

Дејан Ковачевић

Централна банка Босне и Херцеговине,
Сарајево,
БиХ

✉ dekovacevic@cbbh.ba

МЈЕРЕ ЗА ЈАЧАЊЕ ВАЛУТНОГ ОДБОРА У БОСНИ И ХЕРЦЕГОВИНИ

MEASURES TO STRENGTHENING THE CURRENCY BOARD IN BOSNIA AND HERZEGOVINA

Резиме: У раду се разматрају могућности модификације постојећег валутног одбора у Босни и Херцеговини. Генерално, валутни одбор, као режим монетарне политике и политике девизног курса, носи значајне предности у томе да омогућава макроекономску стабилзацију, прије свега стабилзацију инфлаторних очекивања успостављањем макроекономске дисциплине; конвертибилност домаће валуте њеним везивањем за резервну валуту, којом се обично у потпуности покривају монетарне обавезе централне банке; повећање кредибилности и повјерења у домаћу валуту. Као основни недостаци валутног одбора, нарочито ортодоксног валутног одбора, истичу се његова процикличност, због немогућности вођења аутономне монетарне политике, и непостојање функције крајњег кредитора када се повећају ризици избијања финансијских криза. У раду се, на бази расположивих теоријских разматрања и рјешења у пракси, анализирају могуће алтернативе и мјере јачања постојећег оквира монетарне политике у Босни и Херцеговини – ортодоксног валутног одбора – с циљем повећања флексибилности и отпорности монетарног система у условима велике економске кризе. Првенствено се разматра могућност увођења функције крајњег кредитора у Централној банци Босне и Херцеговине ради обезбјеђивања ликвидносне подршке банкарском сектору, чиме би се модел ортодоксног валутног одбора приближио моделу квазивалутног одбора, који се у пракси примјењује у другим земљама.

Кључне ријечи: монетарна политика, девизни курс, валутни одбор, кредитор посљедњег уочишта.

ЈЕЛ класификација: E42, E52, E58.

Summary The paper analyzes the possibilities for modifying existing currency board in Bosnia and Herzegovina. Generally, the currency board, as a monetary policy and exchange rate regime, has significant advantages in that it enables macroeconomic stabilization, primarily stabilization of inflationary expectations by establishing macroeconomic discipline; convertibility of domestic currency through its pegging to reserve currency, that normally covers monetary liabilities of the central bank; and increase in credibility and confidence in the domestic currency. As main disadvantages of the currency board, especially an orthodox currency board, stand out its procyclicality, due to inability of conducting autonomous monetary policy and nonexistence of the lender of last resort function, when the risks of financial crises increase. In the paper, based on available theoretical developments and solutions in practice, possible alternatives and measures for strengthening the existing monetary policy framework in Bosnia and Herzegovina – the orthodox currency board – have been analyzed, with the aim of increasing flexibility and resilience of the country's monetary system and protection of its financial sector in conditions of a large economic crisis. Primarily, the possibility of introducing a lender of last resort function in the Central Bank of Bosnia and Herzegovina for providing liquidity backup for the banking sector has been considered, in which way the model of orthodox currency board would become closer to the model of quasi currency board, implemented in practice in many other countries.

Key words: monetary policy, exchange rate, currency board, lender of last resort.

JEL classification: E42, E52, E58

1. УВОД

У раду се, у свјетлу актуелне економске кризе, анализирају могућности модификовања постојећег ортодоксног валутног одбора у Босни и Херцеговини увођењем функције крајњег кредитора, чиме би се приближио форми квазивалутног одбора која се данас примјењује у

неколико земаља у свијету. Валутни одбор у Хонгконгу може послужити као примјер успјешног валутног одбора који је кроз одговарајуће модификације и побољшања успио пребродити бројна искушења. С друге стране, на примјеру Аргентине можемо видјети одређене потенцијалне опасности које су скопчане са овом стратегијом монетарне политике. Прије детаљније анализе, рамотримо неколико основних карактеристика валутног одбора генерално, односно ортодоксног и квазивалутног одбора као специфичних форми овог режима монетарне политике.

Валутни одбор представља режим заснован на правилима који има двије посебне карактеристике: потпуно покриће монетарне базе девизним резервама, као и експлицитно обавезивање валутног одбора или монетарних власти да неограничено конвертују домаћу валуту у резервну валуту (сидрену валуту), и обрнуто, по унапријед одређеном фиксном девизном курсу. Овако дефинисан валутни одбор представља *ортодоксни валутни одбор* који не прихвата депозите и има стопроцентно девизно покриће емитованих новчаница и кованица у резервној валути. Пуно покриће резервном валутом емитованих новчаница и кованица осигурава кредибилитет и успјешно функционисање валутног одбора.

Ортодоксни валутни одбор нема могућност монетизације дефицита владиног буџета, нема могућност кредитирања било ког економског субјекта и нема улогу даваоца задњег уточишта. По дефиницији, ортодоксни валутни одбор нема дискреционе снаге. Његова монетарна политика је потпуно аутоматизована и пасивна, а огледа се само у мијењању новчаница и кованица валутног одбора за резервну валуту по фиксно утврђеном курсу.

У модерним валутним одборима ниво покривености се утврђује законом, при чему се стриктно дефинише ниво покрића монетарних обавеза које морају бити покривене резервном валутом, другим страним валутама или златом. Модерни валутни одбори прихватају и депозите, а неки чак издају и вриједносне папире (Хонгконг, Литванија), који морају бити покривени девизним резервама, као што су његове емитоване новчанице и кованице.

Готово сви савремени валутни одбори, који се још називају *квазивалутни одбори*, су наметнули држање обавезене резерве и у оквирима ограничене дискреције проводе одређене монетарне операције, што им омогућава да дјелимично утичу на ликвидност. Простор за вођење дискреционе монетарне политике ограничен је вишком девизних резерви. Поред тога, вођењу монетарне политике на дневној основи помаже добро дизајниран платни систем, а подразумијева да банке држе своје рачуне за поравнање код валутног одбора. Квазивалутни одбори могу, у ограниченем обиму, у околностима када је угрожена ликвидност појединих банака, а у оквирма вишка покрића монетарних обавеза девизним резервама и у складу са законом, дјеловати као кредитори посљедњег уточишта за комерцијалне банке. Међутим, у одређеним негативним околностима то може да уздрма њихов основни принцип, да емитују домаћу валуту у размјену за резервну валуту.

Основна предност валутног одбора представља могућности контроле, односно сузбијања инфлационих кретања. Снага валутног одбора у сузбијању и контроли инфлације лежи у фиксном курсу у односу на резервну валуту, као номиналном сидру, те емисији резервног новца на реалној основи која покривена девизним резервама. Негативна страна валутног одбора се налази управо у његовој снази, у фиксном курсу и пасивној емисији резервног новца. Неопозиво фиксирање девизног курса у околностима када домаће цијене расту брже од цијена у земљи резервне валуте води до реалне апресијације домаће валуте, која има штетне посљедице на извоз и економски раст земље. Исто тако, фиксним курсом се могу пренијети непотребни вањски поремећаји и нестабилност, а да при томе не постоји могућност интервенције монетарне и фискалне политике. Због тога се не може порећи чињеница да је валутни одбор процикличан. Ефикасан је када дође до прилива капитала, који води паду каматних стопа и експанзији економије. Међутим, како су токови капитала нестабилни, када дође до одлива капитала и раста каматних стопа, могу се јавити значајни проблеми, који не могу бити отклоњени у кратком року.

Преостали дио рада је структуриран на сљедећи начин. Након увода, у другом одјелјку су, у кратким цртама, представљене основне карактеристике ортодоксног и квазивалутног одбора. У трећем одјелјку елабориране су основне карактеристике ортодоксног валутног одбора у Босни и Херцеговини, као и тренутна макроекономска и ситуација у банкарском сектору. У четвртном одјелјку представљен је модел валутног одбора у Хонгконгу, као примјер валутног одбора који добро функционише и који је успјешно пребродио бројне кризе и

искушења, док су у петом одјелу анализиране лекције слома валутног одбора у Аргентини. У шестом одјелу размотрене су могуће алтернативе валутном одбору у Босни и Херцеговини. У седмом одјелу анализиране су могућности модификације ортодоксног валутног одбора у Босни и Херцеговини с циљем његовог јачања и повећања флексибилности, а у осмом одјелу дата су закључна разматрања.

