

**Istraživački rad:
“Održivost aranžmana valutnog odbora u BiH”**

Ivona Kristić
(Direkcija za ekonomsko planiranje Vijeća ministara BiH-DEP)

Mentor na istraživačkom projektu i dokumentu Dr. Vladimir Gligorov,
(Institut u Beču, wiiw)

Februar 2007.



Finansira EC



**Direkcija za ekonomsko planiranje
Jedinica za ekonomsko istraživanje**

Radni dokument:

Održivost aranžmana Valutnog odbora u BiH

Pripremila Ivona Kristić
Mentor g. Vladimir Gligorov (wiiw)

**Mišljenja i stavovi izneseni u ovom dokumentu pripadaju autoru i ne predstavljaju
nužno stavove DEP-a, Evropske komisije ili bh. vlasti.**

Sažetak

Jedan od ključnih izazova za BiH, na njenom putu ka članstvu u Evropskoj uniji i mogućem usvajanju eura, jeste da održi monetarnu stabilnost postignutu u proteklih deset godina putem aranžmana valutnog odbora. U ovom dokumentu ispituju se potencijalne opasnosti po održivost aranžmana valutnog odbora u BiH i procjenjuju izlazne strategije na putu ka integraciji u Evropsku monetarnu uniju.

Rezultati analize govore u prilog održivosti aranžmana valutnog odbora u BiH, ukoliko se uvede i održava kontrola brzog rasta plaća u javnom sektoru zapaženog tokom proteklih nekoliko godina. S obzirom na visoki deficit tekućeg računa kao najvažniji izvor osjetljivosti za aranžman valutnog odbora u BiH, ključ njegove održivosti jeste razvoj u vanjskoj konkurentnosti, što ključno ovisi o razvoju i fleksibilnosti tržišta rada.

SADRŽAJ:

1) Uvod	4
2) Okvir aranžmana valutnog odbora	5
3) Održivost aranžmana Valutnog odbora u BiH	12
4) Potencijalne izlazne strategije u slučaju BiH	36
5) Rezime i zaključci	39
Dodatak	41
Razlike u nadležnostima između savremenih valutnih odbora i tradicionalnih valutnih odbora	41
Detaljan pregled razvoja godišnje dinamike plaća i produktivnosti:	
Scenario 1: Godišnje stope rasta produktivnosti i plaća u BiH.....	49
Scenario 2: Godišnje stope rasta produktivnosti i plaća u industriji i uslugama u BiH.....	50
Detaljan pregled razvoja u dinamici rasta produktivnosti i plaća u zemljama Jugoistočne Evrope:	
Bugarska	51
Hrvatska	52
Makedonija	53
Crna Gora	54
Rumunija	55
Srbija.....	56
Literatura	57
Lista zakonodavnih i regulatornih izvora	58

1) Uvod

Glavni cilj ovog dokumenta je da se ocijene moguće opasnosti po održivost aranžmana valutnog odbora (CBA) u BiH, i eventualne “izlazne” strategije, budući da je ovo jedan od ključnih izazova na njenom putu prema integraciji u EU i kasnijem usvajanju eura.

U ovom dokumentu ispituje se postoje li (potencijalne) opasnosti za paritet između eura (EUR) i konvertibilne marke (KM), u prisustvu neprestanih vanjskih neuravnoteženosti izraženih kroz visok deficit tekućeg računa i stalnim pritiscima na bh. valutu KM. To ne povlači za sobom nužno neodrživu situaciju po paritet ukoliko ne postoje jasni signali neusklađenosti, što nije bio slučaj u BiH, odnosno ukoliko je prisutno kontinuirano pogoršanje vanjske konkurentnosti u BiH.

Jednostavno rečeno, s obzirom na visoki deficit tekućeg računa, suštinsko pitanje za održivost jeste pitanje razvoja vanjske konkurentnosti, koje proizilazi iz razvoja i prilagođavanja plaća na tržištu rada. Stoga, neophodan preduvjet je da produktivnost po radniku raste brže od bruto plaća u privredi kao cjelini, kao i u njenim glavnim sektorima.¹

Drugim riječima, ukoliko bruto plaća u glavnim sektorima raste brže od produktivnosti u tim sektorima, ovo bi moglo podstaći rast inflacijskih pritisaka i destimulirati izvoz, s jedne strane, pospješivši pri tome potrošnju i uvoz s druge strane, što bi u određenom trenutku moglo voditi ka neodrživosti deficita tekućeg računa i time dovesti u pitanje opstanak aranžmana valutnog odbora te paritet između eura i KM.

Rasprava i analiza su strukturirane u tri glavne teme. Dokument počinje utvrđivanjem okvira aranžmana valutnog odbora: njegove definicije, glavnih obilježja, i razlika u odnosu na centralnu banku.

Zatim slijedi objašnjenje transmisijskog mehanizma inflacije i kamatnih stopa u aranžmanu valutnog odbora, pri čemu je CBA zapravo pasivni agent monetarne politike. Međutim i pored toga, postoje značajne razlike među nadležnostima u monetarnoj politici unutar uzorka zemalja koje imaju aranžman valutnog odbora. Shodno tome, u ovom dokumentu dat je kratak pregled razlika u nadležnostima između savremenih aranžmana valutnih odbora i onih koje su postavljeni kao teoretski uporedni standard.

Potom, dokumentom se utvrđuju uvjeti u kojima aranžman valutnog odbora predstavlja odgovarajući valutni aranžman za neku zemlju. Nakon toga slijedi rasprava o razlozima za i protiv aranžmana valutnog odbora.

Drugi dio studije sastoji se od analize uvjeta potrebnih za održivost aranžmana valutnog odbora u BiH. Kao prvo, preduvjet konzistentnosti monetarnog okvira u BiH testira se posredstvom modela poznatog pod nazivom “nemoguće trojstvo” (*engl. impossible triple*). Nakon toga, studijom se ocjenjuju neophodni uvjeti održivosti aranžmana valutnog odbora za zemlju sa velikim deficitom tekućeg računa, predstavljeni kretanjima u nekim od ključnih indikatora konkurentnosti za BiH, ali i u uzajamnoj usporedbi sa drugim zemljama.

U posljednjem dijelu dokumenta dati su zaključci i preporuke politikama koje su od ključnog značaja za dugoročnu održivost aranžmana valutnog odbora u BiH. Dokument se završava kratkim pregledom potencijalnih “izlaznih” strategija u slučaju aranžmana valutnog odbora u BiH. U ovom posljednjem dijelu dokumenta dat je odgovor na ono što bi moglo biti “prirodna izlazna strategija” u slučaju BiH, s tim što je naglasak i na tome koje se izlazne strategije ne bi mogle provesti u BiH.

¹ Ovaj uvjet izveden je iz makro modela Roberta Mundella o prilagodbi u slučaju fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa, pri čemu su kretanja i prilagodbe plaća na tržištu rada utvrđeni kao ključni uvjet održivosti fiksnog deviznog kursa (vidi Mundell, 1968).

2) Okvir aranžmana valutnog odbora

Veoma je teško pristupiti analizi uvjeta od značaja za održivost aranžmana valutnog odbora prije nego što se ukratko definiraju i objasne njegove najvažnije karakteristike, tj. na koji način on funkcionira i koje su razlike, prednosti i nedostaci u usporedbi sa ostalim monetarnim aranžmanima? Jedino nakon toga moguće je identificirati koji su to ključni uvjeti ostvarivosti i održivosti aranžmana valutnog odbora.

2.1. Šta je to aranžman valutnog odbora?

Iako je ideja aranžmana valutnog odbora prisutna već više od dva stoljeća, ona je i dalje prilično nepoznata i nedefinirana. Vodeći stručnjaci za oblast CBA, Schuler i Hanke (1993), definiraju valutni odbor kao "monetarnu instituciju koja emitira novčanice i kovani novac koji u potpunosti imaju pokriće stranom „rezervnom“ valutom i u cijelosti su zamjenjivi u rezervnu valutu po fiksnoj stopi i na zahtjev kako je utvrđeno zakonom".

U osnovne karakteristike aranžmana valutnog odbora spadaju:

Konvertibilnost

Aranžmanom valutnog odbora održava se neograničena konvertibilnost po fiksnom kursu između njegovih novčanica i kovanog novca s jedne strane, i rezervne valute ili roba s druge strane. Aranžmanom valutnog odbora ne zamjenjuju se depoziti denominirani u domaćoj valuti u rezervnu valutu, nego se deviznim kursom koji je utvrđen određuju uvjeti arbitraže između lokalnih depozita i rezervne valute.

Rezerve

Kao rezerve aranžman valutnog odbora drži visoko kvalitetne, kamatonosne vrijednosnice denominirane u rezervnoj valuti (ili robi). Valutni odbori moraju raspolagati rezervom od najmanje 100% svojih obaveza (kovani novac i novčanice u opticaju) kako je utvrđeno prema zakonu, ali su obično raspolagali sa 105 - 110%, kako bi ostvarili neophodni faktor zaštite u slučaju da kamatonosne vrijednosnice kojim raspolažu izgube na vrijednosti.

Emisioni prihod

Odbor ostvaruje prihod (emisioni prihod) iz razlike između kamate ostvarene na njegova rezervna sredstva i izdatka održavanja kovanica i novčanica u opticaju (obaveze). On doznačuje vladi svu dobit iznad iznosa koji mu je potreban za pokriće troškova i održavanja rezervi na zakonski utvrđenom nivou.

Monetarna politika

Prema definiciji valutni odbor ne raspolaže disrekreacionim ovlastima. Aranžman valutnog odbora ne ostvaruje nikakav utjecaj na ponudu novca. Same tržišne sile određuju količinu novčanica, kovanog novca u opticaju koji aranžman valutnog odbora emitira te stoga i ukupnu ponudu novca, pri čemu se ovo drugo definira kao novčanice i kovani novac plus depoziti koji se drže kod poslovnih banaka. Promjene u potražnji novca prilagođavaju se endogenim promjenama u međunarodnim rezervama putem bilansa plaćanja (BOP), umjesto varijacija u neto domaćim sredstvima, što bi inače bio slučaj s okvirom koji podrazumijeva aranžman centralne banke (vidi Casmilleri Gilson, 2002).

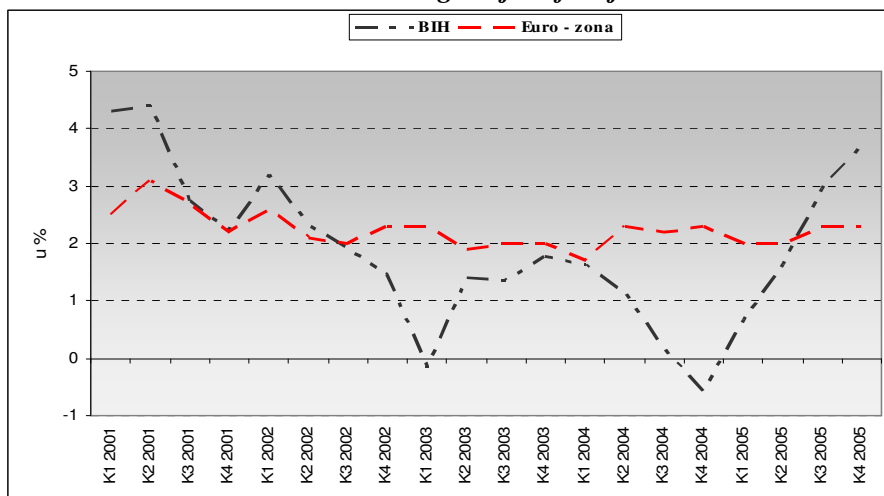
Za razliku od centralne banke, aranžman valutnog odbora nije u stanju ponuditi kredit državi ili drugim sektorima, i zbog toga ne može emitirati fiducijarni novac, te ne može utjecati na inflaciju iz istog razloga. Aranžmanima valutnog odbora promovira se „strogo budžetsko ograničenje" u javnim finansijama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

Kamatne stope i inflacija

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

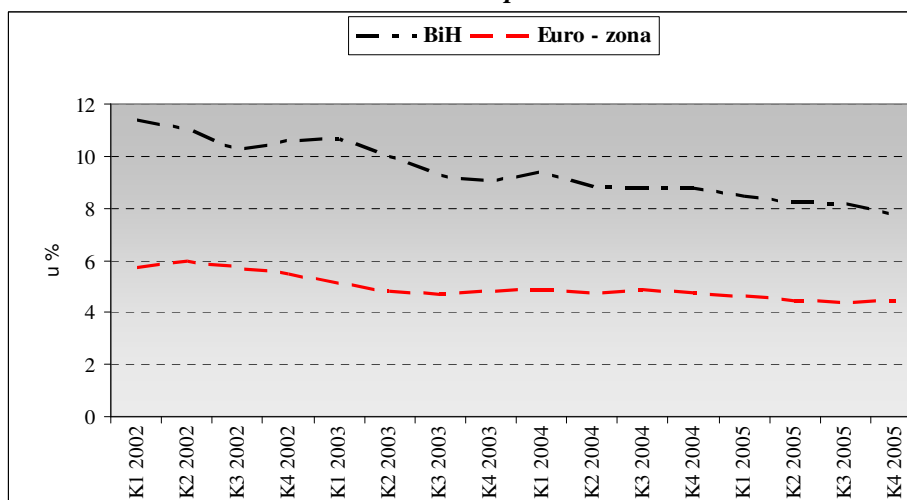
Konvergencija inflacije u kontekstu režima fiksnog tečaja može predstavljati probleme budući da na cijene dobara koja nisu predmet vanjske trgovine utjecaj ima relativni rast produktivnosti. Shodno tome, u mjeri u kojoj se paritet kupovne moći održava, odnosno u kojoj relativne razlike u kupovnoj moći ostaju konstantnim, domaća inflacija u zemlji s aranžmanom valutnog odbora usko je povezana s inflacijom zemlje čija valuta predstavlja nominalno sidro. Kao i kod kamatnih stopa (koje prate kamatne stope zemlje izvorišta deviznih rezervi s premijom rizika) razumno je očekivati da će inflacija države s aranžmanom valutnog odbora biti viša uslijed višeg rasta produktivnosti (vidi Casmilleri Gilson, 2002).

