monetarnim vlastima da obezbijede podršku komercijalnim bankama kada imaju problema sa likvidnošću. U toj situaciji, komercijalne banke ovaj problem nastoje riješiti međubankarskim ugovorima i kratkoročnim kreditima kod matičnih banaka.

Najčešći razlozi zbog kojih su valutni odbori uvođeni odnose se na probleme makroekonomske ravnoteže, tranzicionih reformi, otvaranja ekonomija i ratnih konflikata, što je slučaj u BiH. Zemlje koje su uvodile valutni odbor, mogu se podijeliti u dvije grupe, s obzirom na makroekonomske razloge uvođenja sistema. Prvu grupu čine zemlje koje su imale veliku monetarnu i valutnu nestabilnost, a druga grupa obuhvata zemlje sa malom i otvorenom ekonomijom koje nisu imale iskustva u vođenju monetarne politike. Za obe grupe zemalja je zajedničko da su prolazili, ili još uvijek prolaze, kroz proces tranzicije ka tržišnoj ekonomiji sa niskim početnim stepenom privrednog razvoja. Sistem karakteriše jednostavnost, transparentnost i precizno definisana pravila. Valutni odbor karakteriše nekoliko bitnih elemenata, a to su:

- sistem automatizama,
- kredibilitet,
- fiksni devizni kus i konvertibilnost,
- potpuno pokriće domaće valute rezervnom valutom,
- politička nezavisnost i povjerenje i
- pravno regulisanje.

Sistemom valutnog odbora nastoji se obezbijediti konvertibilnost, makroekonomska disciplina, sinhronizacija mehanizma za podešavanje garantovanih isplata, pouzdanost u monetarni sistem, promovisanje trgovine, investicija i razvoja. Način kreiranja novčane mase u sistemu valutnog odbora sličan je sistemu zlatnog standarda. To znači da države mogu emitovati onoliko nacionalnog novca koliko imaju pokriće u valuti za koju su vezani.

Pozitivni i negativni aspekti valutnog odbora

Od perioda uvođenja sistema valutnog odbora do danas podjeljena su mišljenja o adekvatnosti i učinku sistema. Međutim, jedan od najvažnijih razloga za njegovo uvođenje u tranzicionim zemljama smatra se velika podložnost centralnih monetarnih vlasti zemalja političkim uticajima u smislu finansiranja deficita budžeta

i kupovine socijalnog mira koji dovode do visoke stope inflacije, i u kombinaciji sa niskom stopom privredne aktivnosti, imaju dalekosežne posljedice na privredni rast i razvoj. Kao najveći nedostatak primjene ovog sistema naglašava se nemogućnost vođenja autonomne monetarne politike. Centralne banke nisu u mogućnosti da primjenjuju instrumente monetarne politike kao bi ostvarili najvažnije makroekonomske ciljeve i time poboljšali životni standard stanovništva na duži vremenski period. Osnovne prednosti sistema valutnog odbora su:

- konvertibilnost nacionalne valute,
- garancija cjenovne i monetarne stabilnosti,
- makroekonomska disciplina,
- stimulisanje spoljnje trgovine,
- stimulisanje direktnih i portfolio investicija i
- razvoj bankarskog sektora na zdravim osnovama.

Međutim, uspjeh ovog sistema zavisi i od ostalih aspekata ekonomske politike, kao što su nivo početnih rezervi, fleksibilnost instrumenata fiskalne politike, varijacije kamatnih stopa, fleksibilnost tržišta rada. Pored naglašenih prednosti, valutni odbor ima i nedostatke koje negativno djeluju na privrednu aktivnost na nivou zemlje. Najveći nedostaci su:

- ograničenja i mogućnost zabrane odobravanja kredita što može imati negativne implikacije na bankarski sector,
- onemogućavanje vođenja autonomne i aktivne monetarne politike i
- ograničena zaštita od špekulacija na tržištu.

Kritike sistema uglavnom se odnose na automatizam sistema i nedostatak slobode monetarnih vlasti. Centralna banka nema mogućnost provođenja diskrecionne monetarne politike, pa valutni odbor u stvari služi kao stabilizator deviznog kursa i cijena. Prilagođavanje privrede na negativna kretanja na tržištima odnosi se na prilagođavanje privredne aktivnosti, novčane mase, nivoa domaćih cijena, zaposlenosti i plata. Posebno se u kritikama naglašava neefikasnost držanja rezervi, u smislu onemogućavanja korišćenja raspoloživih resursa koji bi bili na raspolaganju prije svega privredi.