2. ОРТОДОКСНИ НАСПРАМ КВАЗИВАЛУТНОГ ОДБОРА

У ортодоксном валутном одбору (који се може назвати првом генерацијом валутног одбора), који је типичан за колонијалне системе, одбацује се монетарна политика. Њега карактерише флексибилност реалне економије и либерализацију платног биланса. Централна банка са дефакто могућношћу дискреционих интервенција не постоји. Аутоматизам валутног одбора је подржан једноставним и јасним правилом којим се детерминише веза између платног биланса, понуде новца и динамике каматних стопа (Hanke and Shuler 1994; Williamson 1995). Уколико нема могућности да се промијени ниво резервног новца који је подржан међународним резервама, као и ниво минималних обавезних резерви комерцијалних банака (уколико постоје), не постоје фактори који доводе до одступања дугорочних веза између резервног новца и платног биланса.

У другој, новој генерацији валутног одбора (који се често назива *квизивалутним одбором*), сачувани су различити степени способности централне банке да врши функцију крајњег кредитора и остављен је простор за интервенцију у случају системског ризика. Такође, код нове генерације валутног одбора у већој или мањој мјери сачувана је могућност вођења монетарне политике. Под монетарном политиком овдје подразумијева се могућност централне банке да свјесно утиче на динамику понуде новца. Флексибилност централне банке је у различитој форми сачувана у Хонгконгу, Естонији, Литванији и Бугарској, када су се у њима примјењивали валутни одбори (Tsang 1999; Caprio et al. 1996). Макроекономске и микроекономске импликације таквих удаљавања од дизајна валутног одбора још увијек нису у потпуности јасне. У ствари, конструисање друге генерације валутног одбора обезбјеђује прилику за спровођење монетарне политике (јасно, не у њеној типичној форми).¹

У већини земаља које примјењују валутни одбор, обавезне резерве су сачуване у различитим степенима. Обавезне резерве се најчешће одређују на стандардан начин, док су у Аргентини постојали тзв. ликвидносни захтјеви: од комерцијалних банака се захтијева да држе дио својих резерви у веома ликвидним америчким хартијама од вриједности (Banco Central de la Republica Argentina 2000). То оставља простор за манипулацију резервним новцем од стране централне банке и понуде новца путем промјена методологије извјештавања за обавезне резерве и нивоа тих резерви, мада је тај алат ријетко коришћен. У ријетким случајевима када је тај алат примјењиван, било је то као реакција на банкарску кризу која је изазвана екстерним шокovima, а не као инструмент остваривања дискреционог утицаја на понуду новца.

Појава нових канала монетарне политике у новој генерацији валутних одбора је детерминисана избором обавеза које морају бити подржане резервном валутом и степеном њиховог подржавања. Код прве генерације валутног одбора оне су подржане са барем 100%, при чему су активе којим се подржавају обавезе валутног одбора емитоване од стране нерезидената. Удаљавање од тог принципа пружа могућност за спровођење дискреционе монетарне политике. Аргентински модел квазивалутног одбора остављао је могућност спровођења монетарне политике путем успостављања одређеног ограничења за подршку обавеза девизним активима које су емитоване од стране нерезидената: не мање од 75 процената. У преосталом процентуалном износу централна банка Аргентине могла је држати хартије од вриједности које су емитоване од стране аргентинске владе. У бугарском моделу валутног одбора, укључивање фискалних резерви владе на страни обавеза валутног одбора (тј. њихово покриће са девизним резервама) представља значајан канал трансмисије монетарне политике. Услјед тога, политика прихода и расхода директно утиче на резервни новац и на понуду новца. Додатно, приходи од приватизације, који представљају основни дио прилива директних страних инвестиција у земљу, иду директно на депозите владе код централне банке. Тим

¹ Кратак преглед критика валутних одбора као алата стабилизације је представљена у Roubini 1998.

механизмом ствара се врста аутоматске стерилизације прилива директних страних инвестиција, све док је централна банка обавезана законом да инвестира своје девизне резерве у хартије од вриједности које су емитоване од стране нерезидената (у случају да ти приходи од приватизације не користе за финансирање државних расхода). Тим механизмом нарушава се аутоматска веза између динамике биланса стања и динамике резервног новца (*price specie flow*).

Друга функција која је сачувана у квазивалутним одборима је кредитор посљедњег уточишта (Bordo 1989). Функција крајњег кредитора се врши у оквиру монетарног правила валутног одбора, тј. до нивоа вишка резерви централне банке. У ортодоксном валутном одбору, нето вриједност резерви се користи да служи као гаранција у односу на варијабилност цијена актива. Повраћај функције крајњег кредитора у оквиру друге генерације валутног одбора одражава широко становиште да у случају систематске кризе банкарске ликвидности, јавна понуда ликвидности представља једини ефективан начин превазилажења банкарске и/или валутне панике (Diamond, Dubvig 1983, Freihas et al. 1999).

3. ОСНОВНЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ МОДЕЛА ВАЛУТНОГ ОДБОРА И ЕКОНОМИЈЕ БИХ

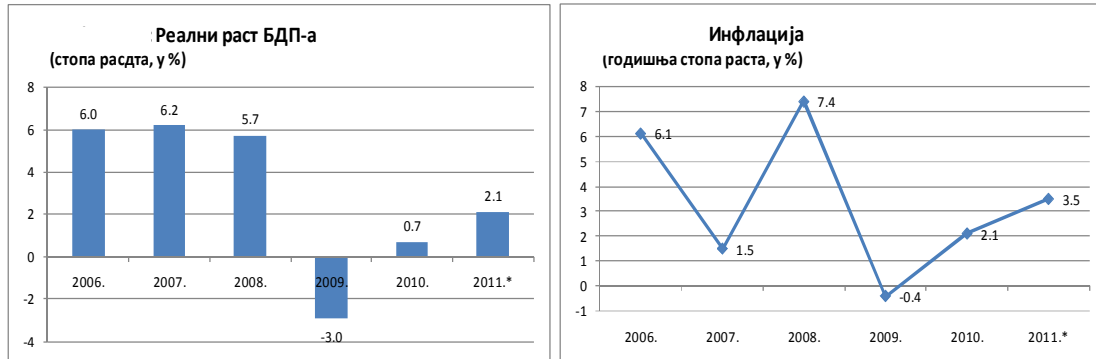
У Босни и Херцеговини се као режим монетарне и политике девизног курса примјењује валутни одбор, који се у највећој мјери може окарактерисати као *ортодоксни валутни одбор*, а који се заснива на законом експлицитно утврђеним правилима у погледу начина пуштања новца у оптицај и повлачења новца из оптицаја. Та правила искључују право дискреције, тј. право слободног одлучивања у домену тих политика. Сврха правила је успостављање кредибилитета централне банке и избјегавање евентуалних губитака због доношења неконзистентних одлука носилаца економске политике, које би могле штетити основним макроекономским кретањима у земљи. Основна правила валутног одбора садржана су у Закону о Централној банци. Прво, курс националне валуте, конвертибилне марке, фиксиран је у односу на евро, као резервну или сидрену валуту, у сразмјери $1 \text{ ЕУР} = 1,95583 \text{ КМ}$. Девизни курс представља фиксирану номиналну варијаблу (номинално сидро) за коју се везују инфлациона очекивања јавности, чиме се обезбјеђује стабилност цијена у економији. Друго, загарантована је пуна конвертибилност домаће валуте у резервну валуту – евро и обрнуто, а тиме посредно и у остале стране валуте. ЦББиХ врши емисију и повлачење новца куповином и продајом конвертибилних марака у замјену за стране валуте. Трансакције куповине и продаје конвертибилне марке ЦББиХ врши са комерцијалним банкама, као и са државним институцијама које имају депозите код ЦББиХ, с тим да остали економски субјекти новчана средства у домаћој валути добијају преко комерцијалних банака. Треће, нето девизне резерве ЦББиХ² у сваком тренутку морају у потпуности да покрију њене монетарне обавезе у конвертибилним маркама, које чине све новчанице и ковани новац у оптицају, салда рачуна резерви комерцијалних банака код ЦББиХ и остали депозити по виђењу код ЦББиХ. Одсуство кредитирања било ког сектора у економији, иако се нигдје експлицитно не дефинише као правило, у ствари, произлази из основних правила валутног одбора и једна је од претпоставки на којима почива његова одрживост. Централна банка нема могућност монетизације фискалног дефицита, нити могућност кредитирања било ког економског субјекта и не врши функцију крајњег кредитора ради превазилажења проблема везаних за ликвидност комерцијалних банака. Функционисањем Централне банке по принципима валутног одбора изграђен је висок ниво повјерења у домаћу валуту, што представља битан предуслов за даљи развој финансијског система, стабилизацију инфлаторних очекивања и убрзану номиналну и реалну конвергенцију према ЕУ.