Slika 1: Konvergencija inflacije...



* Indeks životnih troškova.

...i kamatne stope u BiH



Izvor: Evropska centralna banka i Centralna banka BiH

Objašnjenje ove pojave zasnovano je na Balassa-Samuelsonovom efektu (BS efekat). To je efekat razlike između bržeg rasta produktivnosti u privrednoj grani čijim dobrima se trguje (engl. *tradables*), u odnosu na produktivnost u grani čijim dobrima se ne trguje (engl. *non-tradables*), što dovodi do više inflacije ako su plaće izjednačene u sektorima u okolinostima pune zaposlenosti (vidi Halpern i Wyplosz, 2000)

Razlog za izjednačavanje plaća kroz sektore je sljedeći: uz rastuću produktivnost u sektoru čijim dobrima se trguje razumno je očekivati rastuće plaće u tom sektoru. Međutim, sektor čija dobra nisu predmet trgovine ima manju produktivnosti i plaće su stoga ispočetka niže. Na efikasnom tržištu rada radnici će se kretati prema bolje plaćenim poslovima u sektoru čija dobra su predmet trgovine. To će stvoriti pritiske u smjeru izjednačavanja plaća ukoliko postoji puna zaposlenost. Sektor čijim dobrima se ne trguje, s obzirom da se suočava sa sporijim rastom produktivnosti, mora podizati cijene brže kako bi podesio (relativni) porast plaća i ostao profitabilan. Reakcija na strani ponude na veću produktivnost u grani čijim dobrima se trguje svodi se stoga na višu inflaciju u grani čijim dobrima se ne trguje.

Štaviše, rastuća produktivnost podrazumijeva rastuće prihode i potrošnju. Budući da je rastuća potražnja uobičajeno pristrasna u pravcu usluga, što predstavlja većinu dobara kojima se ne trguje, potražnja može pojačati reakciju na strani ponude. Stoga cijene dobara namijenjenih trgovanju slijede kretanja cijena u zemlji za čiju se valutu veže domaća valuta, dok cijene u sektoru čijim dobrima se ne trguje rastu bržim tempom, što dovodi do veće ukupne inflacije u zemlji s aranžmanom valutnog odbora (CBA) nego što je to slučaj sa zemljom za čiju se valutu domaća valuta veže.

To nije bio slučaj u BiH, u kojoj je nivo inflacije po isteku perioda konvergencije bio čak i niži od onog registriranog u Eurozoni (vidi dijagrame na slici 1). To je bio rezultat konstantnih deflatornih pritisaka izazvanih visokom stopom nezaposlenosti u BiH, što je slučaj u kojem je BS efekat manje izražen.

Radi boljeg shvatanja razlika između aranžmana valutnog odbora i monetarnog okvira centralne banke, data je usporedba u pogledu nekih od obilježja koja karakteriziraju ova dva modela prikazana u tabeli 1:

Tabela 1: Usporedba tipičnog aranžmana valutnog odbora (CBA) i centralne banke

	Tipičan aranžman valutnog odbora u odnosu na tipičnu centralnu banku	
	CBA – aranžman valutnog odbora	Centralna banka
1	Uobičajeno opskrbljuje samo novčanicama i kovanicama	Uobičajeno opskrbljuje novčanicama, kovanicama i depozitima
2	Fiksni devizni kurs u odnosu na rezervnu valutu	Fiksni ili plutajući kurs
3	Devizne rezerve 100 % monetarnih obaveza	Varijabilne devizne rezerve
4	Puna konvertibilnost	Ograničena konvertibilnost
5	Monetarna politika vezana pravilima	Diskreciona monetarna politika
6	Nije zajmodavac bankama u krajnjoj instanci	Zajmodavac bankama u krajnjoj instanci
7	Ne regulira poslovne banke	Često regulira poslovne banke
8	Transparentan	Netransparentna
9	Zaštićen od političkog pritiska	Politizirana
10	Visok stepen kredibiliteta	Nizak kredibilitet
11	Ostvaruje emisioni prihod od kamate	Ostvaruje emisioni prihod od kamate i inflacije
12	Ne može stvoriti inflaciju	Može stvoriti inflaciju
13	Ne može finansirati potrošnju domaćih vlasti	Može finansirati potrošnju domaćih vlasti
14	Nisu mu potrebni "preduvjeti" za monetarnu reformu	Potrebni su joj "preduvjeti" za monetarnu reformu
15	Brza monetarna reforma	Spora monetarna reforma
16	Mali broj osoblja	Veliki broj osoblja

Izvor: Hanke i Schuler (1994)

Sve ove definicije i karakteristike specifične su za jedan tradicionalni (tipičan) aranžman valutnog odbora. Savremeni su valutni odbori, kako će dalje u tekstu biti prikazano, odstupili od izvornog okvira aranžmana valutnog odbora, u nastojanju da se postigne odgovarajući odnos u kompromisu između kredibiliteta aranžmana valutnog odbora i njegove sposobnosti da utječe na inflaciju, kamatne stope i ponudu novca.

Zemlje sa savremenim aranžmanom valutnog odbora (CBA) u velikom broju slučajeva jednostavno ne uvoze monetarnu politiku sidrišnih zemalja posredstvom prethodno opisanih transmisivnih mehanizama prijenosa. One su zapravo sačuvali određene elemente diskrecione monetarne politike, uglavnom putem instrumenata obaveznih rezervi i zajmodavca u krajnjoj instanci.

Stoga dajemo kratak pregled razlika u nadležnostima između savremenih aranžmana valutnog odbora (CBA) i teoretskih usporednih standarda aranžmana valutnog odbora, koristeći se pri tom izradom indeksa prethodno preuzetih obaveza. Ovaj indeks izvodi se iz analize zakonodavnih okvira i operacija monetarne politike u sljedećim zemljama u kojima je uveden savremeni aranžman valutnog odbora: Argentina (do 2001. godine), Bugarska, Bosna i Hercegovina, Estonija, Hong Kong (Specijalni administrativni region), i Litvanija. Za okvire koji značajno odstupaju od teorijskog okvira, u analizi se ističu specifičnosti njihovih postupaka.

Ukratko, rezultati prethodno pomenute analize pokazali su nam da se Centralna banka Bosne i Hercegovine može nazvati „najkonzervativnijim” od svih postojećih valutnih odbora, s obzirom da, prema Zakonu, raspolaže samo onim nadležnostima i koristi samo one monetarne instrumente koji su dopušteni valutnom odboru prema njegovoj strogoj definiciji (za više pojedinosti o ovoj analizi vidi dodatak na strani 41).

2.2. Kada bi jedna država trebala izabrati aranžman valutnog odbora kao svoj monetarni aranžman?

Istorijski pregled

Prva ideja valutnih odbora pojavila se već u ranim 1800-im u skupini ekonomista poznatih pod nazivom Valutna škola. Od tada i do 1930-ih aranžmani valutnih odbora uspostavljeni su i bili široko rasprostranjeni uglavnom u britanskim kolonijama u Africi, Aziji, Karibima, i Pacifičkim otoka. Nakon Drugog svjetskog rata, unatoč dobrim rezultatima, aranžmani valutnog odbora postali su manje popularni. Zemlje, od koji su većina svih bivših evropskih kolonija, željele su isto tako i monetarnu neovisnost, pa su se odlučile za vlastitu centralnu banku i suverenost u odnosu na svoje valute.

Tokom 1990-ih dogodilo se „oživljavanje “ ideje i korištenja CBA, kada je priličan broj savremenih aranžmana valutnog odbora počeo funkcionirati – 1991 u Argentini, nakon čega je uslijedio aranžman u Estoniji 1992. godine i Litvaniji 1994. godine, dok su Bosna i Hercegovina i Bugarska uvele takve aranžmane 1997. godine.

Shodno tome, sa ovog istorijskog gledišta aranžmani valutnog odbora uspostavljeni su u sljedećim slučajevima:

- U *malim zemljama* koje imaju *ograničenu ekspertizu u monetarnom menadžmentu*, ili imaju *slabe finansijske sisteme* (poput Brunei, Darussalama).
- U periodu neposredno nakon *ekonomskih kriza i gubitka kredibiliteta u tekućim ekonomskim politikama* (poput slučaja sa Argentinom i Hong Kongom).
- Radi potpore *programima stabilizacije* (ovo je bio slučaj sa Bugarskom i poslijeratnom Bosnom i Hercegovinom).
- Radi pomoći u *olakšavanju neometane tranzicije iz zone rublje* (Litvanija, Estonija).
- Radi *suprotstavljanja spekulativnim pritiscima* kada nepostojanje kredibiliteta ograničava efikasno

vođenje monetarne politike (ovo je naročito izraženo u zemljama koje su izašle iz kriza i prošle kroz hiperinflaciju, što je bio slučaj Argentine i Bugarske).

Kao zaključak možemo konstatirati da je aranžman valutnog odbora posebno privlačan za male otvorene tranzicijske privrede, u kojima je trošak odustajanja od instrumenta deviznog tečaja neznatan s obzirom na njihovu otvorenost u trgovini. On odgovara zemljama u kojima je prisutna tendencija da centralne banke nemaju potrebni kredibilitet za vođenje politika osmišljenih s ciljem da se postigne stabilnost cijena, uz istovremeno upravljanje deviznim kursom, domaćom likvidnošću i računom kapitalnih transakcija (vidi Santiprabhob, 1997).

Primarni cilj modernih valutnih odbora je da se osigura kredibilan osnov za monetarnu stabilnost (stabilnost deviznog kursa) i nisku inflaciju. Radi osiguranja ove kredibilnosti moraju se ispuniti tri uvjeta: dovoljno pokriće primarnog novca, dovoljno restriktivna fiskalna politika, i u razumnoj mjeri zdrav bankarski sistem (odnosno spremnost da se dopusti da slabe banke propadnu). Štaviše, da bi se vremenom očuvala kredibilnost, održivost i ostvarivost aranžmana valutnog odbora, potrebno je da zemlje sa tim aranžmanom održavaju striktnu disciplinu u politici (konzervativan fiskalni stav, zdrav finansijski sistem, oprezno upravljanje vanjskim dugom, i, naravno, fleksibilna tržišta rada i cijene). Pored toga potrebno je da budu spremne da izađu na kraj sa potencijalno velikim prilivom kapitala i asimetričnim vanjskim šokovima. Očigledno je da je jaka opredijeljenost za fiksni paritet kredibilna isključivo ako je prethodno signalizirana i opredijeljenost za konzistentnim ekonomskim politikama, a naročito održivim kursom fiskalne politike (vidi Gulde, Kahkonen, i Keller, 2000).

2.3. Koje su prednosti i nedostaci aranžmana valutnog odbora?

Prednosti aranžmana valutnog odbora proizilaze prvenstveno iz postizanja i održavanja povjerenja i konzistentnosti. Bez ovih uvjeta prednosti aranžmana valutnog odbora bile bi nepouzdana.

Prednosti

Niža inflacija i kamatne stope

Niža inflacija i kamatne stope neposredne su i očigledne prednosti kredibilnog aranžmana valutnog odbora.

Premda bi inflatorni nivo u zemljama s aranžmanom valutnog odbora mogao ostati višim nego što je to slučaj sa zemljama za čiju se valutu njihova valuta vezuje, Gosch, Gulde i Wolfe (1999) su tvrdili da je nivo inflacije u zemljama s aranžmanom valutnog odbora bio niži nego u drugim režimima fiksnog kursa. Uspjeh po pitanju niske inflacije u aranžmanu valutnog odbora bio je značajno bolji nego što je to bio slučaj bilo sa ostalim fiksnim ili sa plutajućim režimima. Tokom perioda 1975 – 1996. godine, godišnja se inflacija u prosjeku kretala oko 6% godišnje za zemlje s aranžmanom valutnog odbora, 22% za ostale režime fiksnog deviznog kursa, a 43% za zemlje sa plutajućim deviznim kursom.²

Utjecaj ima i signalni efekat fiksiranja deviznog kursa, budući da se očekuje da će paritet pružiti privatnom sektoru transparentne informacije o budućoj stopi inflacije. Wagner (1998) tvrdi da se glavni uzroci mogu pronaći u dejstvu nominalnog sidra i efektu discipline. Kako ćemo dalje u tekstu imati priliku vidjeti, dejstvo nominalnog sidra je takvo da inflacija postaje egzogena. Disciplinski efekat se ostvaruje u sferama fiskalne i monetarne politike: prisutan je sporiji rast novca i veća fiskalna disciplina. Prema Goschu,

² Ovaj skup podataka sadržava 112 zapažanja kod CBA režima (godina po zemljama), 1089 zapažanja kod ostalih režima fiksnog kursa, i 714 zapažanja kod plutajućih režima. Treba imati na umu da su ovi statistički podaci, naročito kada se radi o plutajućim režimima, djelimično „pomjereni“ pod utjecajem nekoliko izuzetaka visoke inflacije i hiperinflacije.