Ekonomskim i statističkim istraživanjima došlo se do zaključaka da je sistem valutnog odbora pružio mnogo bolje rezultate nego bilo koji drugi režim fiksnog deviznog kursa. Postojanje valutnog odbora smanjuje godišnju stopu inflacije za oko 3,5%, što predstavlja rezultat efekta povjerenja koji je posljedica povećanja tražnje za novcem.

Primjena valutnog odbora u drugim zemljama

Sistem valutnog odbora pokazao se efikasnim mehanizmom spašavanja posrnulih privreda zemalja na kratki i srednji rok. On se primjenjivao u zemljama Latinške i Južne Amerike, Baltičkim i istočno – evropskim zemljama nakon izlaska iz Sovjetskog Saveza. Pokazao se izuzetno efikasnim mehanizmom prvenstveno u obuzdavanju rastuće stope inflacije i stimulatora privrednog rasta i razvoja. Na osnovu analiziranja primjene valutnog odbora u različitim zemljama, može se zaključiti da univerzalni model vođenja monetarne politike ne postoji. Svaka zemlja ima različiti nivo ekonomskog, političkog, socijalnog, demografskog razvoja i nastoji da sama bira najadekvatniji model za primjenu. Ipak, osnovne postavke sistema u zemljama koje su ga koristile su veoma slične. Karakteristike Valutnog odbora koje su koristile Bugarska, Estonija i Litvanija imaju određene sličnosti sa BiH, dok je u Argentini i Hong Kongu imao potpuno različite performanse. Potrebno je i naglasiti da ovaj sistem nije u svim zemljama dao iste rezultate, ali je imao stabilizacioni efekat, kao svoju pozitivnu stranu.

Slučaj Bugarske u drugoj polovini 90-ih godina XX vijeka predstavlja klasičan primjer neophodnosti uvođenja Valutnog odbora.

Tabela 1: Ekonomski pokazatelji Bugarske u period 1997.-2002.

BUGARSKA	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.
BDP(realni)	-5,6	4,0	2,3	5,4	4,0	4,5
Stopa inflacije	1082,0	22,2	0,7	9,9	7,4	5,9
Nezaposlenost	15,0	16,0	17,0	16,4	19,5	16,8
Deficit platnog bilansa	4,1	-0,5	-5,3	-5,6	-6,5	-4,3
Investicije- u mil \$	507	537	789	1033	641	430

Izvor: Autor

Bugarska je poslije nekoliko neuspješnih pokušaja stabilizacije završila sa hiperinflacijom 1996. godine. Program ekonomskog oporavka koji je prezentovao Međunarodni monetarni fond naišao je na veliki otpor u javnosti. Sljedeće godine usvojen je novi Zakon o Centralnoj banci gdje je ustanovljen kurs dovaće valute - leva prema njemačkoj marki u odnosu 1000:1 [Kozarić, 2007: 31]. Pojavom evra 1999. godine, marka je zamjenjena. Osnova sistema ogledala se u Monetarnom odjeljenju čije obaveze, rezerve komercijalnih banaka, sve vrste depozita moraju da budu pokrivena deviznim rezervama. Na taj način se stvorila klima za ekonomski oporavak, smanjenje inflacije, povećanje investicija i privrednog ciklusa.

Na sličan način je sistem valutnog odbora primjenjen i u Estoniji i Litvaniji, jer je sistemski problem bio sličan problemima koje je imala i Bugarska, dok se valutni odbor u Argentini i Hong Kong-u razlikovao. On je bio više kao neka vrsta neuobičajenog sistema konvertibilnosti koja nije bila u potpunosti slobodna i odstupanja od klasičnog valutnog odbora dozvoljavala su Centralnoj banci da ima aktivnu ulogu u monetarnom sistemu.