Босна и Херцеговина је мала отворена економија, која је под снажним утицајем кретања у спољном окружењу. Након дужег периода раста и замаха у процесу транзиције и свеобухватних реформи, велика свјетска економска криза је погодила и босанскохерцеговачку економију, што је резултирало рецесијом и дефлацијом у домаћој економији у 2009. години. Након тога,

² Нето девизне резерве ЦББиХ укључују стране валуте, злато или вриједносне папире издате у иностранству и деноминиране у страном валути, умањене за обавезе Централне банке према иностранству.

економија је почела постепено да се опоравља, при чему је привредни раст првенствено подстакнут растом извоза. У 2010. години забиљежен је реални раст БДП-а од 0,7%, док прелиминирани оцјене говоре да ће у 2011. години бити остварен раст од 2,1%. Раст у те двије године је праћен благом инфлацијом.

Графикон 1. Реални раст БДП-а и инфлација

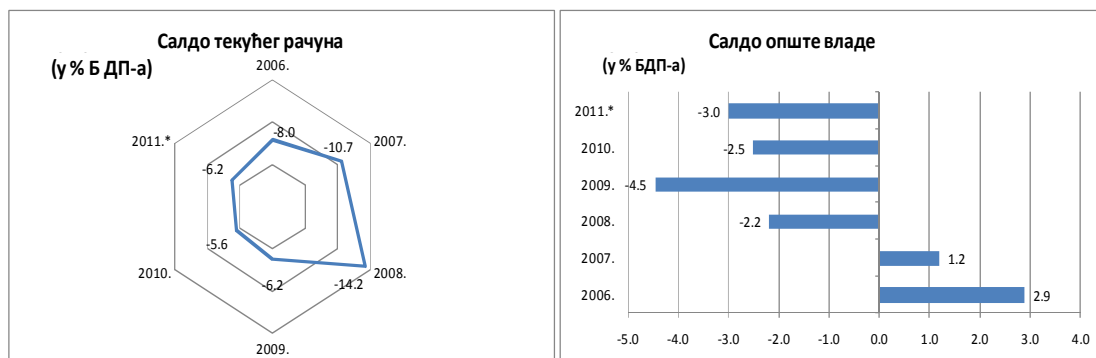


Извор: обрада аутора

Као малу отворену развојну економију, природно је да економију Босне и Херцеговине карактерише континуиран дефицит текућег рачуна платног биланса. Након избијања кризе дошло је до значајног смањења тог дефицита, чиме је прекинута тенденција раста из претходних неколико година. Смањење дефицита текућег рачуна било је условљено падом и извоза и увоза, при чему се увоз смањило у већој мјери. Успоравање увоза, између осталог, условљено је заустављањем процеса снажне кредитне експанзије, губитком платежне моћи становништва у времену кризе, смањеним новчаним приливима из иностранства, те мјерама штедње сектора владе. Након додатног смањења негативног салда текућег рачуна у наредној години, процјењује се да ће у 2011. години бити остварено благо повећање.

Након периода фискалног суфицита, од 2008. године биљежи се континуиран фискални дефицит, при чему је врхунац од 4,5 процената БДП-а достигнут у 2009. години. Тај показатељ представља један од основних извора рањивости босанскохерцеговачке економије. Тренутно, фискалне политике су усидрене склапањем стандардних аранжмана са ММФ-ом, при чему су се фискалне власти обавезале на спровођење свеобухватних мјера фискалне консолидације – фискалне штедње и структурних реформи.

Графикон 2. Салдо текућег рачуна и салдо опште владе



Извор: обрада аутора

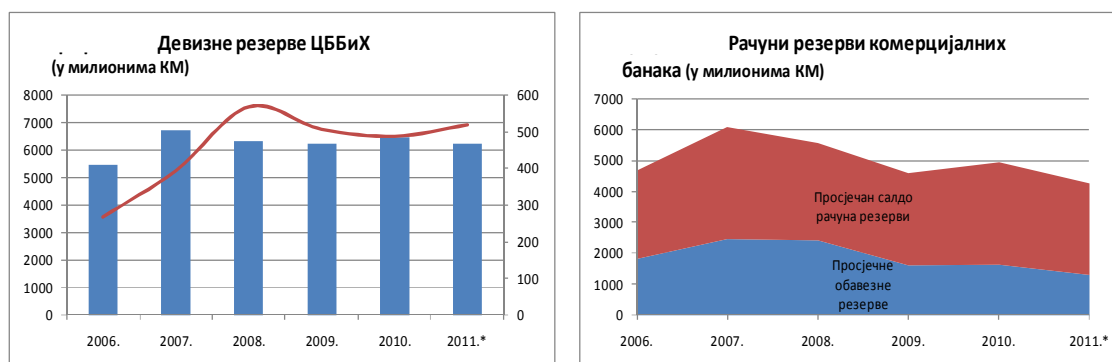
Очекује се да ће економија Босне и Херцеговине наставити са опоравком подстакнутим извозом. Прије свега, потребно је наставити са процесом приватизације и побољшања пословне и инвестиционе климе, те са свеобухватним структурним реформама. Међутим, тромост доношења економско-политичких одлука наставља да успорава примјену свеобухватних и пријекто потребних реформи. Додатно, ризици од даљег погоршања фискалне позиције угрожавају процес фискалне консолидације. То може значајно одгодити потпуно

имплементацију стендбај аранжмана и угрозити неоподно финансирање од Европске уније и Свјетске банке.

Успоравање директних страних инвестиција, финансирања кредитне експанзије банака и новчаних пошилки из иностранства условило је стагнато кретање девизних резерви ЦББиХ у протекле три године. У просјеку нето девизне резерве су се током 2011. године кретале око нивоа од 6,2 милијарде КМ. Успоравање капиталних прилива може довести до тога да се дефицит текућег рачуна почне финансирати девизним резервама, што би довело до даљег смањења девизних резерви.

Комерцијалне банке одржавају значајне резерве ликвидности на својим резервним рачунима код ЦББиХ (1,642 милијарде КМ у мјесецу новембру 2011), што говори да банкарски сектор у цјелини тренутно нема изражених ликвидносних проблема. Стопа обавезне резерве на депозите и позајмљена средства са уговореним роком доспијећа до једне године износи 10%, док је стопа обавезне резерве на депозите и позајмљена средства са уговореним роком доспијећа преко једне године 7%. У случају проблема у банкарском сектору, те стопе би се могле даље смањити.

Графикон 3. Девизне резерве ЦББиХ и рачуни резерви комерцијелниј банака



Извор: обрада аутора

Банке су стимулисане да одржавају вишкове резерви политиком накнаде ЦББиХ. На износе средстава на резервним рачунима банака се плаћа накнада која је једнака пондерисаном просјеку каматних стопа које ЦББиХ оствари на своје депозите инвестиране до мјесец дана – 70% тог износа на обавезну резерву и 90% на вишак резерви.