Guldeu i Wolfu (1999) postoji takođe i efekat povjerenja, kojim bi se za date stope novčanog rasta pospješio rast potražnje za domaćom valutom, što bi posljedično dovelo i do niže inflacije.

Međutim, potrebno je imati na umu da fiksiranje deviznog kursa neće nužno voditi ka niskoj inflaciji, naročito ako je paritet ustanovljen na nivou niske vrijednosti ili ukoliko rezervna valuta ostvari deprecijaciju u odnosu na valute ostalih trgovačkih partnera matične zemlje.

Viši prosječan rast BDP-a per capita

Gosch, Gulde i Wolf (1999) ukazuju da superioran rezultat inflacije u istom periodu 1975-1996. godine nije zapravo postignut na uštrb nižeg rasta. Prosječan je rast BDP-a *per capita* zapravo bio dvaput veći u sklopu aranžmana valutnog odbora bilo u usporedbi s plutajućim bilo drugim fiksnim režimima deviznog kursa. Uz mnoge dokaze da je dugoročni supstituirajući odnos između inflacije i rasta negativan, nemogućnost vođenja finansijskih politika može se pokazati prije kao korist nego trošak.

Stabilnost valute

Većina aranžmana valutnog odbora opredijeljena je zakonskom ili čak ustavnom obavezom na zahtijevanu punu konvertibilnost domaće valute u rezervnu valutu prema fiksnom kursu. Ovim dvjema karakteristikama eliminira se veći dio neizvjesnosti i rizika nominalnih deviznih kurseva čime se pospešuju trgovina, investicije i ekonomski rast (vidi Kamhi, i Deheija, 2005).

Pouzdana monetarna i fiskalna politika

Zabrana da se aranžmanom valutnog odbora finansiraju budžetski deficiti primorava na veću fiskalnu disciplinu. Fiskalni deficiti bili su značajno niži u aranžmana valutnog odbora, nego što je to bio slučaj sa drugim režimima valutnog tečaja (vidi Ghosh, Gulde, i Wolf, 1998).

Shodno tome, čini se da je zbog ovih prednosti aranžmana valutnog odbora optimalan izbor za malu zemlju u tranziciji koja želi ojačati makroekonomsku kredibilnost i izboriti se sa visokom inflacijom. Međutim, unutar aranžmana valutnog odbora postoje i jaki nedostaci i rizici.

Nedostaci

Rigidnost nominalnog deviznog kursa

Nedostaci koji se odnose na usvajanje valutnih odbora odnose se u prvom redu na gubitak diskrecione monetarne politike i gubitak instrumenta deviznog kursa za uravnoteženje bilansa plaćanja (BOP). Neto izvoz je kanal kroz koji se deviznim kursom može povećati output u poslovnom ciklusu.

Prema Roubiniju (1999) fiksni devizni kursevi, a naročito aranžmani valutnog odbora, povezani su sa stvarnom valutnom aprecijacijom, gubitkom konkurentnosti, te pogoršanjem trgovinskog balansa i tekućeg računa. Međutim, što je veća mobilnost kapitala, labavija je i veza između deprecijacije valutnog tečaja i poboljšanja u tekućem računu. Schwartz (1992) sumnja da se centralna banka može efikasno koristiti diskrecionom politikom u uvjetima mobilnosti kapitala i globaliziranih finansijskih tržišta. Pored toga, efekat koji deprecijacija deviznog kursa ima na stvarni dohodak može neutralizirati stimulaciju rasta neto izvoza. Ovaj efekat ovisi o elastičnosti trgovinskih tokova u pogledu cijena i reakcija trgovinskih cijena na promjene deviznog kursa. Upravo iz tih razloga aranžman valutnog odbora mogao bi bolje odgovarati malim otvorenim ekonomijama. Williamson (1995) čak tvrdi da aranžmani valutnog odbora osiguravaju tzv. engl. *price-specie flow* mehanizam, kao mehanizam za prilagodbu platnog bilansa. U slučaju deficita platnog bilansa, a u uvjetima fiksnog deviznog kursa, ponuda novca opada s obzirom da privatni sektor pretvara domaću valutu u stranu valutu radi izvršenja uvozne transakcije. Rezultat je porast kamatne stope koji privlači prilive kapitala. Višom kamatnom stopom se isto tako vrše deflatorni pritisci tako što se umanjuje domaća apsorpcija (i uvoz), čime se takođe poboljšava i tekući račun. Drugi način da se riješi deficit i izbjegne suprotan efekat jeste da se koriste strani izvori poput direktnih stranih ulaganja (FDI) ili portfeljnih ulaganja te se na taj način oslanja na rast kako bi se održala ravnoteža platnog bilansa

(BOP). U izvornom mehanizmu prilagodbe, međutim, ako su cijene fleksibilne na dole konkurentnost izvoza će se takođe poboljšati kao odgovor na smanjenu domaću potražnju. Ovim se omogućava učinak kojim se postiže puni nivo zaposlenosti, čime se deficit u platnom bilansu rješava kroz deflaciju.

Takav mehanizam prilagodbe ili usklađivanja ovisi od dvije karakteristike aranžmana valutnog odbora. Prva je automatsko smanjenje ponude novca u slučaju kada je platni bilans u deficitu. Ovo se ne odnosi na slučaj kada monetarne vlasti pokušavaju da steriliziraju devizni priliv. Drugi uvjet predstavlja temeljna pretpostavka fleksibilnosti plaća i cijena. Ako ona ne postoji, nominalno fiksni devizni tečaj će biti vrijednosno precijenjen u realnom iskazu. Kao rezultat oskudnije ponude novca rastu kamatne stope, čime se primorava na pojavu kontrakcije u ekonomiji. Fleksibilnost plaća je isto tako od ključnog značaja u slučaju vanjskih šokova, kao što je povećanje u cijeni uvezene robe koja je od presudnog značaja.

Neslaganje sa monetarnom politikom zemlje čija valuta služi kao nominalno sidro

Zemlje s aranžmanom valutnog odbora uvoze monetarnu politiku zemlje za čiju se valutu domaća konvertibilna valuta veže. Promjene u monetarnoj politici zemlje za čiju se valutu domaća valuta veže bit će neprikladne za zemlju s aranžmanom valutnog odbora ukoliko se poslovni ciklusi „rezervne“ zemlje i zemlje s aranžmanom valutnog odbora ne podudaraju. Jasno je da nemogućnost aranžmana valutnog odbora da izvrši aprecijaciju ili deprecijaciju s ciljem da zaštiti privredu od vanjskih šokova proizvodi visoke troškove.

Ostali rizici aranžmana valutnog odbora mogu se pojaviti kada se vrijednost rezervne valute mijenja u odnosu na valutu ostalih trgovinskih partnera. Balino i ostali (1997) tvrde da slabljenje rezervne valute može prenijeti značajne inflatorne pritiske ukoliko dovodi do deprecijacije valute date zemlje *vis-à-vis* valuta ostalih trgovinskih partnera. Slabljenje rezervne valute *de facto* podrazumijeva uvezene inflacijske pritiske koji mogu ozbiljno ugroziti kredibilitet valutnog odbora i ugroziti izvozu konkurentnost. Objašnjenje činjenice jednostavno je budući da u sklopu aranžmana valutnog odbora ne postoji mogućnost da se promijeni nominalni devizni kurs i jedini način da se promijeni realni devizni kurs jeste putem promjene u nivou cijena.

Štaviše, većina programa stabilizacije koji su zasnovani na deviznom tečaju doživjeli su nagli post-stabilizacijski razvoj koji je doveo do aprecijacije u realnom tečaju. Devalvacijom aranžman valutnog odbora rizikuje gubitak kredibiliteta zbog toga što krši pravila utvrđena zakonom ili čak ustavom. Ispravka neslaganja u realnom tečaju je mnogo teža u sklopu aranžmana valutnog odbora nego u sklopu ostalih fiksnih deviznih kurseva. Pored toga, mijenjanje centralnog pariteta aranžmana valutnog odbora moglo bi iziskivati prolongiran period oskudnije likvidnosti i visokog stepena nezaposlenosti koji bi mogli dovesti u sumnju samu održivost aranžmana valutnog odbora.

Nepostojanje funkcije zajmodavca u krajnjoj instanci

Nepostojanje funkcije zajmodavca u krajnjoj instanci (*engl. lender of last resort* ili LOLR) u sklopu aranžmana valutnog odbora može se pokazati problematičnim za zemlje sa slabim bankarskim sistemom koje su sklone sistemskim krizama. Međutim, prema tvrdnjama Balina i ostalih (1997) „aranžmani valutnog odbora koji funkcioniraju u finansijskom sistemu kojim dominiraju supsidijari stranih banaka manje su sklone krizama u bankama izazvanim uslijed nedostatka likvidnosti“. Nepostojanje funkcije zajmodavca u krajnjoj instanci može biti prijetnja za aranžmane valutnog odbora uglavnom u zemljama s tim aranžmanom u kojim je bankarski sistem slab i gdje banke imaju ograničen pristup stranim sredstvima

Deflacija

Ukoliko se u zemlji s CBA aranžmanom dogodi ozbiljan inflatorni pritisak, jedini način da se na inflaciju utječe jeste putem fiskalne kontrakcije i generiranja značajnih (fiskalnih) viškova, što bi dovelo do smanjenja potrošnje i uvoza, te shodno tome i reduciranja proizvodnje i ulaganja, a kao posljedica toga došlo bi do pojave recesije. Ovim bi se potom utjecalo na nezaposlenost i plaće, što bi na kraju dovelo do

reduciranja općeg nivoa cijena, tj. deflacije. Međutim, sa ekonomskog stanovišta, ovo je veoma skupo rješenje budući da za sobom povlači visoke troškove i dodatne makroekonomske rizike.

Opasnost od deflacije u sklopu aranžmana valutnog odbora izazvana je i nemogućnošću monetarnog organa da promjeni ponudu novca u rastućoj privredi. Očigledno, kako ekonomija valutnog odbora raste ona je prinuđena voditi višak na tekućem računu kako bi povećala ponudu novca dovoljno brzo radi zadovoljenja rastuće potražnje. Međutim, kontinuirani viškovi na tekućem računu slabo su vjerovatni, što ukazuje na to da u će periodima deficita tekućeg računa ponuda novčanica i kovanica valutnog odbora rasti tempom koji je sporiji od rasta potražnje – što rezultira deflacijom koja ima negativan utjecaj na ekonomsku uspješnost zemlje.

3) Održivost aranžmana valutnog odbora u BiH

Prije nego što počnemo s analizom ostalih uvjeta od značaja za održivost aranžmana valutnog odbora, od ključnog je značaja da se naglasi da bi valutni odbor trebao ispuniti uvjet konzistentnosti. Konzistentnost svakog monetarnog okvira u jednoj zemlji je neophodan preduvjet za njegovu održivost. Konzistentnost monetarnog okvira može se jednostavno testirati na modelu poznatom kao „nemoguće trojstvo” (*engl. impossible triple*), koji je ukratko objašnjen u sljedećem okviru:

Okvir 1: Teoretski okvir “modela nemogućeg trojstva”

Ovaj model zasnovan je na načelu da u odnosu na tri ključna monetarna elementa – devizni kurs, instrumente monetarne politike, i otvorenost računa kapitalnih i finansijskih transakcija – svaka zemlja ima na raspolaganju tri mogućnosti:

- Ako država, kao što je slučaj sa samom BiH, ima valutni odbor ili neki oblik režima fiksnog deviznog kursa, koji želi dugoročno da održi, potrebno je da ima pasivnu monetarnu politiku (tj. ne koristi instrumente monetarne politike) i liberalizirane odnosno otvorene račune kapitalnih i finansijskih transakcija, ili
- Ako država želi da se angažira u aktivnoj monetarnoj politici, i da ima liberalizirano kretanje kapitala na kapitalnom i finansijskom računu, potrebno je da se odluči za fluktuirajući devizni kurs.
- I na kraju, ako jedna država želi da zadrži fiksni devizni kurs i da istovremeno koristi instrumente monetarne politike, potrebno je da uvede ograničenja na kretanje kapitala na svom računu kapitalnih i finansijskih transakcija.

Nameće se stoga zaključak da nije moguće istovremeno održati fiksni devizni tečaj, aktivnu monetarnu politiku, te u potpunosti otvorene račune kapitalnih i finansijskih transakcija, što je poznato kao model „nemogućeg trojstva” (Obstfeld, M., Schambaugh, i Taylor, (2004), te Krugman (1998)).