VALUTNI ODBOR U BOSNI I HERCEGOVINI

Kako bi se razumjeli razlozi uvođenja valutnog odbora u BiH, neophodno je sagledati ekonomske i, prije svega, političke aspekte koji su rezultirali njegovim uvođenjem. Nakon raspada SFRJ, u BiH je uveden bosanskohercegovački dinar (BHD) kao sredstvo plaćanja u platnom prometu BiH. Izvršena je konverzija jugoslovenskog dinara (YUD) za BHD po kursu 1 BHD za 10 YUD. Depozitni novac je zamjenjen konverzijom po datom kursu preko Službe društvenog knjigovodstva. U tom periodu, na teritoriji BiH su u opticaju bile tri valute, s obzirom na tadašnju političku situaciju. Pošto je bilo problema u obezbjeđenju BHD, i njegovog vezivanja za susjedne valute, počelo se koristiti i tadašnja njemačka marka (DEM) kao sredstvo plaćanja, još od druge polovine 1994. godine. Po deviznom kursu, BHD se vezao za DEM gdje se za 1DEM trebalo platiti 350 BHD. U uslovima privrednog kolapsa i hiperinflacije, javila se potreba za dodatnim gotovim novcem, koga nije bilo moguće u tolikoj mjeri odštampati, pa se sve više koristilo DEM kao sredstvo plaćanja.

Nakon potpisivanja Dejtonskog sporazuma, definisana su pitanja konstituisanja i funkcionisanja centralnih monetarnih vlasti u BiH. Valutni odbor u BiH i druga pitanja koja se odnose na Centralnu banku BiH (CBBiH), definisani su Aneksom IV Dejtonskog sporazuma. Valutni odbor, kao model upravljanja monetarnom politikom, primjenjuje se od osnivanja CBBiH 1997. godine. U članu III Ustava, definisana su pitanja koja spadaju u nadležnosti institucija BiH, gdje je definisano da u nadležnost BiH spada i monetarne politika, što je predviđeno članom VII. Članom VII regulisana su sljedeća pitanja:

- BiH ima Centralnu banku koja će biti jedina odgovorna za izdavanje novca i monetarnu politiku u cijeloj BiH,
- Nadležnost CBBiH određuje Parlamentarna skupština,
- U prvih šest godina poslije stupanja na snagu Ustava, CBBiH neće moći davati kredite kreiranjem novca i u tom pogledu će funkcionisati kao valutni odbor, a nakon isteka tog perioda, Parlamentarna skupština može tu nadležnost dati Centralnoj banci,

- Upravljanje CBBiH dato je u nadležnost Upravnom odboru. Striktno je određen i sastav ovog organa, s tim da se njegov broj i sastav razlikuje u prvom, u odnosu na naredne mandate.

U prvom mandatu CBBiH, nije bilo moguće izabrati Guvernera iz BiH niti iz susjednih zemalja. Poslije definisanog perioda od šest godina, Upravni odbor CBBiH broji pet članova koje imenuje Predsjedništvo na period od šest godina. Članovi upravnog odbora biraju Guvernera CBBiH na period od šest godina. Ovakvim definisanjem uloge CBBiH, ova institucija je postala ustavna kategorija zadužena za emisiju novca i vođenje monetarne politike u BiH. Razlozi uvođenja valutnog odbora u BiH su:

- obezbjeđenje čvrstog nominalnog kursa nacionalne valute, s obzirom na ekonomsku situaciju u kojoj je bila BiH i
- kompleksna politička situacija koja je kočila donošenje jedinstvenih odluka [Kozarić, 2007: 20].

Valuta koja se koristi u BiH, konvertibilna marka(BAM) bila je fiksno vezana za tadašnju DEM, a nakon uvođenja jedinstvene evropske valute, za evro (EUR), po definisanom kursu od 1 BAM za 0,51 EUR. Tokom godina implementacije, Valutni odbor je u većoj mjeri uspješno ostvarivao ciljeve monetarne politike:

- monetarna stabilnost,
- jačanje finansijske stabilnosti i discipline,
- niska stopa inflacije,
- privlačenje stranih investicija,
- kontinuirani rast deviznih rezervi,
- razvoj finansijskog tržišta,
- servisiranje spoljnog duga države i
- politička nezavisnost.