Табела 1. Одабрани показатељи финансијског здравља банкарског сектора

Датум	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
Број банака	30	30	30	30	30	30	30	29	29	29	29
Капитал											
Основни капитал према ризико пондерисаној активи	12.8	12.8	12.9	12.4	12.6	12.0	12.4	12.6	12.8	12.5	12.4
Нето капитал према ризико пондерисаној активи	16.3	16.2	16.4	16.1	15.7	15.1	15.6	16.2	15.8	15.5	15.3
Квалитет активе											
Неквалитетна актива према укупној активи	2.3	2.8	3.2	3.9	4.8	5.9	6.3	8.1	8.5	8.6	9.1
Неквалитетна актива умањена за резервисана према основном капиталу	14.0	17.7	20.7	25.9	31.7	38.5	39.6	46.1	46.9	48.0	51.8
Неквалитетни кредити према укупним кредитима	3.3	4.0	4.8	5.9	7.1	8.7	9.2	11.4	11.7	11.8	12.6
Профитабилност											
Поврат на просјечну активу	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	-0.3	-0.4	-0.6	0.2	0.4	0.4
Поврат на просјечни дионичарски капитал	1.3	1.3	2.0	0.8	-0.3	-2.9	-3.5	-5.5	1.4	3.5	3.4
Нето приход од камата према укупном приходу	63.3	62.5	62.5	61.5	63.8	62.9	61.9	60.1	61.3	60.5	61.0
Некаматни расходи према укупном приходу	89.6	94.4	94.5	97.4	101.9	110.9	108.7	109.0	88.2	86.1	90.7
Ликвидност											
Ликвидна средства према укупним средствима	29.4	28.5	30.9	30.9	30.6	29.5	29.3	29.0	27.9	26.2	27.2
Ликвидна средства према краткорочним финансијским обавезама	51.8	49.5	52.2	52.9	50.6	49.3	50.3	49.7	48.5	46.2	47.5
Краткорочне финансијске према укупним финансијским обавезама	64.3	65.2	67.1	66.2	68.1	67.6	66.1	66.9	66.0	65.2	65.8
Девизни ризик											
Индексирани и кредити у страним валутама према укупним кредитима	73.0	72.9	73.2	73.9	73.6	72.3	72.1	70.0	68.5	68.1	67.8
Обавезе у страним валутама према укупним финансијским обавезама	70.1	70.7	69.6	69.2	68.5	68.9	67.7	67.0	66.7	66.4	66.5
Основни капитал према ризико пондерисаној активи	1.6	2.1	0.2	1.7	4.8	4.6	7.6	4.4	11.6	11.2	11.8

Извор: СБВН 2011

Домаћи банкарски сектор је ликвидан и капитализован, а позитивно је да су банке након иницијалног удара кризе углавном почеле да послују профитабилно.

Забрињавајућа чињеница је да коефицијент ненаплативних кредита континуирано расте. У случају спорог економског опоравка, могућности кредитног раста ће бити ограничене. Такође, постоји ризик да финансирање банака буде ограничено уколико се матичне банке у

својим државама суоче са притисцима. Генерално, стање у банкарском сектору је задовољавајуће, мада постоје банке у којима би се, првенствено због погоршања макроекономских услова у земљи и иностранству, могле јавити потребе за докапитализацијом у наредним периодима.

4. МОДЕЛИ ВАЛУТНИХ ОДБОРА У СВИЈЕТУ: ПРИМЈЕР ХОНГКОНГА

Хонгконшки долар је ефикасно везан за амерички долар по курсу 7,80 хонгконшких долара за један амерички долар. Овај систем везаног девизног курса (у даљем тексту: веза), који постоји од 17. октобра 1983. године представља камен темељац хонгконшког финансијског система. Веза обезбјеђује да хонгконшки долар има стабилну екстерну вриједност у односу на веће свјетске валуте. Та стабилност има значајно учешће у подржавању улоге Хонгконга као трговинског и финансијског центра. Веза се одржава путем строгог и поузданог система валутног одбора, који обезбјеђује да је целокупна монетарна база Хонгконга подржана америчким доларима по везаном девизном курсу. Ресурси за ту подршку се чувају код Девизног фонда Хонгконга, при чему је ријеч о девизним резервама које су међу највећим у свијету.

Веза одговара економским условима у Хонгконгу. Хонгконг је у значајној мјери екстерно оријентисана економија, са потпуно отвореним капиталним рачуном и великим финансијским сектором. Укупна вриједност екстерне трговине робама и услугама вишеструко је већа у односу на БДП. Наведени фактори доприносе да је економија у значајној мјери изложена финансијским шоковима који су условљени варијабилношћу екстерних тржишта. Веза обезбјеђује Хонгконгу чврсто монетарно сидро, које, између осталог, смањује девизни ризик са којим се суочавају увозници, извозници као и међународни инвеститори. Избор америчког долара као сидрене валуте је логичан, с обзиром да је ријеч о валути у којој су деноминирани екстерна трговина и финансијске трансакције.

Ефикасност везе је потпомогнута великим бројем економских атрибута које има Хонгконг:

1. Структура економије Хонгконга је флексибилна и реактивна. Тржишта, као што су тржиште радне снаге, некретнина и малопродајно, брзо реагују на промијењене околности: та флексибилност омогућава прилагођавања међународних цијена и трошкова, што заузврат доводи до прилагођавања екстерне конкурентности, без нужности измјене девизног курса.
2. Банкарски систем Хонгконга је снажан и солвентан, и у могућности је да се носи са флукуацијама каматних стопа до којих може доћи у систему везаног девизног курса.
3. Влада Хонгконга спроводи прудентну фискалну политику, са великим акумулираним фискалним суфицитима и таргетом буџетске равнотеже у средњем року. У складу са тим, нема опасности да ће систем девизног курса бити поткопан монетарним финансирањем државних расхода.
4. Хонгконг посједује велике резерве у страним валутама за подршку везе. Наведене резерве, које се држе код Девизног фонда, износиле су 282,5 милијарди долара на крају новембра 2011. Оне су отприлике седам пута веће од износа валуте у циркулацији – што представља један од највећих нивоа у свијету.

Од успостављања везе у 1983. години, девизни курс хонгконшког долара је остао стабилан, мада је био суочен са различитим шоковима. На њега нису утицали слом берзе акција из 1987. године, превирања механизма девизног курса у Европи у 1992, мексичка валутна криза из 1994/1995. и азијска финансијска криза из 1997/1998.

Систем везаног девизног курса Хонгконга је систем валутног одбора, који захтијева да сток и ток монетарне базе буду у потпуности покривени девизним резервама. То значи да ће било каква промјена монетарне базе бити у потпуности усклађена са одговарајућом промјеном девизних резерви по фиксном девизном курсу. У Хонгконгу, монетарна база обухвата:

- сертификате о задуживању (*енгл.* – *certificates of indebtedness*) који су тачно подржани новчаницама које су емитоване од стране емисионих банака;
- новчаница и кованица које су емитоване од стране Владе;

- агрегатног салда који представља суму салда клириншких рачуна које банке одржавају код НКМА;
- краткорочних и дугорочних обвезница Девизног фонда, које су емитоване од стране НКМА у име Владе.

Већина новчаница у Хонгконгу је емитована од стране три емисионе банке. Када емисионе банке емитују новчанице, оне су по закону обавезне да купе сертификате о задуживању, који служе као покриће за емитоване новчанице, полагањем еквивалентног износа америчких долара по стопи од 7,80 ХК\$ за један амерички долар код НКМА за рачун Девизног фонда. Тиме су новчанице хонгконшког долара у потпуности покривене америчким доларима који се држе код Девизног фонда. Обрнуто, када се новчанице хонгконшког долара повлаче из циркулације, сертификати о задуживању се откупљују, при чему емисионе банке примају еквивалентан износ америчких долара из Девизног фонда. У случају новчаница и кованица које су емитоване од стране Владе путем НКМА, трансакције између НКМА и агентске банке која је одговорна за чување и дистрибуирање новчаница и кованица јавности се такође поравнавају у односу на америчке доларе по стопи од 7,80 ХК\$ за један амерички долар.

У Хонгконгу постоји развијено девизно тржиште, на коме је могућа трговина хонгконшким доларима за друге стране валуте. 18. маја 2005. НКМА су увеле спровођење конвертибилности на снажној страни курса (*енгл. – strong side Convertibility Undertaking*), да купују америчке доларе од лиценцираних банака по курсу 7,75 ХК\$ за један амерички долар, те су најавиле помјерање постојећег спровођења конвертибилности на слабој страни (*енгл. – weak side Convertibility Undertaking*) са 7,80 ХК\$ на 7,85 ХК\$, да би постигле симетрију око везаног курса од 7,80 ХК\$. Уз зону конвертибилности (*енгл. – Convertibility Zone*) која је дефинисана нивоима спровођења конвертибилности, НКМА могу изабрати да спроводе тржишне операције које су конзистентне са принципима валутног одбора, са циљем промовисања глатког функционисања новчаног и девизног тржишта. Спровођењем конвертибилности на снажној страни да би се извршила куповина долара отклања се неизвјесност у погледу степена у коме може доћи до јачања девизног курса. Тиме се повећава осјетљивост токова средстава у и из хонгконшког долара на диференцијал каматних стопа између хонгконшког долара и америчког долара.