Formalnije rečeno: ako je monetarna politika uvezena, onda su domaće kamatne stope, I_d , iste kao i svjetske odnosno strane kamatne stope, I_w , tj., $I_d = I_w$. Ako je usvojen fiksni režim deviznog kursa, onda je domaća valuta, primjera radi KM, zamjenjiva po fiksnoj stopi R, u, recimo euro ili E tj. $KM = R \cdot E$. Ako na kraju ne postoje ograničenja u pogledu prekograničnih kretanja novca i kapitala, cijene je potrebno konkurentno postaviti na svjetskim i domaćim tržištima, što dovodi do toga da se one izjednačavaju ili pokazuju slične stope rasta, tj. inflacije, uz domaću inflaciju P_d koja se izjednačava sa svjetskom inflacijom P_w , to jest do toga da je $P_d = P_w$. Ako je između bilo koje od ovih jednakosti uvedena prepreka, to će dovesti do toga da se najmanje jedna od ostalih jednakosti narušava. Stoga, na primjer, ako je domaća inflacija brža od one u zemlji za čiju se valutu domaća valuta vezuje, obavezno je sljedeće: ili da kamatne stope budu povećane ili da devizni tečaj bude korigiran.

sa stanovišta konzistentnosti njenog monetarnog okvira. Preciznije rečeno, s obzirom na to da BiH ima fiksni paritet eura prema KM, neophodno je da Centralna banka BiH (CBBiH) ima pasivnu monetarnu politiku i liberalizirane račune finansijskih i kapitalnih transakcija.

Dalje u tekstu, dajemo hronološki pregled razvoja događaja u smislu ciljeva koje postavlja Centralna banka BiH, kao i detaljan pregled relevantnih zakonskih propisa u BiH kojima se uređuje liberalizacija tokova kapitala između BiH i inozemstva.

3.1.1. Pregled ciljeva i instrumenata monetarne politike Centralne banke BiH

U skladu s teorijom valutnog odbora, CBBiH bi trebala preuzeti monetarnu politiku od Evropske centralne banke (ECB), i djelovati kao pasivni posrednik bez vlastitih ciljeva i diskrecionih instrumenata i mjera. To jest, uz fiksni devizni kurs eura u odnosu na KM, inflacija i kamatne stope trebale bi se konvergirati automatski u one u Eurozoni, s mogućnošću razlika koje se javljaju uslijed bržeg rasta produktivnosti u slučaju inflacije, odnosno višeg stepena rizika (premije) u slučaju tržišne kamatne stope.

Zakonom o Centralnoj banci BiH predviđeno je da ova Banka ima nadležnost da „utvrđuje i kontrolira monetarnu politiku BiH”, i da je njen izričit cilj da „postigne i održi stabilnost domaće valute”. Premda jedini instrument koji je prema zakonu na raspolaganju CBBiH jeste nivo obaveznih rezervi, CBBiH se čak ne pojavljuje ni u ulozi supervizora bankarskog sistema, niti kao „zajmodavac u krajnjoj instanci” (*engl. lender of the last resort*).

Međutim, u istoriji postojanja i funkcioniranja CBBiH bilo je mnogo sekundarnih (implicitnih) ciljeva koje je ona nastojala postići s ciljem da zaštiti svoj krajnji cilj, tj. stabilnost pariteta euro-KM. stoga, su prema hronološkom redoslijedu zapaženi sljedeći ciljevi CBBiH. Svi su pokušani biti ispunjeni korištenjem jedinog raspoloživog instrumenta, tj. obavezne rezerve:

- Stopa inflacije ograničena je na 4% godišnje u 1999. godini, kao posljedica provedbe monetarne politike CBBiH (Centralna banka BiH, Godišnji izvještaj za 1999. godinu);
- Juna 2003. godine, po prvi put preduzeta je mjera od strane CBBiH tako što se reducirala stopa obavezne rezerve sa 10% na 5%, te je depozitna baza za na koju se izdvaja obavezna rezerva proširena s ciljem da se uspori ubrzani rast bankovnih kredita, naročito prema sektoru domaćinstava u 2002. i 2003. Ovim se ilustriraju dvije veoma važne činjenice. Kao prvo, ukazuje se da je bankarski sektor bio unaprijeđen tako da su njegove operacije za sobom povlačile makroekonomske posljedice po BiH. Drugo, pokazuje se da CBBiH nije više samo “valutni odbor”, nego se ponaša kao „centralna banka“. Ovaj prirodni razvoj događaja će se nastaviti. Međutim, CBBiH će se pobrinuti da nijedna od proširenih funkcija ne bude u sukobu sa svojom temeljnom ulogom, to jest, ulogom održavanja integriteta valutnog odbora CBBiH (Centralna banka BiH, Godišnji izvještaj za 2003.);
- Stanovništvo i poslovni ambijent mogu i dalje planirati svoju budućnost uz puno povjerenje da će CBBiH biti u mogućnosti da održava stabilan devizni tečaj *vis à vis* eura i da će nastaviti sa niskom stopom inflacije (Centralna banka BiH, Godišnji izvještaj za 2003.);
- Od 1. septembra 2004. godine, CBBiH je uvećala stopu obavezne rezerve sa 5% na 7,5% i od 1. decembra na 10%. Ova promjena pojavila se kao posljedica visoke stope kreditnog rasta te istim slijedom i visokog deficita tekućeg računa (Centralna banka BiH, Godišnji izvještaj za 2004.);
- Nakon analize kreditnog rasta i njegovih efekata na deficit vanjske trgovine (70% kredita su posvećeni finansiranju uvoza), CBBiH je povećala stopu obavezne rezerve sa 10% na 15%, od 1. decembra 2005. godine (Centralna banka BiH, Godišnji izvještaj za 2005. godinu).

Ovaj kratki pregled ciljeva i mjera Centralne banke ukazuje na to da je do sada ova institucija BiH ispunila prvi uvjet u smislu konzistentnosti monetarnog okvira, tj. vezala se za fiksni devizni tečaj, ponašala se uglavnom kao pasivni posrednik monetarne politike i nije koristila nijednu od značajnih diskrecionih ovlasti osim onih koje su inače dopuštene valutnom odboru.

Međutim, CBBiH je pokazala jasnu i izričitu tendenciju da evoluirala ka većim diskrecionim ovlastima i to je zapravo situacija gdje se postavlja pitanje uspostavljanja odgovarajuće ravnoteže između kredibilitnosti valutnog odbora i većih diskrecionih ovlasti banaka. Održavanje valutnog odbora u njegovom baznom konceptu iziskuje najveću moguću transparentnost i određen konzervativizam u smislu korištenja njegovih ovlasti, budući da je istorijsko iskustvo pokazalo da kada se značajna povećanja diskrecionih ovlasti unesu u aranžman valutnog odbora, to može da dovede do smanjenja kredibilitnosti što često može dovesti do neodrživosti.

3.1.2. Liberalizacija kretanja kapitala na računu kapitalnih i finansijskih transakcija u BiH

Uvođenje velikih ograničenja na kretanje kapitala može voditi ka aprecijacijskim i deprecijacijskim pritiscima na fiksni paritet između dvije valute (ovisno o cijeni kapitala u zemlji), što bi moglo imati značajne posljedice po održivost pariteta u dugoročnom periodu. Iz tog razloga, veoma važan pokazatelj je prisutnost ograničenja na prijenos i investiranje kapitala među rezidentima i nerezidentima u zemlji, što bi moglo biti važan pokazatelj održivosti odabranog monetarnog aranžmana.

U daljem tekstu, dajemo pregled nivoa liberalizacije kretanja različitih vidova (investicionog) kapitala za rezidente i nerezidente u slučaju BiH. Zapaziti ćemo ograničenja na kretanje kapitala koje proizilazi iz pravnih propisa u ključnim kategorijama: direktna strana ulaganja, ulaganje u nekretnine, transakcije vrijednosnim papirima, transakcije dionicama u investicionim fondovima, tekući računi i depozitne transakcije finansijskih institucija, komercijalni i finansijski krediti, ugovori o osiguranju, i fizički transfer finansijske imovine.³

Direktna strana ulaganja

Direktna strana ulaganja rezidenata i nerezidenata uređena su Zakonom o politici direktnih stranih ulaganja BiH. Prema ovom zakonu, strani investitori imaju pravo investirati i reinvestirati dobit stečenu iz takvih investicija u bilo koji ili sve sektore privrede BiH na isti način i pod istim uvjetima kao oni koji su definirani za rezidente BiH. I pored toga, članom 4. se propisuje ograničenje na strana ulaganja u preduzeća koja se bave proizvodnjom i prometom naoružanja, municije i eksploziva za vojne potrebe, vojne opreme i javnim informiranjem, koje dostiže 49% kapitala preduzeća.

S druge strane, Zakonom o vanjskotrgovinskoj politici BiH reguliraju se direktna ulaganja koja vrše rezidenti. Domaća pravna lica mogu osnivati preduzeća u inostranstvu i kupovati kao i uvećavati dioničarski kapital u preduzećima u inostranstvu, te investirati u strano preduzeće koristeći vlastita sredstva ili sredstva pribavljena putem kredita. Za investiranje sredstava u inostranstvu potrebno je pribaviti dozvolu entitetskog ministarstva trgovine.

³ Važno je istaknuti da su neka od ovih područja uređena pravnim propisima na nivou BiH, dok su ostala uređena isključivo entitetskim propisima. Radi dosljednosti, spomenut ćemo prvo državne zakone, dok će se na entitetske zakone isključivo upućivati bilo u slučaju kada su isti u koliziji sa državnim zakonima, bilo u slučaju da ne postoje državni zakoni.

Ulaganje u nekretnine

Ulaganje koje vrše nerezidenti u nekretnine takođe je uređeno Zakonom o politici direktnih stranih ulaganja BiH. Na osnovu ovog zakona, strani investitori imaju ista imovinska prava nad nekretninom kao i državljani BiH. Strani investitori iz jedne od zemalja bivše SFRJ imaju ista prava, ako državljani BiH imaju ista prava u tim državama.

Zanimljivo je zapaziti da je član 15. Zakona o deviznom poslovanju Republike Srpske u suprotnosti sa državnim zakonom kojim se regulira isti predmet. Prema ovom članu u ovom Zakonu Republike Srpske, nerezidenti ne mogu vršiti plaćanja s ciljem da steknu vlasništvo nad nekretninom u Republici Srpskoj, osim ako se to drugačije ne propiše domaćim zakonima ili međunarodnim sporazumima.

Ulaganja koja obavljaju rezidenti u nekretnine u inostranstvu nisu obuhvaćena adekvatnim zakonom na državnom nivou. Na nivou Federacije BiH ne postoje ograničenja nametnuta rezidentima Zakonom o deviznom poslovanju Federacije BiH koji regulira ovu oblast, premda se Zakonom o deviznom poslovanju Republike Srpske predviđa da rezidenti ne mogu vršiti plaćanja i transfere sredstava s ciljem stjecanja vlasništva nad nekretninama u inostranstvu, ako drukčije nije propisano domaćim zakonima ili međunarodnim sporazumima.

Transakcije vrijednosnim papirima na tržištu kapitala i novca

Zakonom o deviznom poslovanju Federacije BiH ne reguliraju se, i stoga ne postavljaju, ograničenja na poslovne operacije koje obavljaju nerezidenti na domaćem tržištu kapitala i novca, niti se postavljaju ova ograničenja rezidentima u slučajevima kada obavljaju poslovanje na stranim tržištima.

Zakonom o deviznom poslovanju Republike Srpske regulira se ovaj vid poslovanja kao i investiranja kapitala. Članom 16. ovog zakona omogućava se nerezidentima da kupuju domaće vrijednosne papire ako se takve kupovine obavljaju putem ovlaštenih učesnika na tržištima vrijednosnih papira u Republici Srpskoj, i ista regulativa se odnosi i na rezidente i njihovo poslovanje kako na domaćem tako i na stranom tržištu.

Članom 17. Zakona o deviznom poslovanju isto tako se omogućuje rezidentima i nerezidentima da vrše svoje poslovanje sa kratkoročnim vrijednosnim papirima na stranim i domaćim tržištima novaca.

Transakcije s dionicama investicionih fondova

Ovo područje regulirano je Zakonom o upravljanju fondovima i Zakonom o investicionim fondovima Federacije BiH i Republike Srpske, kojima se uređuju prava nerezidenata i rezidenata na sasvim isti način.

Članom 8. oba zakona propisuje se da preduzeća koja upravljaju investicionim fondovima mogu osnivati domaća i strana fizička lica i pravna lica. Domaća fizička lica čiji kapital sadrži 50% ili više dionica kapitala u državnom vlasništvu/javnog kapitala i s njima povezana lica ne mogu, s obzirom na odredbe ovog zakona, biti osnivači niti smiju stjecati dionice takvih preduzeća. Strana fizička lica ili pravna lica mogu posjedovati, bilo direktno ili indirektno, više od 10% dionica odnosno dioničkih udjela u preduzeću, po osnovu odobrenja koje izdaje Komisija za vrijednosne papire.

Investiranje rezidenata u dioničke udjele stranih investicionih fondova nije regulirano Zakonom Federacije BiH, ali se članom 18. istog zakona u Republici Srpskoj dozvoljava rezidentima da vrše takva ulaganja.