Ovi ciljevi su se u većoj ili manjoj mjeri ostvarili, osim ambiciozno definisanog cilja koji se odnosi na prosječnu stopu privrednog rasta od 5% na godišnjem nivou. Ova stopa nije uzeta bez razloga. Prema rezultatima istraživanja bilo bi neophodno obezbjeđiti stopu privrednog rasta od 5% na godišnjem nivou, u periodu od 20 godina, kako bi se dostigao nivo društvenog proizvoda i industrijske proizvodnje iz 1990. godine, koja se uzima za posljednju stabilnu fiskalnu godinu u SFRJ. Naravno, ovaj cilj je postavlja previše ambiciozno, uzimajući u obzir ukupnu političku i ekonomsku situaciju u zemlji. Naime, BiH je imala jaku baznu industriju u SFRJ, koja je bila povezana sa ostalim namjenskim industrijama, po principu spojenih posuda. Raspadom države, izgubilo se tržište,

proces proizvodnje i proizvodi su postali nekonkurentni na svjetskim tržištima. Tehničko-tehnološka i naučna zastarjelost, uz nedostatak jeftinog novca, doprinijeli su produbljivanju ekonomske krize i sve većem zaostajanju u odnosu na zemlje u okruženju, kao glavne spoljnotrgovinske partnere.

Tabela 2: Glavni ekonomski pokazatelji u Bosni i Hercegovini u periodu 2007.-2012.

Pokazatelji	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
BDP per capita u KM	6.357	7.318	7.259	7.274	7.466	7.611
CPI indeks	1,5%	7,4%	-0,4%	2,1%	3,7%	2,1%
Saldo tekućeg računa u mil KM	-2.328	-3.464	-1.502	1.498	2.233	2.215
Brudo devizne rezerve u mil KM	6.698	6.295	6.212	6.457	6.423	6.224

Izvor: Direkcija za ekonomsko planiranje BiH(www.dep.gov.ba); pristup bazi IX 2013. (obradio autor)

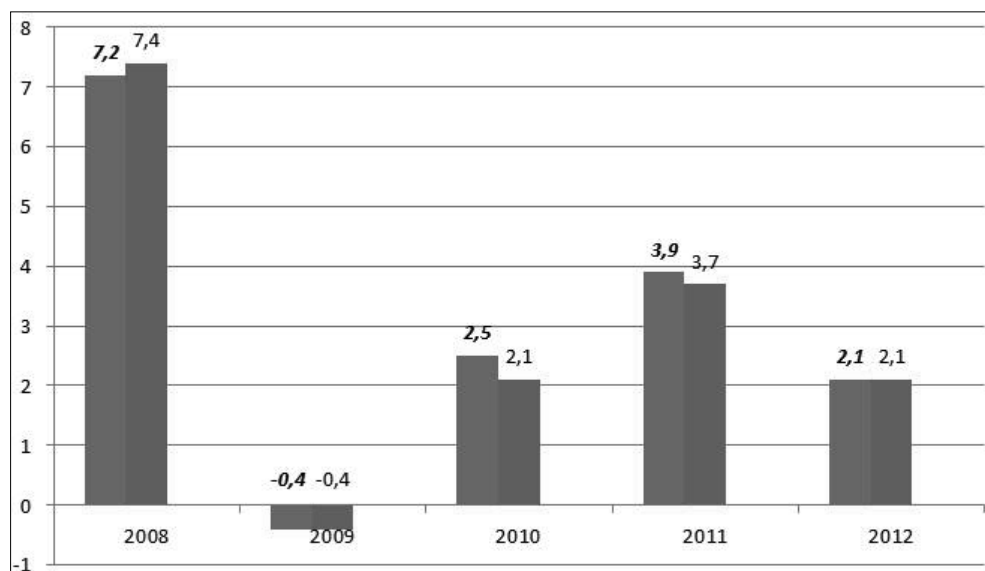
Valutni odbor u uslovima BiH je definisan po pravilu da svako ko želi da ima BAM, mora taj novac kupiti za inostranu konvertibilnu valutu. Kada se domaći novac kupuje za neku inostranu valutu, te transakcije se obavljaju po tržišnom deviznom kursu. To znači da monetarna pasiva CBBiH ne smije ni pod kojim uslovima biti veća od devizne aktive CBBiH. Uzimajući u obzir platni bilans BiH, odnosno, spoljnotrgovinsku razmjenu, CBBiH može emitovati onoliko domaćeg novca koliki je izvoz iz BiH. To znači, da, ukoliko BiH privreda izveze proizvoda i usluga u vrijednosti od 100 EUR, CBBiH može emitovati 195 BAM. Ovaj mehanizam emitovanja novca, u uslovima u kojima je bila, i još uvijek se nalazi BiH, predstavlja najefikasniji mehanizam u smislu kontrole novčane ponude i smanjivanja inflacionih šokova. Za BiH koja je krenula prestrukturiranjem privrednog modela iz centralno-planskog u tržišni, vaoma bitan aspekt je obezbjeđenje makroekonomske stabilnosti. U okviru ovog uslova, ključni faktor je da zemlja ima stabilan domaći novac baziran na realnoj podlozi, odnosno, u procesu reprodukcije.