У систему валутног одбора, каматне стопе су те (а не девизни курс), које се прилагођавају приливима и одливима капитала. Монетарна база се повећава када се страна валута (у случају Хонгконга – амерички долар), за коју је везана домаћа валута, продаје валутном одбору за домаћу валуту (приливи капитала). Она се смањује када се иностранна валута купује од валутног одбора (приливи капитала). Експанзија или контракција монетарне базе доводе до пада или пораста каматних стопа домаће валуте, респективно, креирајући монетарне услове који се аутоматски супротстављају оригиналном кретању капитала, при чему девизни курс остаје стабилан. Процес у значајној мјери представља аутоматски механизам.

Да би се смањила прекомјерна варијабилност каматних стопа, обезбијеђена је ликвидносна подршка преко дисконтног прозора (*енгл. – Discount Window*)³, преко кога банке могу добити преконоћну ликвидност од НКМА договарањем аранжмана о рекуповини, коришћењем хартија од вриједности Девизног фонда и осталих прихватљивих хартија од вриједности као колатерала. Базна стопа дисконтног прозора, која је каматна стопа која представља основу на бази које се израчунавају дисконтне стопе за репо трансакције, одређује се помоћу унапријед објављене формуле, којом се у обзир узима таргетирана стопа на федералне фондове америчког Fed-а и међубанкарска каматна стопа Хонгконга (*Hong Kong*

³ НКМА су 5. септембра увеле пакет од седам техничких мјера за јачање аранжмана валутног одбора, да би се он учинио мање погодним за манипулацију. Једна од мјера односила се на увођење дисконтног прозора (*енгл. Discount Window*) који је замијенио претходни капацитет за прилагођавање ликвидности (*енгл. Loan Adjustment Facility, LAF*). LAF је био уведен 1992, када су на снази били бивши обрачунски аранжмани (*енгл. Accounting Arrangements*) да би се, између осталог, омогућило несметано одвијање активности на међубанарском новчаном тржишту. Обрачунски аранжмани су од 1996. године замијењени захтјевом да све лиценциране банке одржавају клириншки рачун код НКМА, након увођења RTGS система. Повећана ефикасност међубанкарског платног система је омогућила боље управљање ликвидношћу лиценцираних банака. Потреба да НКМА нуде новац на крају дана преко LAF-а се, од тада, значајно смањила.

Interbank Offered Rate).⁴ Пракса подршке хартија од вриједности Девизног фонда девизним резервама обезбјеђује да ликвидност у хонгконшким доларима, која је обезбијеђена овим процесом, аутоматски буде подржана девизним резервама у складу са принципима валутног одбора.⁵

Веза представља преферирану опцију за Хонгконг, али као било која друга монетарна политика она има своја ограничења као и предности. Систем везаног девизног курса искључује кретања номиналног девизног курса као механизма прилагођавања. У складу са тим, шокови који погађају економију, а који су изазвани екстерним или домаћим догађајима, као што су оштре депресијације валута конкурената Хонгконга или рецесије на извозним тржиштима, могу захтијевати више прилагођавања интерне структуре трошкови/цијене, него што би то било потребно уколико се девизни курс може слободно прилагођавати. Док су таква интерна прилагођавања спорија у односу на брза прилагођавања девизног курса, процес може бити праћен трајним и нужним структурним промјена у оквиру реалне економије.

Схема 1. Аутоматски механизам валутног одбора у Хонгконгу*



Извор: НКМА 2000

Везом се повезује монетарна политика Хонгконга са америчком у временима када је могуће да се економски циклуси Хонгконга и Америке не крећу нужно усклађено. Систем везаног девизног курса оставља мало простора за аутономну политику каматних стопа за постизања циља цјеновне стабилности или промовисања економског раста. Уколико постоји неусклађеност између економских циклуса Хонгконга и САД, могуће је да локалне каматне стопе, које тијесно прате њихове пандане у америчким доларима, неће погодовати макроекономским условима домаће економије. На примјер, пораст америчких каматних стопа да би се охладила прегријана економије може штетити опоравку из рецесије у Хонгконгу.

Без обзира на то, флексибилна економска структура Хонгконга омогућава његовој економији да се прзо прилагоди на промијењене околности. Перформансе економског раста Хонгконга су биле импресивне у систему везаног девизног курса од 1983. године.

⁴ Технички детаљи о функционисању дисконтног прозора су садржани у чланку „Strengthening of Currency Board Arrangements in Hong Kong“, Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin, новембар 1998. године. Копија публикације расположива је на сајту НКМА (www.hkma.gov.hk).

⁵ НКМА су се обавезале да ће нове хартије од вриједности Девизног фонда бити емитоване само када дође до прилива девизних средстава, што ће омогућити да додатна хартија од вриједности буде у потпуности подржана девизним резервама. Сврха тога је да се обезбиједи да се репо трансакцијама хартијама од вриједности Девизног фонда не наруши дисциплина система валутног одбора.

5. ЧЕМУ НАС ЈЕ НАУЧИЛО ИСКУСТВО АРГЕНТИНЕ?

Аргентина представља примјер квазивалутног одбора који је покушао да отклони ефекте оштрог екстерног финансијског шока. По увођењу валутног одбора, након првих пар година стабилности, аргентинска економија је склизнула у рецесију, након што је сусједна земља Бразил дозволила да њена валута реал почне да плива у јануару 1993.⁶ Како је долар, аргентинска сидрена валута, снажно апресирао у односу на евро, Аргентина је у све већој мјери губила конкурентност. У три године, раст БДП-а је остао негативан. Фискална позиција се погоршала. Истовремено, дошло је до снажног пораста каматних стопа, које су достигле спред од неколико хиљада базних поена у односу на каматне стопе америчке трезорске обвезнице, што се, заједно са опадајућим нивоом цијена, пренијело у екстремно високе реалне каматне стопе. Потешкоће аргентинског система прије свега воде поријекло од дуалне улоге коју је централна банка обавезна да врши: 1. да обезбиједи ограничене функције кредитора крајњег уточишта у степену у коме има вишак резерви, које су дефинисане као резерве преко нужног покрића валуте и осталих монетарних обавеза и 2. да обезбиједи потпуну конвертибилност између пезоса и америчког долара. Током *текила кризе* почетком 1995. године, Централна банка Аргентине (Banco Central de la Republica Argentina, BCRA) је изгубила 4 милијарде својих резерви. Она је тиме дошла близу границе свог захтјева конвертибилности. Вршећи своју улогу крајњег кредитора, BCRA је била принуђена да обезбиједи ликвидност мањим и слабијим банкама. Већи дио те помоћи је отплаћен, али један дио није било могуће повратити.

До средине 2001. земља је дефакто била одсјечена од међународног тржишта капитала. Влада је одлучила да више не узима позајмнице, већ је умјесто тога срезала трошкове када порези нису били довољни. Све више су разматране очајничке мјере, укључујући непосредну доларизацију.

Крајем 2001. све предузете мјере нису успјеле да одрже конвертибилност банкарског система. Влада је и сама била присиљена да замрзне банкарске рачуне. Почетком 2002. Аргентина је напустила аранжман валутног одбора у хаотичном процесу (Fritz 2002). Питање које је од централног значаја за економије земаља у развоју које или разматрају усвајање система валутног одбора, или већ имају валутни одбор је: шта је било погрешно у Аргентини и како се може избјећи наредна Аргентина?

Познато је да систем валутног одбора може бити у веома снажној мјери процикличан – што се налазило у срцу аргентинског проблема. У временима у којима би било која разумна централна банка снизила каматне стопе (прије изласка из валутног одбора, Аргентина је имала рецесију више од 40 узастопних мјесеци, док су цијене опадале током већег дијела пада економске активности) – растући девизни, системски и ризик банкрутства гурнули су каматне стопе на неодрживе нивое – одржавајући на тај начин земљу у рецесији заједно са закључавањем дуга. Крајем 2001. било је очигледно да аргентинска економија не би могла бити оживљена са ниским каматним стопама. Истовремено, премије ризика, а самим тиме и каматне стопе, остале су високе, с обзиром да није постојао реалистичан сценарио у коме би економија поново почела да расте брзим темпом – што је представљало зачарани круг, при чему није постојао било какав природни тржишни механизам који би обезбиједио излазак из њега.