Tekući računi i depoziti koji se drže kod finansijskih institucija

Članom 11. Zakona o politici direktnog stranog ulaganja BiH predviđa se da strani investitori imaju pravo da slobodno vrše konverziju domaće valute u bilo koju slobodno konvertibilnu valutu; da vrše transfere u bilo koju slobodno konvertibilnu valutu; da slobodno vrše transfer svoje dobiti ostvarene u formi profita, dividendi, kamatnih stopa, sredstva koja je stekao investitor nakon djelimične ili pune likvidacije ili prodaje svoje imovine, tj. ostalih vlasničkih prava, itd.

Pravilnikom o uvjetima otvaranja bankovnih računa za strane državljane, o stjecanju prava na potraživanja u domaćoj valuti i na podizanje gotovine predviđa se da strani državljani mogu imati bankovne račune kako u domaćoj tako i u stranoj valuti. Ovim pravilnikom se takođe definiraju uvjeti za otvaranje ovih bankovnih računa i način stjecanja prava na potraživanja u domaćoj valuti. Potraživana sredstva stečena na tako propisan način mogu se prenositi u inostranstvo. Strani državljani mogu podizati do 10.000 KM u gotovini sa svojih domaćih (tj. KM) i deviznih računa. Ministarstvo finansija može odobriti veća pojedinačna ili mjesečna dizanja u domaćoj ili stranoj valuti.

Prema Odluci o općim uvjetima prema kojim je državljanima BiH dozvoljeno da drže devizna sredstva u bankama u inostranstvu, omogućava se slobodno otvaranje bankovnih računa u inostranstvu, premda pravna lica mogu držati svoja devizna sredstva u stranim bankama do maksimalnog prosječnog iznosa troškova vođenja predstavništva, podružnice ili poslovnice u inostranstvu, prikazanih u njihovim poslovnim knjigama, dok se za preduzeća kod kojih je u toku postupak osnivanja ovaj iznos obračunava na osnovu procjena. Pored toga, pravna lica mogu dobiti dozvolu da obavljaju investicione radove u inostranstvu u iznosu koji dostiže 20% od ugovorene vrijednosti radova, kako bi bila u mogućnosti da realiziraju garantni polog.

U slučaju Republike Srpske, Zakonom o deviznom poslovanju, rezidentima se – izuzimajući pri tom vladine organe i organizacije – ne dozvoljava da imaju devizni račun u bankama u inostranstvu, što je u suprotnosti sa Zakonom u Federaciji BiH.

Finansijski krediti

Krediti odobreni rezidentima od strane nerezidenata nisu ograničeni zakonima o deviznom poslovanju Federacije BiH i Republike Srpske, ali su rezidenti koji su pravna lica ili preduzetnici obavezni koristiti ovlaštene banke prilikom raspolaganja finansijskim kreditima dobivenim u inostranstvu.

U slučaju kredita koje nerezidentima odobravaju rezidenti, postoji suprotnost između entitetskih zakona. U zakonu Federacije BiH nema zakonskog ograničenja u ovom pogledu, dok u Republici Srpskoj krediti realizirani u domaćoj valuti između rezidenata i nerezidenata nisu dopušteni.

Transferi u izvršenju ugovora o osiguranju

Zakoni o osiguravajućim društvima Federacije BiH i Republike Srpske ne sadrže nikakvu izričitu mogućnost za nerezidente da im transfere životnog osiguranja ili premije realiziraju domaća osiguravajuća društva. Međutim, članom 4. pruža se mogućnost da u slučaju kada budući nosilac osiguranja nema niti boravište niti sjedište u Federaciji BiH ili Republici Srpskoj, može da odabere hoće li se primjenjivati zakon Federacije ili zakon Republike Srpske, ili umjesto njih zakon države u kojoj nosilac osiguranja boravi ili ima sjedište.

Međutim, isti entitetski zakoni omogućavaju rezidentima da zaključe takve ugovore i izvrše transfere premija isključivo ako preduzeća u BiH nisu u mogućnosti nadoknaditi iznos koji traži potencijalni ugovarač.

Fizički prijenos finansijske imovine

Zakonima o deviznom poslovanju Federacije BiH i Republike Srpske omogućava se rezidentima i nerezidentima da slobodno donose i iznose kako stranu valutu tako i vrijednosne papire.

Na osnovu prethodno navedenog pregleda stepena liberalizacije kretanja kapitala u BiH, možemo zaključiti da u BiH postoji skoro u cijelosti liberalizirano kretanje kapitala na računu finansijskih i kapitalnih transakcija (osim kada se radi o nekim segmentima pravnih propisa u Republici Srpskoj, u kojoj postoji suprotnost između pravnih propisa sa zakonima na državnom nivou i Federaciji BiH). Stoga, možemo zaključiti da praktično ne postoje pritisci na uspostavljeni paritet između eura i KM koji inače proizilaze iz nepostojanja slobodnog kretanja kapitala preko granica.

Shodno tome, možemo zaključiti da valutni odbor u BiH ispunjava preduvjete za očuvanje održivosti koja je prethodno spomenuta, tj. postoji konzistentnost monetarnog okvira u BiH. S fiksnim deviznim kursom, ostali preduvjeti su takođe ispunjeni za očuvanje održivosti ovog monetarnog aranžmana:

- Do sada, CBBiH je usvojila samo one ciljeve koji su u skladu s krajnjim ciljem održavanja paritetnog odnosa između eura i KM, nastojeći da postigne druge implicitne ciljeve koristeći se isključivo instrumentom obaveznih rezervi, koji je dopušten prema aranžmanu valutnog odbora. CBBiH se ponašala kao pasivni posrednik monetarne politike.
- Uspostavljena je gotovo potpuna liberalizacija kretanja kapitala između BiH i inostranstva i ne postoje ozbiljni pritisci na utvrđeni paritet između eura i KM s te strane, koji inače nastaju uslijed nepostojanja slobodnog kretanja kapitala.

3.2. Uvjeti održivosti aranžmana valutnog odbora

S obzirom da aranžman valutnog odbora u BiH zadovoljava preduvjete u smislu konzistentnosti politike deviznog kursa, liberaliziranosti kretanja kapitala na računima kapitalnih transakcija i restriktivne upotrebe instrumenata monetarne politike, nastaviti ćemo s analizom dodatnih uvjeta značajnih za održivost i ostvarivost aranžmana valutnog odbora.

Kada neka zemlja posjeduje aranžman valutnog odbora, makro okvirom u toj zemlji trebala bi se osigurati oprezna fiskalna politika, zdrav finansijski sistem, oprezan menadžment vanjskog duga i, naravno, fleksibilno i neinflatorno tržište rada i odatle mehanizam cijena. Ako postoje ozbiljne neuravnoteženosti u jednom od ovih elemenata makro okvira, to je jasan pokazatelj moguće osjetljivosti i opasnosti za aranžman valutnog odbora (vidi Gulde, Kahkonen, i Keller, 2000).

Na temelju podataka predstavljenih u sljedećoj tabeli moguće je zapaziti da se fiskalna disciplina kontinuirano poboljšavala u BiH, što je okončano suficitom opće vlade u protekle dvije godine. Stoga je ispunjen prvi uvjet u po pitanju oprezne fiskalne politike, te u tom pogledu nisu zabilježeni nikakvi ozbiljni rizici u proteklih šest godina.

S druge strane, jasno je da još uvijek postoji značajna vanjska neuravnoteženost izražena visokim deficitom tekućeg računa od oko 20% bruto domaćeg proizvoda (BDP), koji se djelimično finansirao emisijom duga, što je za posljedicu imalo i visok vanjski dug od oko 55% BDP-a u prosjeku. Kao rezultat ovog postojanog deficita tekućeg računa postoji i konstantan deprecijacijski pritisak na paritet između eura i KM, što nije nužno neodrživo kada ne bi bilo dodatnih prijetnji u smislu njegovog pogoršavanja.

Tabela 2: Pokazatelji osjetljivosti

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	% BDP					
Fiskalni deficit	-7,0%	-3,3%	-2,1%	-1,2%	0,2%	1,5%
Deficit tekućeg računa	-7,8%	-14,1%	-19,1%	-20,9%	-19,7%	-21,7%
Vanjski dug	59%	55,8%	56,5%	55,3%	53,5%	57,9%
	g/g stopa rasta					
Stopa rasta izvoza	41,0%	7,0%	-5,0%	13,0%	19,0%	27,0%
Stopa rasta štednje *	7,4%	67,4%	13,9%	17,2%	27,8%	23,3%
Stopa inflacije**	4,9%	3,2%	1,3%	1,1%	4,7%	2,9%

Izvori: Centralna banka BiH, Agencija za statistiku BiH, i Međunarodni monetarni fond

* Zbog nepostojanja propisne stope štednje u Nacionalnim obračunima BiH, jedina aproksimacija u razvoju stope štednje privatnog sektora data je prema rastu depozita u sektoru bankarstva;

** Indeks životnih troškova;

Kontinuirani rast štednje i izvoza u BiH ukazuje na to da deficit tekućeg računa (CA) nije posljedica prvobitno pogrešno postavljenog paritetnog odnosa između eura i KM; stoga nije neodrživ sa ovog stanovišta pogrešno postavljenog pariteta.

Inflacija je opadala u periodu od 2000. do 2004. godine i kretala se u vrijednostima nižim od nivoa inflacije koji je prevladavao u eurozoni. U 2005. godini, blagi porast u nivou inflacije u BiH bio je posljedica egzogenih pritisaka izazvanih porastom u cijenama nafte na svjetskim tržištima. U 2006. godini, nivo inflacije bio je 7,1% (nije prikazan u tabeli), što predstavlja jednokratni skok u nivou cijena izazvan uvođenjem poreza na dodanu vrijednost (PDV). Ovo ne bi trebalo predstavljati ozbiljnu prijetnju u smislu pogoršanja deficita tekućeg računa i valutnog odbora. Inflacija bi općenito mogla biti potencijalni problem za održivost aranžmana valutnog odbora ako se podstiče rastom plaća koji je brži od rasta produktivnosti. O ovome će biti riječi u preostalom dijelu ovog poglavlja.

Jedan od uvjeta ostvarivosti kredibiliteta aranžmana valutnog odbora jeste solidnost i zdravlje finansijskog sektora. Kao prvo, važno je provjeriti pokrivenost glavnih monetarnih agregata deviznim rezervama CBBiH, što je ključni uvjet za kredibilnost aranžmana valutnog odbora (vidi tabelu 3).

Tabela 3: Zdravlje valutnog odbora u BiH

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	u milionima KM					
Bruto strane rezerve	1.021,4	2.696,5	2.464,4	2.780,6	3.457,5	4.195,9
	pokrivenost stranim rezervama u %					
Rezervni novac (M0)	106,2%	109,2%	107,1%	107,4%	106,8%	109,6%
Novac u širem smislu (M2)	41,4%	43,1%	49,2%	45,7%	51,1%	50,4%

Izvor: Centralna banka BiH

Strane rezerve CBBiH bilježile su značajan rast, i što je još važnije, slijedile su dinamiku monetarnih agregata. Na taj način, pokrivenost rezervnog novca (M0) bilo je stabilno pa čak i iznad potrebnih 100%, a oko 50% u slučaju novca u širem smislu (M2). Stoga, ne postoji potencijalni rizik sa ovog aspekta.

3.2.1 Derivacija ključnog uvjeta

Ključni uvjet za održivost aranžmana valutnog odbora uz prisustvo visokog deficita tekućeg računa je da se ne odvija erozija vanjske konkurentnosti, budući da bi to moglo dovesti do daljeg pogoršavanja deficita tekućeg računa i kao posljedicu dovelo bi aranžman valutnog odbora u opasnost. S obzirom da je kretanje novca i kapitala uglavnom liberalizirano i s obzirom na strogo utvrđeni odnos KM i eura, preostali dio „nemogućeg trojstva“ o kojem je bilo riječi ranije jeste konvergencija stope inflacije. U aranžmanu valutnog odbora, stopa inflacije mjerena indeksom troškova života ili cijena na malo možda i ne daje cjelovitu sliku, zbog visokog udjela uvoza. Stoga je važno razmotriti inflatorne pritiske koji proizilaze na strani ekonomije ponude, tj. iz troškova rada.

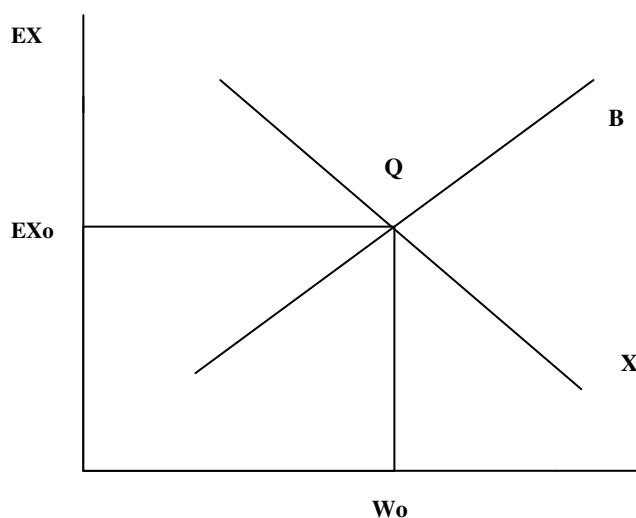
Jednostavno rečeno, neophodni preduvjet za održivost deviznog kursa, a time i aranžmana valutnog odbora, jeste da produktivnost (BDV, bruto dodana vrijednost, po radniku, L) ne raste sporije od bruto plaća radnika (W) u privredi, odnosno:

$$\Delta BDV/L \geq \Delta W$$

Značaj ispunjavanja ovog uvjeta trebalo bi shvatiti na sljedeći način: ako bruto plaća raste brže od produktivnosti, potrošnja će rasti iznad tekućih prihoda pojedinaca, što bi s jedne strane prouzrokovalo viši rast uvoza, i stimulirao inflatorne pritiske, što će voditi ka padu izvoza. Zajednički, ovo će prouzrokovati pogoršanje deficita na tekućem računu i dovest će u sumnju održivost pariteta između eura i KM i na taj način i samog aranžmana valutnog odbora.