Diskreciona monetarna politika, u uslovima u kojima se nalazila BiH, sa potrebama za rekonstrukcijom fabrika, putne infrastrukture, stambenih objekata, išla bi u smjeru stvaranja velikih pritisaka na CBBiH za nepokrivenom emisijom novca što bi dovelo do velikih inflacionih udara i ukupne makroekonomske stabilnosti. Uzimajući u obzir predhodno navedene stavke, Valutni odbor je predstavljao najprikladnije rješenje sa aspekta monetarne politike, integracije jedinstvenog ekonomskog prostora, ali ne i privrednog rasta i razvoja.

Valutni odbor, koji je uveden još 1997. godine, imao je dvostruku ulogu, i njegov uticaj i rezultati se razlikuju u zavisnosti od aspekta koji se posmatra. Uzmećemo

u obzir aspekte monetarne politike i privrednog razvoja. Uvođenje valutnog odbora u BiH, sa aspekta monetarne politike, predstavlja kvalitetno rješenje koje je ispunio svoju misiju i cilj. Svrha njegovog uvođenja bila je da se postave zdravi monetarni temelji i onemogući politički i svaki drugi uticaj na autonomiju rada CBBiH u procesu emisije novca. Uzimajući u obzir iskustva SRJ i Hrvatske, i njihovih monetarnih vlasti, koji su u doba najvećih kriza stimulisali hiperinflaciju emisijom novca bez pokrića, onda je ova svrha uvođenja u potpunosti izvršena.

Grafikon 2: Stopa inflacije u Republici Srpskoj i Bosni i Hercegovini u periodu 2008.-2012. godine



Izvor: Privredna komora Republike Srpske(www.komorarars.ba); pristup bazi IX 2013. (obradio autor)

Konsolidacijom monetarnog sistema u zemlji, stvorila se zdrava baza za razvoj finansijskih tržišta, posebno bankarskog, koji ima odlučujuću ulogu u privrednom razvoju i multiplikovanju novostvorene vrijednosti. Stabilnošću kursa domaće valute, stimulisao se i dolazak stranih investicija i vratilo se povjerenje u novac i štednju, kao najvažniji faktor akumulacija viškova sredstava koji se kasnije plasiraju privredi. Ali, taj kurs je i ograničavajući faktor izvoza i konkurentnosti domaće privrede. Jer, ukoliko EUR ojača prema nekoj drugoj valuti, po principu automatizma će dovesti do apresijacije BAM i smanjenja konkurentnosti kroz kurs koji stimuliše uvoz, a destimuliše izvoz.

Stopa inflacije se održava u prihvatljivim granicama bez mogućnosti velikih oscilacija i, ukoliko bi se sada napustio sistem valutnog odbora, došlo do velikih

varijacija stope inflacije. Time bi se dugoročno destimulisao privredni razvoj i povećala bi se ionako niska konkurentnost domaćih proizvoda na inostranim tržištima.

Drugi aspekt, koji je predmet analize, a tiče se privredog razvoja zemlje, u velikoj mjeri nije ispunio očekivanja. Empirijskim istraživanjima i iskustvima zemalja koje su primjenile Valutni odbor, dolazi se do zaključka da ovaj sistem ima pozitivne efekte samo na kratki i srednji rok, eventualno do 10 godina, a nakon toga ima kontraproduktivno dejstvo. Kao prvo, CBBiH nema mogućnost za vođenje autonomne monetarne politike, odnosno, primjenu instrumenata monetarne politike kako bi se postigli definisani makroekonomski ciljevi u skladu sa ekonomskom politikom zemlje. Međutim, analizirajući svaki instrument monetarne politike ponaosob, postavlja se pitanje da li bi se njihovom primjenom postigli bolji rezultati u privrednom razvoju. CBBiH nema mogućnost sprovođenja mjera devalvacije, koja može predstavljati značajan izvozni stimulator, ali s određenim ograničenjima.