У складу са тим, први закључак на основу аргентинског примјера је једноставан: покушај да се стабилизује домаћа економија помоћу валутног одбора може наићи на значајне потешкоће. Наравно, аргентински случај има одређене специјалне карактеристике. Шокови по основу депресијације бразилског реала и апресијације долара су били веома велики. Међутим, велики шокови се дешавају с времена на вријеме, при чему би земља требало да покуша да буде спремна на такве егзогене шокове. У складу са тим, потребно је да земље са валутним одбором предузму три мјере опреза: прво, због тога што у финансијском систему којим доминирају велике иностране банке може доћи до значајног раста каматних стопа због високог степена монополизације финансијског сектора, могу постојати одређене користи по основу повећане системске стабилности. Још један начин смањења те компоненте ризика могло би бити то да валутни одбор акумулира велике вишкове резерви, на примјер, по основу поврата на његове доларске или евро активе, тако да би могао дјеловати као крајњи кредитор. Друго, с обзиром да

⁶ Наравно, девалвација реала није представљала једини узрок западања Аргентине у рецесију. Повећана аверзија инвеститора на изложеност према земљама у развоју након азијске кризе у 1998, као и неповољна кретања односа размјене за аргентински извоз, такође су имали улогу.

каматне стопе могу значајно порасти у вријеме кризе, земље које су у питању би требало да имају за циљ веома чврсту фискалну позицију – што значи да ће имати суфицит већину времена и да неће имати значајан шок код недоспјелог јавног дуга. Коначно, случај Аргентине такође обезбјеђује лекцију за земље које разматрају непосредну доларизацију (евроизацију). Неки од аргумената који се тичу снажног процикличног елемента валутног одбора могу се примијенити и на у потпуности доларизовану економију. На примјер, чак и у случају доларизације, остаће ризик девизног курса: с обзиром да ће увијек постојати могућност да влада у будућности донесе закон да ће сви дугови и депозити бити деноминирани, умјесто у доларима (еврима), у некој (новој) локалној валути, чак и потпуно усвајање долара (евра) неће донијети савршену кредибилност, остављајући риизик бијега депозита током силазне фазе. Исто се односи на ризик финансијског система и ризик банкротства: без располагања ефикасном функцијом крајњег кредитора, ти ризици остају и они ће имати проциклично дејство.

6. АЛТЕРНАТИВЕ ВАЛУТНОМ ОДБОРУ У БИХ

Примјена валутног одбора, као режима монетарне политике и политике девизног курса у Босни и Херцеговини допринијела је макроекономској стабилизацији, прије свега стабилизацији инфлаторних очекивања, расту повјерења у домаћу валуту, као и успостављању кредибилитета Централне банке Босне и Херцеговине, што су значајни резултати, поготово уколико се има у виду негативно искуство са хиперинфлацијом на овим просторима, односно честим обезбјеђивањем националне валуте. Сложено инситуционало и политичко устројство земље, такође, говори у прилог примјени валутног одбора, јер би у супротном увијек постојала опасност од утицаја на Централну банку да мјере монетарне политике подреди интересима политичке елите на власти. Немогућност примјене флексибилне монетарне политике у оваквом режиму потенцијални је недостатак, али се оправдано може поставити питање шта би се једном таквом политиком објективно могло урадити у економији. Познато је да је мјерама монетарне политике могуће утицати на раст реалне активности искључиво на кратак рок, док се у дугом року ефекти таквих мјера преваходно преваљују на кретање цијена.

С времена на вријеме, а нарочито током периода финансијских и економских стресова као што је данас, користи валутног одбора за Босну и Херцеговину се доводе у питање и предлажу су алтернативни режими девизног курса. Истина је да је потребна отворена и здрава дебата о тој теми. Али, колико су реалне предложене алтернативе?

Једна од често предлаганих алтернатива представља *девалвација курса конвертибилне марке према еврџу*. Једнократа промјена девизног курса по свој прилици може промијенити дио притисака економског прилагођавања на номинални девизни курс, избјегавајући на тај начин бол прилагођавања номиналних цијена и надница која су, у супротном, неопходна. Али, промјена сидра номиналног девизног курса, чак и једнократна, поткопала би кредибилност система валутног одбора и оставила отворена врата за шпекулацију о вјероватноћи даљих промјена у будућности. Штетан утицај на повјерење инвеститора може такође изазвати значајан одлив средстава, који може представљати пријетњу економској и монетарној стабилности у Босни и Херцеговини, јер би депозитари похрлили да повуку депозите из банака и да изврше конверзију домаће валуте у евро (јуриш на банке), што би изазвало нагли пад девизних резерви Централне банке Босне и Херцеговине и могло да резултира банкарском и валутном кризом.

Другу често помињану опцију, нарочито данас, када су присутни велики проблеми у Европској и монетарној унији и када се јављају шпекулације о стабилности евра, представља *избор неке друге сидрене валуте за коју би се везао курс конвертибилне марке*. При избору сидрене валуте мора се узети у обзир валутна деноминација трансакција екстерне трговине и финансијских трансакција, као и кредибилност и стабилност монетарног режима који управља том валутом. У склопу валутног одбора, Босна и Херцеговина је имала користи од веома стабилног монетарног окружења у евро зони и велике кредибилности монетарне политике Европске централне банке (прије тога Бундесбанке). Евро представља валуту у којој су претежно деноминиране трговинске и екстерне финансијске трансакције. Мада је његова вјероватноћа мала, уколико би се десио најгори сценарио и дошло до пропадања заједничке европске валуте, евра, због свега претходно наведеног, најреалнија опција је да се домаћа

валута поново веже за њемачку марку (уколико дође до њеног поновног увођења) или неку другу синтетичку европску валуту, мада би такав процес био повезан са великим неизвјесностима и опасностима по стабилност домаћег економског и финансијског система.

Везивањем девизног курса за корпу валута, домаћа економија би била у мањој мјери изложена оштрим преокретима девизног курса и каматних стопа једне сидрене валуте, али би систем био сложенији и у знатно мањој мјери транспарентан. У степену у коме би монетарне власти задржале дискрецију да прилагођавају пондере валута у корпи, транспарентност и предвидљивост би биле смањене, вјероватно поткопавајући повјерење у систем девизног курса.

У режиму слободно пливајућег девизног курса, монетарне власти би имале слободније руке да спроводе аутономну монетарну политику с циљем постизања цјеновне стабилности или економског раста. Међутим, Босна и Херцеговина је у суштини мала отворена економија, која је изложена варијабилности међународних токова капитала. Флуктуације девизног курса у режиму пливајућег девизног курса додале би неизвјесност инвестиционом и трговинском окружењу и могле би повећати трошкове пословања, због потребе коришћења различитих инструмената да се врши хеджинг девизног ризика. Девизни курс би, такође, у таквом отвореном окружењу, могао бити склон великим одступањима од равнотежног нивоа, са свим штетним посљедицама које та одступања доносе. Уз пливајући девизни курс, монетарне власти би још увијек требало да одреде оквир монетарне политике за монетарну стабилност. То би могло укључивати, на примјер, спровођење операција на отвореном тржишту да би се утицало на каматне стопе, у настојању проналажења таргета за инфлацију и понуду новца. Али, било би тешко дефинисати и извршити такву политику уз одређену јасноћу, ефикасност и увјерење како је то постигнуто у систему валутног одбора. Потребно је имати на уму да је финансијско тржиште у Босни и Херцеговини недовољно развијено (по броју учесника, постојању и развијености одговарајућих институција, расположивим инструментима), што отежава примјену традиционалних инструмената монетарне политике, као што су операције на отвореном тржишту и др., који су засновани на функционисању тржишних механизма.

Доларизација, односно *евроизација*, значи супституцију домаће валуте за страну валуту (у већини случајева америчке доларе) као јединице обрачуна, чувара вриједности и средства размјене. Уколико је повјерење у домаћу валуту озбиљно пољуљано, евроизација би могла помоћи стабилизацији монетарног и финансијског система. Међутим, евроизација такође подразумијева значајна законска, техничка и транзициона питања. Рјешавање тих питања, чак и уколико је могуће, захтијевало би значајно вријеме и припреме. Дошло би до губитка сениораже (приноса који су остварени на резервне активе које покривају монетарну базу). Једном када се примијени, доларизацију би било веома тешко преокренути. Значајније, не би се избјегла потреба за економска прилагођавања структуре домаћих цијена и трошкова у случају негативног шока.