U osnovi, sve dotle dok produktivnost ne raste sporije od plaća, ne postoji opasnost po održivost pariteta euro-KM. Ovaj uvjet izveden je iz makroekonomskog modela Roberta Mundella o prilagodbi u slučaju fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa, pri čemu bi se dinamika rasta i fleksibilnost plaća mogli postaviti kao ključni uvjet za održivost fiksnog deviznog tečaja, slika 2 (vidi Mundell, 1968).

Slika 2: Generalizacija modela Roberta Mundella



Oznaka EX simbolizira devizni tečaj, pri čemu kretanje naviše znači aprecijaciju domaće valute. Oznaka W simbolizira plaće koje se kreću od niskog nivoa, prikazanog s lijeva, do visokog nivoa, prikazanog na desnoj strani. Linijom X prikazana je unutrašnja ravnoteža, tj. puna zaposlenost (ne nužno nulta stopa nezaposlenosti), dok se linijom B prikazuje vanjska ravnoteža, tj. ravnotežu u platnom bilansu. Tačka Q

predstavlja sveukupnu ravnotežu na nivou deviznog kursa EXo i nivoa plaća W. U bilo kojoj tački prema jugozapadu od X nalazi se zona sa manje od pune zaposlenosti, dok je u bilo kojoj tački sjeveroistočno od X nivo zaposlenosti iznad punog nivoa zaposlenosti. U bilo kojoj tački sjeverozapadno od B nalazi se zona deficita platnog bilansa, dok je jugoistočno od B zona suficita platnog bilansa. U tački Q, plaće i devizni kurs upravo su dovoljne da se u isto vrijeme osigura i unutrašnja i vanjska ravnoteža.

Ako pretpostavimo da je EX fiksni, prilagodba se onda vrši isključivo putem promjene u plaćama. Ako je pak W fiksni, onda je potrebno da devizni kurs bude fleksibilan kako bi se mogla izvršiti prilagodba. Očigledno, i EX i W mogu u određenom stepenu biti fleksibilni ili fiksni, stepenu koji nije nužno istovjetan za svaki od ova dva pokazatelja. Na taj način, relativna fiksnost EX i W određuje mehanizme prilagodbe.

Potrebno je shvatiti da W predstavlja cijene općenito, odnosno inflaciju. Slično tome, EX predstavlja promjenu u kamatnoj stopi. Time se pretpostavlja da su cijene-P, funkcija plaća-W, to jest:

$$P = f_1(W)$$

dok promjena u kamatnoj stopi, R, utječe na promjenu u deviznom kursu, to jest:

$$EX = f_2(R).$$

Na taj način, ista se slika može koristiti za prikazivanje veze između inflacije i kamatne stope u originalnom Mundellovom modelu. U postupku prilagodbe mora se imati na umu i to da deprecijacija deviznog kursa ide s padom kamatne stope (a aprecijacija s porastom kamatne stope), dok rast plaća ima inflatorne a pad plaća deflatorne posljedice.

Slično tome, plaće se mogu vidjeti kao nešto što je određeno razinom zaposlenosti, koja pak predstavlja nivo proizvodnje, Y. Ako se R nalazi na vertikalnoj osi a Y na horizontalnoj osi, onda je to dobro poznata IS/LM krivulja kejnzijanske ekonomije. Ako kamatna stopa, R, predstavlja nivo cijena, pod pretpostavkom da su više cijene povezane sa nižom kamatnom stopom i *vice versa*, uvođenje P na vertikalne osi ili zapošljavanja, E, na horizontalne osi predstavljat će dobro poznatu Phillipsovu krivulju, premda na netradicionalan način. Krivulja X predstavljala bi sve one kombinacije zaposlenosti i inflacije koje su konzistentne sa punom zaposlenošću.

Na osnovu predstavljenog u Mundellovom modelu, ako je devizni kurs fiksni, prilagodba se mora odvijati kroz promjene u plaćama, a ako su plaće rigidne onda putem promjene u deviznom kursu. Stoga je u režimu deviznog kursa prilagodba plaća od ključnog značaja.

3.3. Ugrožava li razvoj u dinamici plaća održivost aranžmana valutnog odbora u BiH?

Analiza neće biti usredotočena isključivo na BiH, nego će biti usmjerena i na konkurentnost bh. privrede *vis à vis* drugih zemalja iz regiona Jugoistočne Evrope (SEE zemlje).⁴

Na slici u narednom dijelu teksta koristimo se indeksima kako bi prikazali dinamiku rasta produktivnosti i rasta plaća u privredi BiH kao cjeline, industriji, sektoru usluga i javnom sektoru, za svaki od nabrojanih sektora posebno, za period od 1999. do 2005. godine, pri čemu je 1999. godina uzeta kao bazna godina.

U cjelokupnom promatranom periodu rast plaća u privredi BiH bio je brži od rasta produktivnosti; plaće su se skoro udvostručile (+95%), dok je produktivnost porasla za 53% u usporedbi sa baznom 1999. godinom (slika 3).

⁴ Za BiH, koristili smo podatke o bruto plaćama po sektorima prema standardnoj klasifikaciji djelatnosti (SKD) za period od 1999. do 2005. godine, koji su dobiveni od Agencije za statistiku BiH. Na tom osnovu autor je izvršio kalkulaciju plaća na nivou industrije, usluga i javnom sektoru ponderisanu korištenjem podataka o zaposlenosti prema djelatnostima. Produktivnost je izračunata kao omjer između bruto dodane vrijednosti i zaposlenosti u odabranim sektorima, na osnovu podataka iz zavoda za statistiku entiteta.

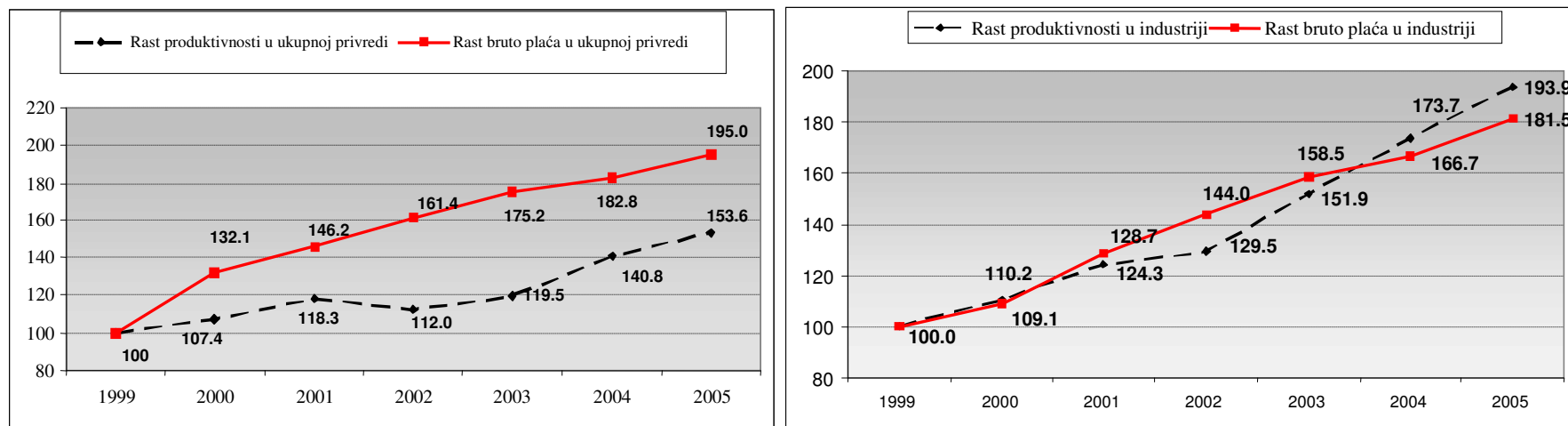
Prethodni podaci ukazuju da rast plaća nije adekvatno pokriven rastom produktivnosti u privredi, što može imati direktan utjecaj na brži rast potrošnje, a time i nivo domaćih cijena i uvoza s jedne strane, te destimuliranje izvoza s druge strane. S obzirom na pogoršanje trgovinskog deficita, to može predstavljati stalni pritisak na paritet između eura i KM.

Pored toga, analizirane su i godišnje stope rasta. Ova analiza takođe pokazuje da je rast produktivnosti u posljednje tri godine značajno intenziviran, dok su godišnje stope rasta produktivnosti bile iznad bruto stopa plaća (radi detaljnijeg uvida vidi Dodatak na strani 49).

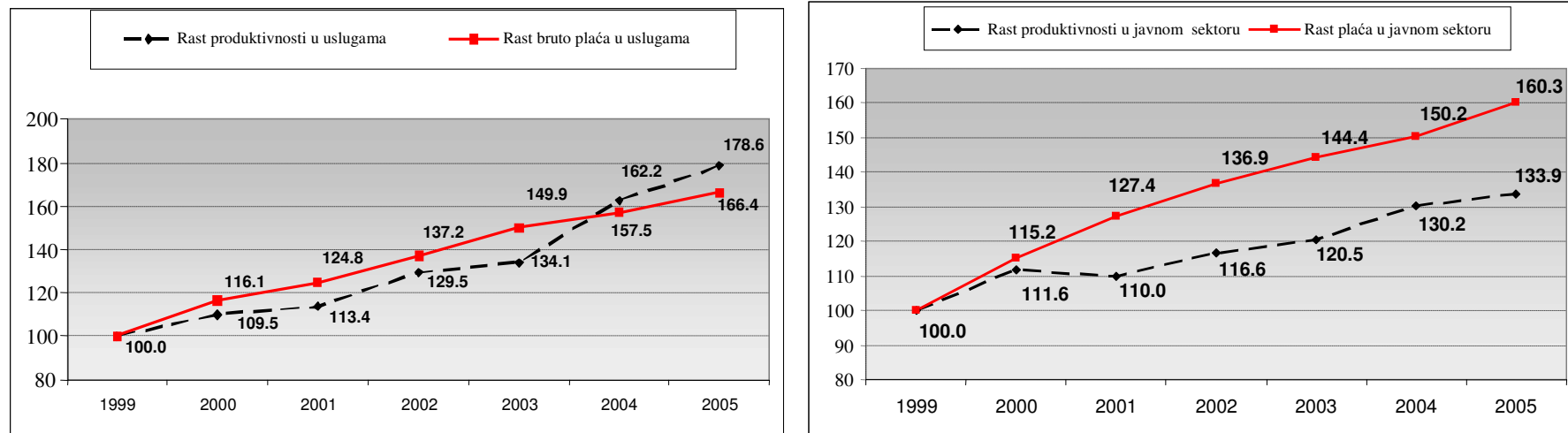
Veoma je važno provjeriti šta su bili izvori tako brzog rasta plaća u privredi kao cjelini, i da li je on nastao isključivo kao posljedica fiskalne ekspanzije, tj. rasta plaća u javnom sektoru, ili su se inflatorni pritisci javili uslijed brzog rasta plaća čak i u sektorima industrije i usluga.

Stoga ćemo provesti analizu rasta produktivnosti i plaća u industriji, uslugama i javnom sektoru zasebno. Pogledat ćemo dva scenarija. U prvom scenariju, u industriju i usluge uvrstit ćemo ekonomske djelatnosti koje su najvećim dijelom u javnom vlasništvu (rudarstvo i proizvodnja struje, plina i vode u slučaju industrije; odnosno javna uprava, odbrana, obavezno socijalno osiguranje, obrazovanje i zdravstvo, u slučaju usluga). U drugom scenariju, isključit ćemo prethodno pomenute ekonomske djelatnosti koje su uglavnom u javnom vlasništvu, i analizirati promjene koje se u tom slučaju javljaju u dinamici rasta produktivnosti i plaća u uslugama i industriji.

**Slika 3: Indeksi dinamike rasta produktivnosti i plaća u privredi ukupno i industriji
(1999=100)**



**Slika 4: Indeksi dinamike rasta produktivnosti i plaća u uslugama i javnom sektoru
(1999=100)**



Izvor: Agencija za statistiku BiH, zavodi za statistiku Federacije BiH i Republike Srpske; izračuni autora

Scenario 1:

Na posljednjem dijagramu datom na slici 4, prikazan je rast produktivnosti i plaća u javnom sektoru⁵ u usporedbi sa baznom 1999. godinom, što ukazuje na to da su plaće radnika u javnom sektoru stalno rasle skoro dvostruko brže od rasta njihove produktivnosti. Shodno tome, plaće u javnom sektoru u promatranom periodu povećane su za 61%, dok je produktivnost po radniku povećana za 34%. Godišnje stope rasta plaća u ovom sektoru također su rasle iznad rasta produktivnosti kroz cijeli dati period (radi detaljnijeg uvida vidi Dodatak, strana 49).