Privreda BiH nije na visokom stepenu tehnološkog razvoja, primjenjuju se zastarjeli procesi proizvodnje i plasmana proizvoda, kvalitet proizvoda je neadekvatan, a marketing i kanali distribucije su na niskom nivou. Efekat devalvacije najviše zavisi od kvaliteta proizvoda i sposobnosti privrede da obezbjedi dovoljne izvozne viškove u odnosu na tražnju. Uzimajući u obzir gore navedene činjenice, posoji opravdan stepen sumnje da bi efekat devalvacije dao očekivane rezultate. Znači, Valutni odbor nije jedini krivac neefikasnosti i nekonkurentnosti domaće privrede. Uzroci su mnogo dublji, sa strukturnim problemima i izuzetno lošim političkim odlukama, u smislu liberalizacije domaćeg tržišta, još 1997. godine, koji su omogućili ulazak stranih kompanija i proizvoda na domaće tržište i nemogućnost domaće privrede da im konkuriše u tom vremenskom periodu. Drugi instrumenti monetarne politike, prije svega operacije na otvorenom tržištu, imaju drugo dejstvo i primjenjuju se u drugim situacijama, koje su različite od konkretnih strukturnih problema u kojima se nalazi ekonomija BiH.

ZAKLJUČAK

Valutni odbor predstavlja instituciju koja je zadužena za emitovanje konvertibilnog novca u stranu valutu koja ima karakter rezervne valute po fiksnom kusu, koji je definisan zakonom. Primarna uloga Valutnog odbora je postizanje stabilnosti ekonomskog sistema i cijena, odnosno, niske stope inflacije. Njega karakteriše sistem automatizama, kredibilitet, fiksni devizni kus i konvertibilnost, potpuno

pokriće domaće valute rezervnom valutom i politička nezavisnost i povjerenje. Sistemom valutnog odbora želi se obezbjediti konvertibilnost, makroekonomska disciplina, sinhronizacija mehanizma za podešavanje garantovanih isplata, pouzdanost u monetarni sistem, promovisanje trgovine i investicija. Sistem Valutnog odbora pokazao se efikasnim mehanizmom spašavanja ugroženih ekonomija zemalja na kratki i srednji rok. Valutni odbor se efikasno primjenjivao u zemljama Latinske i Južne Amerike i istočno – evropskim zemljama. Pokazao se izuzetno efikasnim mehanizmom prvenstveno u obuzdavanju rastuće stope inflacije i stimulisanja privrednog rasta i razvoja.

Nakon potpisivanja Dejtonskog sporazuma, privreda BiH je bila na izuzetno niskom nivou sa dislociranom monetarnom i fiskalnom politikom. Eksperti MMF-a su uvidjeli neophodnost uvođenja jednog fiksnog, rigidnog sistema vezivanja nacionalne valute za DEM, kako bi se smanjila nekontrolisana inflacija i stimulisao privredni razvoj. Sistem je ustanovljen vezivanjem BAM za DEM, a nakon uvođenja EUR, prešlo se na vezivanje na novu evropsku valutu. Na taj način željelo se spriječiti nekontrolisano štampanje novca od strane političara i kupovina socijalnog mira, koja je bila svojstvena za sve zemlje nakon raspada SFRJ. To je najpozitivniji efekat uvođenja sistema valutnog odbora.

Rezultati istraživanja potvrdili su postavljenu hipotezu u pogledu uloge, značaja i vremenskog dejstva Sistema valutnog odbora. Kao osnovni cilj istraživanja, definisana je uloga Valutnog odbora na primjeru Bosne i Hercegovine, svrsishodnost i vremensko dejstvo. Posmatrano u vremenskom periodu od uvođenja Valutnog odbora do danas i empirijskim istraživanjem, došlo se do zaključka da je sistem imao veliku ulogu isključivo u makroekonomskoj stabilizaciji zemlje, monetarnoj disciplini, ekonomskom razvoju u početnim fazama svoje primjene, koji je postepeno slabio sa ispoljavanjem ograničavajućih faktora Valutnog odbora. Sistem se održao i do danas, bez velikih potresa i zahtjeva za njegovim ukidanjem, ali i limitirajućim dejstvom u podsticanju privrednog rasta i razvoja. To je posljedica činjenice da CBBiH, nije u mogućnosti, da kao vrhovni monetarni autoritet, koristi sve instrumente monetarne politike. Kao što je ranije naglašeno, sistem je efikasan u početnim fazama privrednog razvoja, tj. nakon velikih ekonomskih potresa u nekoj od zemalja, ali na duži rok ima skromne rezultate. BAM, kao valuta, je fiksno vezana za EUR i zavisi od kretanja EUR prema drugim valutama. To znači, da je i privreda BiH zavisna od vrijednosti EUR prema drugim valutama, koje čine spoljnotrgovinske partnere. Ukoliko EUR apresira prema nekoj drugoj valuti, to će i privredu BiH učiniti manje konkurentnom na tom tržištu, jer će destimulisati izvoz iz BiH u tu zemlju.