7. МОГУЋНОСТИ МОДИФИКАЦИЈЕ ПОСТОЈЕЋЕГ РЕЖИМА ВАЛУТНОГ ОДБОРА

С обзиром да, у складу са претходно реченим, прелазак на неки други режим монетарне политике и политике девизног курса у овом тренутку не изгледа као реална (изводљива) опција, остаје питање да ли се постојећи режим валутног одбора може одговарајућим рјешењима модификовати, да би се монетарни систем учинио флексибилнијим и отпорнијим на негативне ефекте велике економске кризе која је и нас погодила. Рјешење које се природно намеће у овом кризном времену представља увођење функције крајњег кредитора у оквиру Централне банке Босне и Херцеговине, с циљем предупређивања банкарских паника и могућности избијања банкарске кризе, како се тензије у банкарском сектору буду повећавале. То би садашњи ортодоксни модел валутног одбора приближило моделу квазивалутног одбора, који се, као што смо видјели, са мање или више успјеха примјењивао и још увијек примјењује у неким од земаља са тим режимом монетарне политике.

Централна банка Босне и Херцеговине тренутно располаже нето девизним резервама у износу од 6,231 милијарде КМ, док монетарне обавезе централне банке износе 5,714 милијарди КМ, тако да вишак покрића девизних резерви преко монетарних обавеза износи 517,5 милиона

КМ⁷ То уједно представља износ до којег би Централна банка могла вршити функцију крајњег кредитора. Функцијом крајњег кредитора би првенствено била намијењена малим банкама, јер велике банкарске групације које доминирају босанскохерцеговачким банкарским сектором управљање ликвидношћу и друге функције врше на нивоу групације, тако да би било какве ликвидносне потребе њихових огранака у Босни и Херцеговини највјероватније биле задовољене од стране банака – мајки, које имају могућност приступа функцији кредитора последњег уочишта у матичној земљи. Оно што је потребно имати на уму је да постојећи вишак резерви изнад монетарне пасиве *није велики*⁸ и да представља *заштиту од наглог пада вриједности актива* у које су инвестиране девизне резерве. Нагли пад вриједности актива у инвестиционом порфолију ЦББиХ представља могућ сценарио у временима значајних турбуленција на европским финансијским тржиштима и у случају постојања мале маргине у виду вишка девизних резерви може довести до нарушавања принципа пуне покривености монетарне пасиве Централне банке девизним резервама, као једног од темељних принципа валутног одбора. У најгорем сценарију, када би дошло до наглог смањења девизних резерви и нарушавања повјерења у стабилност домаће валуте, због јуриша депозитара на банке и масовне конверзије домаће валуте у евро, непостојање значајног износа вишка резерви представљао би само још један фактор који поткопава кредибилитет и стабилност валутног одбора. Један од начина да се повећа вишак резерви био би да се Централној банци омогући да задржи већи проценат годишњих прихода од инвестирања девизних резерви у односу на садашњих 40 процената, али се поставља питање да ли би се остварили значајнији ефекти у релативно кратком року.⁹

Сљедеће, у Босни и Херцеговини се већ дуже вријеме примјењује *осигурање депозита* до износа од 35 хиљада КМ за банке чланице Агенције за банкарство БиХ, које, такође има значајну улогу у повећању сигурности депозитара и спречавању банкарских паника. Додатно обезбјеђивање осигурања, у форми приступа кредиту последњег уочишта, могло би генерисати подстицаје за банке да усвоје ризичније инвестиционе стратегије, пошто се оваквим осигурањем у суштини субвенционира њихове активности преузимања ризика. Међутим, одговарајућим регулаторним надзором наведени проблем моралног хазарда се може ограничити.

Такође, ванредни кредити банкама у склопу функције крајњег кредитора били би намијењени искључиво банкама са *ликвидносним проблемима*, али не и *несолвентним* банкама. Због тога је потребно располагати правовременим и поузданим информацијама о финансијској позицији банака које аплицирају за такве кредите, што не би требало да представља проблем за ЦББиХ, с обзиром да у њој постоји организациона јединица – Одјељење за финансијску стабилност – која располаже ажурираним подацима о финансијском здрављу банака и која је добро повезана са ентитетским агенцијама за банкарство. Наравно, потребно би било дефинисати ко и на који начин утврђује да ли банка испуњава услове за добијање кредита за ликвидност. Искуства са банкарским кризама у другим земљама показују да би одређени број несолвентних банака могао отићи под стечај, при чему би било неопходно ограничавати процесе мерџера и аквизиција проблематичних банака. То би, у суштини, представљало наставак процеса консолидације домаћег банкарског сектора. Вјештачко одржавање у животу проблематичних банака свакако није пожељно!

По узору на друге централне банке, прије свега оне које примјењују валутни одбор, кредити у функцији крајњег кредитора би се одобравали у замјену за одговарајуће колатерале, тако да се отвара питање *које домаће хартије од вриједности би могле вршити ту улогу*. Од до сада емитованих државних хартија од вриједности на домаћем финансијском тржишту, које у централнобанкарској пракси најчешће служе као колатерал (ентитетске обвезнице за рјешавање питања старе девизне штедње, ентитетске обвезнице за рјешавање питања ратне материјалне и нематеријалне штете, муниципалне обвезнице, трезорски записи ентитета), тренутно

⁷ Податак за новембар 2011. године, преузет са веб-странице ЦББиХ – <http://www.cbbh.ba>

⁸ Као на примјер, у Хонгконгу, у коме девизне резерве код Девизног фонда вишеструко премашују монетарне обавезе НКМА.

⁹ Вјероватно би постојао отпор политичара за доношење законских рјешења за смањење износа прихода Централне банке који се трансферишу у буџет. Додатно, приноси на инвестиране девизне резерве су тренутно веома ниски и не постоје назнаке да ће се таква ситуација на евро финансијском тржишту промијенити у догледно вријеме.

најизгледнији кандидат су трезорски записи Републике Српске и Федерације Босне и Херцеговине. Међутим, остаје питање да ли је величина и тржишна вриједност досадашњих емисија довољни за вршење улоге колатерала.

Најреалнија могућност организовања неке форме крајњег кредитора, по узору, на примјер, на дисконтни прозор Хонгконга, било би *организовање те функције преко електронског међубанкарског тржишта новца ЦББиХ*. Електронско међубанкарско тржиште у себи садржи три платформе за међубанкарску трговину у реалном времену и то: трговину депозитима у КМ, трговину девизним средствима и трговину готовим новцем.¹⁰ Мада постоје котирања, односно подаци о понуди и потражњи, као и реализованим трансакцијама између банака, могућности међубанкарског новчаног тржишта се још увијек не користе у довољној мјери.

Као нужан предуслов развијању неке форме крајњег кредитора преко међубанкарског тржишта новца, по узору на остале централне банке, прије свега централне банке које примјењују валутни одбор, то тржиште је неопходно даље формализовати у виду упоређивања котација и понуђених каматних стопа и израчунавања и објављивања *референтне каматне стопе*¹¹, која би представљала основ за израчунавање базне стопе за преконоћне репо трансакције дисконтног прозора. У нормалним околностима, комерцијалне банке међусобно могу вршити трансакције вишковима ликвидних средстава, а у случају значајнијих тензија и немогућности добијања средстава од других банака, оне би могле користити дисконтни прозор за превазилажење ликвидносних проблема по унапријед дефинисаним правилима и у веома кратком року. Такође, морали би бити успостављени механизми спречавања манипулација од стране банака, односно обезбјеђивања да се дисконтни прозор користи искључиво за добијање додатне ликвидности за банке које имају ликвидносне проблеме.

Коначно, потребно је истаћи да би за увођење функције крајњег кредитора у Централној банци Босне и Херцеговине било неопходно *измијенити одговарајуће одредбе Закона о ЦББиХ* (Члан 37, којим се забрањује ЦББиХ да учествује у операцијама на тржишту новца, укључујући и вриједносне папире било које врсте; Члан 67, који се односи на забрањене активности Централне банке, гдје се у ставу један каже да ЦББиХ неће давати никакав кредит под било каквим околностима).

8. ЗАКЉУЧАК

Не постоји један режим монетарне политике и политике девизног курса који је погодан за све економије у свим временима. Који год режим да се усвоји, он се мора конзистентно уградити у свеукупни оквир макроекономске политике. У Централној банци Босне и Херцеговине континуирано се анализирају различите алтернативе постојећем режиму, али је закључак и даље да валутни одбор представља најбољу опцију за Босну и Херцеговину.