Dakle, u javnom sektoru BiH, plaće su kontinuirano rasle brže od produktivnosti što se može zapaziti iz ova dva pokazatelja dinamike tokom cijelog promatranog perioda, što ukazuje da je to bio izvor potencijalnog inflatornog pritiska. Ova situacija u javnom sektoru nije neuobičajena čak i za razvijene zemlje. Međutim, s obzirom na veličinu i utjecaj javnog sektora na privredu BiH, ova neuravnoteženost i nije tako zanemarljiva.

- Udio zaposlenih u javnom sektoru u sveukupnoj oficijelnoj zaposlenosti u BiH pokazuje konstantan trend rasta. Ona je porasla sa udjela od 30% u 1999. godini na 34,5% u 2005. godini, tj. od 631.000 ljudi zaposlenih u 2005. godini, njih 217.000 radilo je u javnom sektoru.
- Udio zaposlenih u preduzećima u javnom vlasništvu u industrijskom sektoru (proizvodnja struje i plina, te rudarstvo) bio je u prosjeku 22 % od svih zaposlenih u ovom sektoru.
- Udio zaposlenosti u preduzećima u javnom vlasništvu u sektoru usluga (javna uprava, odbrana, zdravstvo, obrazovanje i ostale javne usluge) dostizao je u prosjeku 51% od svih zaposlenih u ovom sektoru.
- S druge strane, udio potrošnje na plaće u javnom sektoru u okvirima sveukupne potrošnje u posljednje tri godine dostizao je 30% u prosjeku, ili 12% BDP.⁶

Sa stanovišta održivosti rasta plaća *vis à vis* produktivnosti, važno je zapaziti da li se i u kojoj mjeri ovaj „efekat javnog sektora“, tj. rast plaća koji je brži od rasta produktivnosti, prenosi na ostale segmente privrede.

U sektoru usluga (slika 4) zapažamo da je u periodu od 2000. do 2003. godine rast plaća premašio rast produktivnosti. U 2004. godini ovaj trend je obrnut, tj. rast produktivnosti je premašio rast plaća. Ovo se nastavilo u 2005. godini. Stoga je u periodu 1999-2005. godine, produktivnost sektora usluga porasla za 79% u usporedbi s baznom godinom, dok su plaće porasle za 69%.

Ova promjena u trendu mogla bi se objasniti činjenicom da su 2003. godina a naročito 2004. godina bile rekordne godine u pogledu ulaska stranog kapitala investiranog u sektor usluga, što je moglo imati utjecaj na prestrukturiranje i naknadni rast produktivnosti u tom sektoru (molimo pogledati tabelu 4). U 2003. godini, 62% ili 204,4 miliona KM stranih ulaganja izvršeno je u sektoru usluga (najznačajnija ulaganja izvršena su u transport (23%), trgovinu (20%), te bankarstvo (13%)), dok je u 2004. godini, 24% ili 287,8 miliona KM stranih ulaganja izvršeno u sektoru usluga. Ovaj trend priliva direktnih stranih ulaganja u sektor usluga nastavio se i u 2005. godini sa oko 210 miliona KM, tj. 44% ukupnih stranih ulaganja (ove godine je bio naročito značajan za bankarski sektor (26%) i trgovinu (11,5%)).

⁵ Javni sektor u ovoj analizi sastoji se od sljedećih sektora: javna uprava, odbrana, obavezno socijalno osiguranje, obrazovanje, zdravstvo, ostale javne službe, i proizvodnja električne energije, plina i vodosnabdjevanje koji su također u javnom vlasništvu.

⁶ Informacije o troškovima iz budžeta koji se odnose na plaće u javnom sektoru ne obuhvataju preduzeća u javnom vlasništvu.

Tabela 4: Priliv direktnih stranih ulaganja u BiH (po sektorima u .000 KM)

SEKTOR	May 94 - 31.12.02	% od ukupnih DSU	2003	% od ukupnih DSU	2004	% od ukupnih DSU	2005	% od ukupnih DSU	IX 2006	% od ukupnih DSU
Proizvodnja	951,072	55.5%	109,578	33.1%	872,124	72.1%	222,918	47.0%	110,436	43.2%
Bankarstvo	283,339	16.5%	39,060	11.8%	150,682	12.5%	123,324	26.0%	64,064	25.0%
Trgovina	106,655	6.2%	66,599	20.1%	33,656	2.8%	54,578	11.5%	49,267	19.3%
Transport	15,881	0.9%	76,367	23.1%	41,561	3.4%	22,305	4.7%	1,525	0.6%
Turizam	12,476	0.7%	5,432	1.6%	56,300	4.7%	-7,533	-1.6%	-4,982	-1.9%
Usluge	115,448	6.7%	16,914	5.1%	5,513	0.5%	16,987	3.6%	4,431	1.7%
Ostala DSU do 1 milion KM	229,043	13.4%	16,862	5.1%	49,512	4.1%	42,173	8.9%	31,159	12.2%
Ukupno usluge	533,799	31%	204,372	62%	287,712	24%	209,661	44%	114,305	45%
UKUPNO	1,713,914	100.0%	330,812	100.0%	1,209,348	100.0%	474,752	100.0%	255,900	100.0%

Izvor: Ministarstvo vanjske trgovine i ekonomskih odnosa

Dakle, moglo bi se tvrditi da postoji veza između priliva stranog kapitala, i stoga privatizacije državnog kapitala u sektorima usluga, te restrukturiranja sektora i rasta produktivnosti.

Sličan trend u pogledu rasta plaća i produktivnosti može se zapaziti i u industriji⁷. Do 2004 godine, u industriji je rast plaća bio viši od rasta produktivnosti, što je veoma nepovoljna situacija s obzirom na konkurentnost i održivost (slika 3). Promjena trenda u 2004. godini mogla bi se objasniti istim činjenicama kao i za usluge. Godina 2004. bila je rekordna godina u pogledu priliva stranog kapitala u ovaj sektor. Priliv stranog kapitala, restrukturiranje industrije u BiH, poboljšanje tehnologija i menadžmenta bili su nedvojbeno ključni za rast produktivnosti u ovom sektoru. Pogled na tabelu 4, u kojoj je prikazana struktura DSU, pokazuje da je proizvodna industrija bila oblast koja privlači najveći udio stranog kapitala iz godine u godinu, te da je prisutan stalni rastući trend u tom smislu.

Pored očiglednog utjecaja na rast produktivnosti koji se pojavio sa prilivom stranog kapitala i privatizacijom, takođe možemo zapaziti da su ovi faktori imali utjecaj na opadajući trend rasta plaća u ovim sektorima.

Zaključci zasnovani na scenariju 1:

- Postoji jasan inflatorni pritisak u javnom sektoru.
- Rast plaća bio je brži od rasta produktivnosti do 2004. godine, čak i u sektoru usluga i industrije. Ovim je otvorena mogućnost za inflatorne pritiske u ovim sektorima. Međutim, sa prilivom stranog kapitala i privatizacijom preduzeća u državnom vlasništvu u sektorima industrije i usluga, vidimo jasnu promjenu trenda u rastu plaća i produktivnosti. Rast produktivnosti bio je značajno ubrzan i premašio je rast plaća, dok je s druge strane rast plaća bio usporen.

Scenario 2:

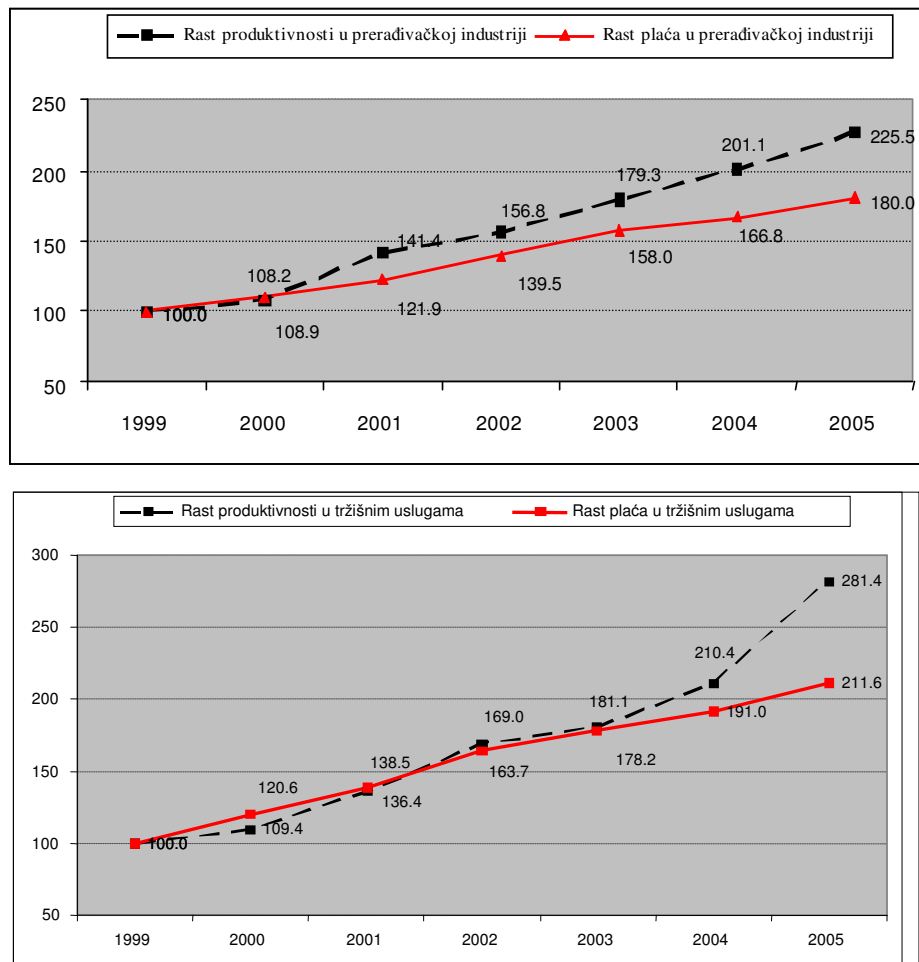
Mogli bismo zapaziti da postoje naznake negativne veze između značajnog dijela državnog vlasništva u sektoru i njegove konkurentnosti u pogledu rasta produktivnosti i plaća s obzirom na rezultate predstavljene u scenariju 1. U ovom scenariju nastojat ćemo isključiti utjecaj „javnih djelatnosti” u industriji i uslugama kako bismo vidjeli da li se time uzrokuju promjene u konkurentnosti.

Iz industrije isključit ćemo sljedeće ekonomske djelatnosti: proizvodnju struje, vode i plina, kao i

⁷ Sektor industrije u ovom scenariju sastoji se od sljedeći sektora: prerađivačka industrija, rudarstvo, i proizvodnja električne struje, plina i vode.

rudarstvo. Ove djelatnosti najvećim su dijelom u javnom vlasništvu. Iz usluga s druge strane isključit ćemo javne usluge: javnu upravu i odbranu, kao i obrazovanje i zdravstvo. Na taj način, sektor industrije prikazuje isključivo prerađivačku industriju. Usluge sadrže samo trgovinu, turizam, transport, finansijsko posredovanje i prodaju nekretnina. Primjenjujemo istu metodologiju kao u prethodnom scenariju, kako bismo izračunali i analizirali rezultate u pogledu razvoja produktivnosti i plaća.

Slika 5: Indeksi dinamike rasta produktivnosti i plaća u BiH u prerađivačkoj industriji i tržišnim uslugama (1999=100)



Izvor: Agencija za statistiku BiH, zavodi za statistiku Federacije BiH, Republike Srpske; izračuni autora

Vidimo da je u cijelom promatranom periodu od 1999. do 2005. godine, rast produktivnosti bio značajno viši od rasta plaća u prerađivačkoj industriji (kako je ilustrirano na slici 5). Stoga je produktivnost porasla za čak 127% u usporedbi sa 1999. godinom, dok je rast plaća u ovoj ekonomskoj djelatnosti u istom periodu bio 80%.

U prerađivačkoj industriji rast produktivnosti postizan je uglavnom kao posljedica restrukturiranja ove ekonomske djelatnosti, što je prvenstveno posljedica značajnog pada broja radnika koji se pojavio u procesu privatizacije sektora. Od 2001. do 2005. godine, broj radnika u prerađivačkoj industriji u BiH umanjen je za 14%, sa 165.000 na 141.000 radnika.

Međutim, bilo bi pogrešno zaključiti da je efekat zaposlenosti bio ključna pokretačka snaga porasta produktivnosti u ovoj privrednoj djelatnosti, što je jasno ilustrirano činjenicom da se sama dodana vrijednost u ovoj djelatnosti povećala za 38% u tom periodu. Istu sliku daje i drugi pokazatelj dinamike rasta, tj. godišnje stope rasta koje ukazuju da su od 2000. godine pa nadalje godišnje stope rasta produktivnosti bile značajno iznad rasta plaća u prerađivačkoj industriji (radi detaljnijeg uvida vidi Dodatak na strani 49).

Ovom analizom pokazuje se da situacija u smislu rasta plaća i produktivnosti te, shodno tome, i konkurentnosti, u sektoru prerađivačke industrije nije zabrinjavajuća. U trenutku kada isključimo utjecaj preduzeća u javnom vlasništvu u industriji, možemo vidjeti da se slika značajno razlikuje, tj. da je produktivnost rasla mnogo brže od plaća i da nisu zabilježeni inflatorni pritisci.