Pošto CBBiH nema mogućnost devalviranja nacionalne valute, kao jedne od mjera za podsticanje domaćeg izvoza, vidi se koliko su efekti valutnog odbora skromni, u smislu privrednog rasta. Ali, mišljenja mnogih domaćih ekonomista su da je sistem valutnog odbora i dalje potreban BiH, jer obezbjeđuje ekonomsku, političku i socijalnu stabilnost, i ukoliko bi se on ukinuo, došlo bi do pojave visoke inflacije i ekonomske nestabilnosti, i BiH bi bila još manje konkurentna na inostranim tržištima i u privlačenju direktnih stranih investicija, nego što je trenutno.

BIBLIOGRAFIJA

- Blanchard, O. (2010), *Macroeconomics*, Prentice Hall, New Jersey.
- Kozarić, K. (2007), *Modeli monetarne politike sa osvrtom na valutni odbor Bosne i Hercegovine*, Centralna banka, Sarajevo.
- Samuelson, P. and Nordhaus W.(2007), *Ekonomija*, Mate, Zagreb.
- Stojanov, D. (2000), *Međunarodne finansije u globalnoj ekonomiji*, Ekonomski fakultet, Sarajevo.
- Centralna Banka BiH. (www.cbbh.ba); pristup bazi:IX 2013.
- GYouth(www.gcyouth.net); pristup bazi IX 2013.
- Privredna komora Republike Srpske*(www.komorars.ba); pristup bazi IX 2013.
- Direkcija za ekonomsko planiranje BiH*(www.dep.gov.ba); pristup bazi IX 2013.
- Ministarstvo finansija i trezora BiH* (www.mft.gov.ba); pristup bazi IX 2013.
- Agencija za statistiku BiH*(www.bhas.ba); pristup bazi IX 2013.
- Republički zavod za statistiku Republike Srpske*(www.rzs.rs.ba); pristup bazi IX 2013.

CURRENCY BOARD ROLE IN MONETARY STABILIZATION AND ECONOMIC DEVELOPMENT OF BOSNIA AND HERZEGOVINA

Dražen Marjanac

Master of economics, Government of Republic of Srpska, Republika Srpska Square 1,
Banja Luka, e-mail: d.marjanac@gmail.com

Summary: *Exchange rate price in which one currency exchange for another represent very important indicator of competitive of economy in world market. Currency Board represent fixed exchange rate system where domestic currency is attach for one or more currencies, as reserve currency. Reasons for impose and apply, in cases of all countries, are large economic crisis in country following the unstable political situation. In this cases, Currency Board serves as efficient instrument to set up macroeconomic balance, keeping domestic currency parity and prices stable in short and middle period of time. In long period of time Currency Board can stand restrictive factor for economic activity stimulation, because monetary policy action limitation, as important factor for economic growth and development. Unlike in Bosnia and Herzegovina is, of most of countries that apply fluctuating exchange Council, applying rigid form of flat exchange rate or currency board. By currency board, it is trying to provide stable economic system in country, price stability, speaking of low inflation rate. Its primary role is completely accomplish, which means important base for substantive economic development of country. Today in Bosnia and Herzegovina do not exist inflation manipulation possibility, exchange rate have not large fluctuation, which contribute to macroeconomic stability of country. Currency board hitherto, adhere without big shocks and request for abolish, but with limited effect as a factor of actuate of economic growth and development.*

Key words: *Exchange rate, currency board, inflation, economic development, monetary policy*

JEL Classification: *E52, E58, O10, O23*