Нема разлога да се вјерује да је валутни одбор довео до рецесије Босни и Херцеговини. Међутим, тачно је да може довести до интензификације економских циклуса на кратак рок, с обзиром да нема простора за спровођење независне монетарне политике да би се ублажиле економске флукуације. Али, док је профил цикличног прилагођавања различит између режима фиксног и пливајућег девизног курса, о ефикасности режима девизног курса би требало да се

¹⁰ Централна банка Босне и Херцеговине је обезбиједила и инсталацију софтвера у комерцијалне банке крајем 2007, а банке су почеле користити платформу за међусобно трговање почетком 2008. Кориштење софтвера по ова три основа између комерцијалних банака одвија се на принципу добровољности, односно уколико банке оцијене да имају потребу за оваквом врстом пословања. Међутим, кориштење софтвера између Централне банке Босне и Херцеговине и комерцијалних банака је обавезујуће и то за послове куповине и продаје КМ, послове са готовим новцем и друге послове које пропише Централна банка.

¹¹ Та стопа би одражавала перцепције учесника на новчаном тржишту, прије свега банака на међубанкарском новчаном тржишту, о тренутном стању и перспективама економије, а која би представљала основу за развој различитих финансијских инструмената за које је неопходно постојање једне такве стопе. Такође, увођење референтне каматне стопе би представљало полазни корак за конструисање *тржишне криве приноса*, која представља један од најзначајнијих алата за праћење и анализирање услова који преовлађују на новчаном тржишту и у економији генерално.

просуђује у дужем року. У случају режима пливајућег девизног курса, екстерна конкурентност може бити брзо успостављена путем депресијације валуте. Депресијација, међутим, може поткопати кредибилност монетарне политике и сама погоршати финансијску волатилност. Даље, депресијација може посљедишно смањити подстицај да се настоје постићи користи по основу повећања ефикасности локалне економије, да би се осигурале снажније економске перформансе у дужем року. Као такви, иницијални добици по основу конкурентности могу бити еродирани током времена. У систему валутног одбора, с једне стране, конкурентност се може успоставити само путем интерне дефлације трошкова и путем повећања продуктивности. За тај процес је нужно потребно вријеме. У складу са тим, дисциплина валутног одбора условљава настојање да се остваре добици по основу ефикасности и структурне реформе, од чега економија има користи на дуги рок.

Искуства других земаља (Естонија) су показала да је валутни одбор могуће задржати све до коначног уласка у Европску унију и усвајања евра. Правила за чланство у ERM II аранжману су прилагођена на начин да је дозвољено учешће уз примјену валутног одбора, односно фиксног девизног курса националне валуте према еврџу и земље које примјењују такав режим вјероватно имају предност у односу на остале земље у погледу демонстрирања способности одрживости курса домаће валуте стабилним у односу на евро, што показује примјер Естоније раније, а тренутно Литваније.¹² Експерименти са увођењем неког другог режима монетарне политике, као што је таргетирање инфлације, у постојећим условима економских и политичких турбуленција и неизвјесности, могли би довести до угрожавања стабилности монетарног система земље. За један такав подухват било би неопходно обезбиједити широки консензус на свим нивоима власти у земљи, потребан ниво експертских знања у кључним институцијама, темељну анализу о предностима и недостацима једне такве акције и сл., што би вјероватно представљало расипање ресурса и губитак времена, при чему се мора имати у виду да постојећи систем, уважавајући све његове добре, као и лоше стране, функционише прилично добро.

Наравно, остаје простор за модификацију и јачање модела ортодоксног валутног одбора који се примјењује у Босни и Херцеговини. Једну од могућности представља увођење функције крајњег кредитора с циљем обезбјеђивања ликвидносне подршке банкарском сектору и приближивање постојећег модела валутног одбора моделу квазивалутног одбора. Такав подухват са собом носи одређене позитивне стране, али и опасности. Једну 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. Најреалније рјешење би било успостављање дисконтног прозора на електронском међубанкарском тржишту новца, по узору на валутни одбор Хонгконга.

Јачање и усавршавање валутног одбора у Босни и Херцеговини треба да буде један континуиран и иновативан процес. У том процесу могуће је користити искуства осталих земаља које примјењују тај режим монетарне политике и политике девизног курса, уз уважавање свих сличности и разлика босанскохерцеговачке и економија тих земаља. Валутни одбор Хонгконга, свакако, представља позитиван примјер, али искуство Аргентине нас упозорава да у случају великих екстерних шокова ствари могу кренути по злу.

¹² Естонска круна и литвански литас су укључени у ERM II 28. јуна 2004. године. У међувремену, Естонија је 1. јануара 2011. године постала чланица еврозоне, односно извршила усвајање евра. Бугарска се пријавила за чланство у ERM II механизму одмах након добијања чланства у ЕУ. У новембру 2009. Бугарска је потврдила да планира да конкурише за чланство у ERM II почетком 2010, али је то морала да одложи због тога што њен буџетски дефицит није био у складу са махстритским критеријумима (3,7% БДП-а).

ЛИТЕРАТУРА

- Bernanke, Ben S.** 1983. „Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression“. *American Economic Review*, 73, pp. 257–276.
- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler.** 1989. „Agency Cost, Net Worth and Business Fluctuations“. *American Economic Review*, 14–31.
- Bordo, Michael D.** 1989. „The Lender of Last Resort: Some Historical Insights“. NBER Working Paper no. 3011,
- Caprio, Gerard, Michael Dooley, Danny Leipziger and Carl Walsh.** 1996. „The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board: The Case of Argentina“. Policy Research Working Paper Series no. 1648, Washington, D.C.
- CBBiH.** 2010. *Godišnji izvještaj za 2010*. Sarajevo
- CBBiH.** 2011. *Godišnji izvještaj za 2011*. Sarajevo
- Douglas, Diamond and Philip Dybvig.** 1983. „Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity“. *Journal of Political Economy*. University of Chicago Press, Chicago no. 91, 401–419.
- Dornbush, Rudi.** 2001. „Fewer Monies, Better Monies“. *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 91, 238–242
- Dullien, Sebastian.** 2001. „Argentina: The End of a Clever Idea?“. *Financial Times Deutschland*, Berlin.
- EBRD.** 2011. „Crisis and Transition: The Peoples Perspective“. *Transition Report 2011*, London.
- Freixas, Xavier; Cursio Giannini, Glenn Hoggarth and Farouk Soussa.** 1999. „Lender of Last Resort: A Review of Literature“. *Bank of England Financial Stability Review*, issue 7, 151–167.
- Gertler, Mark.** 1988. „Financial Structure and Economic Activity“. *Journal of Money, Credit and Banking*, 559–588.
- Gosh, Atish; Anne-Marrie Gulde and Holger C. Wolf.** 2000. „Currency Boards: More Than a Quick Fix?“. *Economic Policy*, vol. 31, 269–335.
- Hanke, Steve H.** 2000. „The Disregard for Currency Board Realities“. *Cato Journal*, vol. 20, pp. 49–59.
- Hanke, Steve H. and Kurt Schuler.** 1994. *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*. San Francisco: ICS Press.
- HKMA.** 1998. „Strengthening of Currency Board Arrangements in Hong Kong“. *Quarterly Bulletin* 11/1998, Hong Kong.
- HKMA.** 1999. „The Currency Board Account and Other Fine-Tuning Measures to Strengthen the Currency Board Arrangements in Hong Kong“. *Quarterly Bulletin* 5/1999, Hong Kong
- HKMA.** 2000. Hong Kong Linked Exchange Rate System. Background Brief No. 1.
- Kovačević, Dejan.** 2009. *Kreditna ekspanzija u Bosni i Hercegovini*. Magistarski rad. Beograd: Ekonomski fakultet.
- Nenovsky, Nikolay Nenov and Kalin Damir Hristov.** 2001. „The Nonorthodox Currency Boards: The Case of Bulgaria“. Montreal: CETAI.
- Schwartz, Anna J.** 1993. *Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39 (0), 147–188.
- Tsang, Shu-ki.** 1999. „The Currency Board Arrangement in Hong Kong, China: Viability and Optimality Through the Crisis“. *A Study of financial markets*, Hong Kong.
- Williamson, John.** 1995. *What Role Currency Boards*. Institute for International Economics, Washington, D. C.
- Yam, Joseph.** 1998. „Review of Currency Board Arrangements in Hong Kong“. Hong Kong: HKMA.