Zanimljivo je pogledati u kojoj se mjeri situacija po pitanju konkurentnosti mijenja u sektoru usluga nakon što isključimo „javne usluge” iz ovog sektora. Na slici 4 vidimo da je rast plaća do 2002. godine bio donekle iznad rasta produktivnosti, te da se kasnije ovaj trend obrnuo, tako da se produktivnost usluga skoro udvostručila u periodu 1999-2005. godine za 181%, dok su plaće u istom periodu bile povećane za 111%. Posebno veliko ubrzanje rasta produktivnosti vidljivo je ponovo u 2004. i 2005. godini, što bi se moglo povezati sa značajnim direktnim stranim ulaganjima u ovaj sektor.

Zaključci zasnovani na scenariju br. 2

- Nakon što isključimo djelatnosti koje su najvećim dijelom u državnom vlasništvu kako iz sektora industrije tako i iz sektora usluga, postaje jasno da se produktivnost ovih sektora značajno poboljšava te da je rasla mnogo brže nego plaće. Stoga, nakon isključenja javnih djelatnosti, u ovim sektorima nisu registrovani inflatorni pritisci;
- Postoji veza između smanjenja udjela javnog vlasništva kao i poboljšanja konkurentnosti ovih sektora.

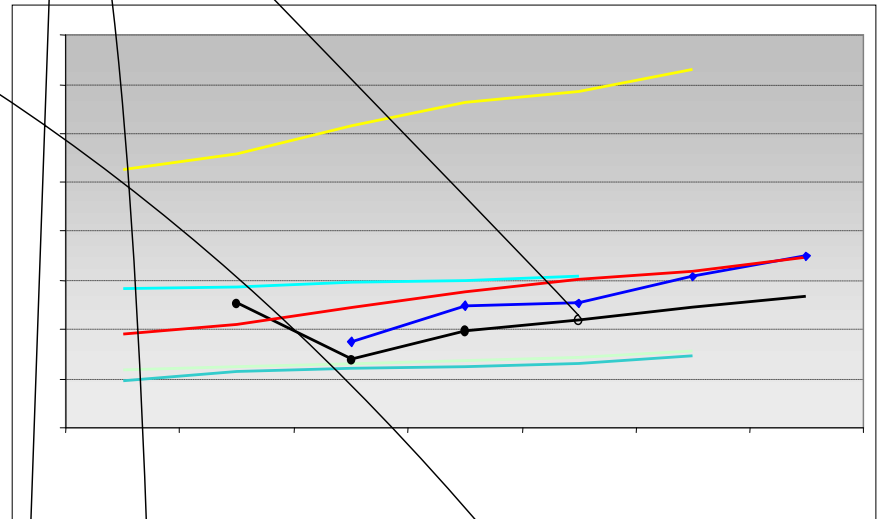
3.4. Konkurentnost privrede BiH u usporedbi s drugim zemljama Jugoistočne Evrope

Pored analize održivosti rasta plaća *vis à vis* rasta produktivnosti u ključnim sektorima privrede BiH, veoma je važno analizirati isto u širem kontekstu zemalja u regionu. Ako je nivo plaća značajno viši od nivoa u zemljama regiona, te ako je njihov rast brži nego u tim zemljama, ovo bi moglo ugroziti konkurentnost privrede BiH i dovesti u opasnost održivost deficita tekućeg računa, te na taj način i aranžman valutnog odbora u BiH.

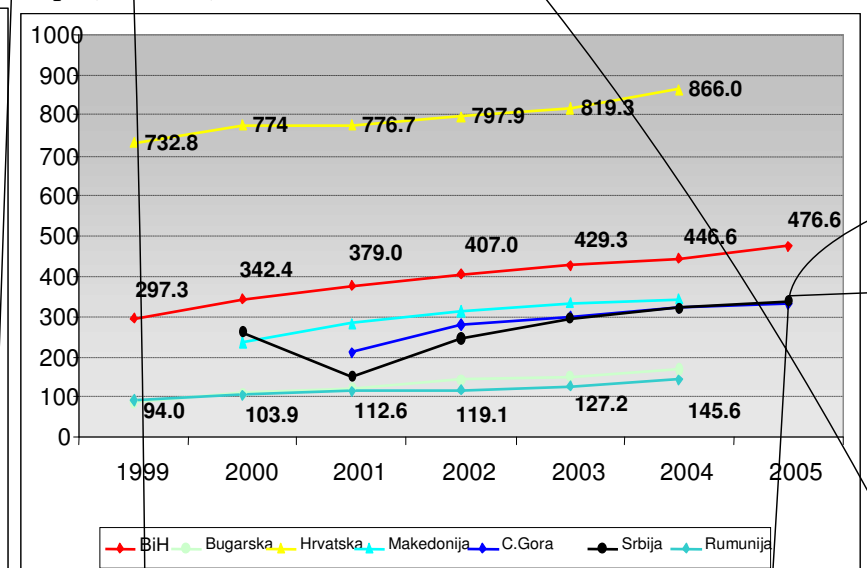
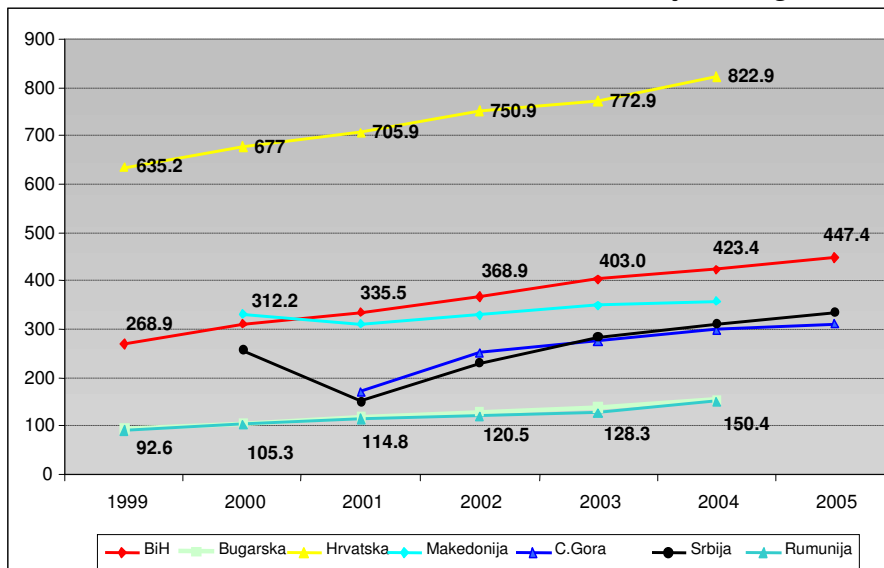
3.4.1. Konkurentnost nivoa plaća u BiH u usporedbi sa drugim zemljama Jugoistočne Evrope

Dijagramima na slikama 6 i 7 prikazan je nivo bruto plaća u zemljama Jugoistočne Evrope (SEE) u periodu od 1999. do 2005. godine u privredi kao cjelini, kao i u industriji, uslugama i javnom sektoru.

*Slika 6: Prosječna bruto plaća u privredi ukupno i industriji
u zemljama Jugoistočne Evrope (u eurima)*



*Slika 7: Prosječna bruto plaća u uslugama i javnom sektoru
u zemljama Jugoistočne Evrope (u eurima)*



Izvor: Zavodi za statistiku zemalja iz regiona Jugoistočne Evrope; izračuni autora;

Nivo bruto plaća u BiH u svim promatranim segmentima: privreda u cjelini, industrija, usluge i javni sektor, iznad su svih zemalja iz regiona Jugoistočne Evrope, osim Hrvatske, što može imati veoma negativan utjecaj na konkurentnost njene proizvodnje na tržištima ovih zemalja i na tržištu Evropske unije.

Ako usporedimo nivo bruto plaća u pojedinačnim segmentima privrede sa njihovim prosječnim nivoom u regionu, moguće je iznijeti određena zanimljiva zapažanja. Najzanimljivija zapažanja prikazana su u narednom dijelu teksta.

Prosječna bruto plaća u privredi kao cjelini u BiH tokom cijelog promatranog perioda bila je iznad regionalnog prosječnog nivoa.⁸ Prosječna bruto plaća u periodu 2000-2005. godine u BiH bila je 70% viša od prosječne plaće u regionu, ali je rasla prema značajno nižoj stopi u tom periodu u odnosu na onu koja je bila u regionu (u usporedbi s baznom 2000. godinom, zabilježen je rast od 38% u BiH nasuprot 87% rastu u regionu). Međutim, pri poređenju BiH s regionalnim prosječnim nivoom, bitno je istaći da s jedne strane imamo Hrvatsku, u kojoj su plaće u privredi kao cjelini bile dvostruko veće od plaća u BiH, dok su u Bugarskoj i Rumuniji one iznosile samo jednu trećinu bh. prosjeka.

U industriji BiH, konkurentnost plaća u usporedbi s regionom bolja je nego u drugim sektorima. Prosječna bruto plaća u bh. industriji bila je za oko 48% viša od regionalnog prosjeka, a rasla je sporije od plaće u regionu (u usporedbi sa baznom 2000. godinom, zabilježeni rast bio je 53% prema 88%). Međutim, pored poređenja s prosječnim vrijednostima za region, važno je naglasiti da, čak i kad isključimo Hrvatsku kao „iznimku“, primjećujemo da su plaće u industriji BiH blizu onih u zemljama koje su njeni najvažniji regionalni partneri: Crna Gora, Srbija i Makedonija, dok su u Bugarskoj i Rumuniji one samo pola od onih u BiH. Dakle, konkurentnost industrije u BiH nije u pogledu troškova rada gora od one u regionu, dok je njen nivo plaća čak i konkurentniji ako isključimo djelatnosti koje su u javnom vlasništvu iz sektora industrije.

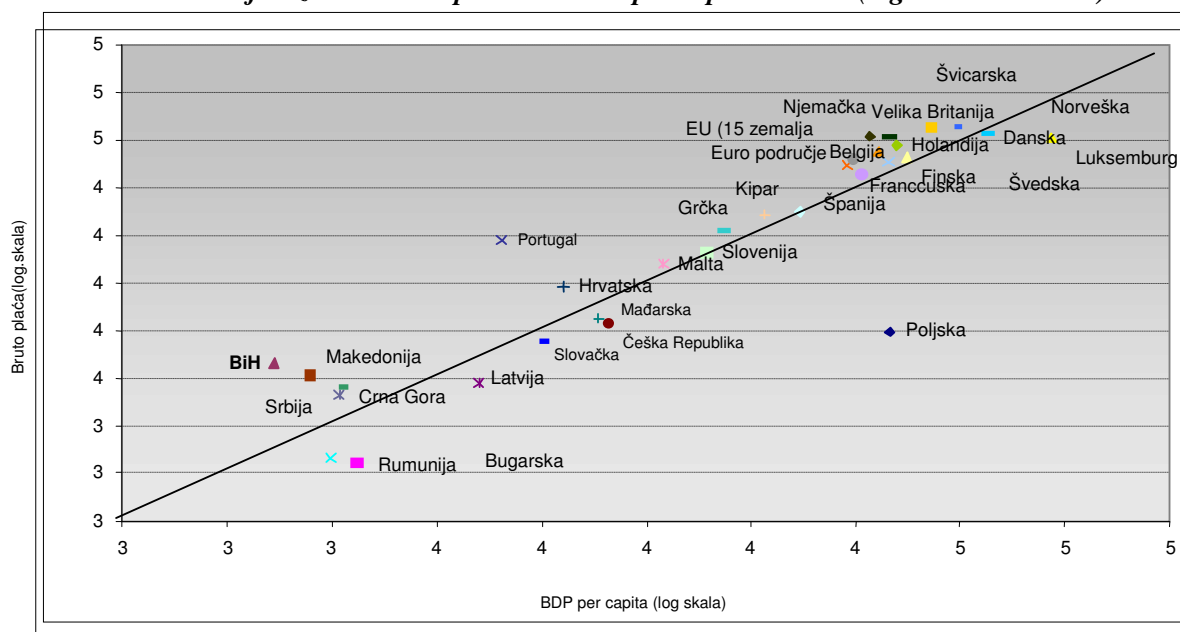
U sektoru usluga situacija je značajno drugačija. Prosječna bruto plaća u uslugama bila je 60% više od prosječne plaće u regionu, dok je rast plaća u uslugama u BiH bio donekle iznad onoga u regionu (36% rasta u BiH nasuprot 30% u regionu). Međutim, premda je nominalni nivo i rast plaća u uslugama u BiH bio viši od onog zabilježenog u regionu, primjećujemo da je on opravdan adekvatnim rastom produktivnosti nakon 2003. godine, koji je bio značajno brži od onog u drugim zemljama u regionu (vidi Dodatak na strani 51-56).

Plaće u javnom sektoru su čak i više od regionalnog prosjeka, nego što je to slučaj sa uslugama (70%), i rasle su brže nego u ostatku regiona (30% nasuprot 25%). Ako isključimo Hrvatsku, i usporedimo BiH s ostalim zemljama regiona pojedinačno, primjećujemo da je nivo plaća u javnom sektoru u BiH značajno viši od onog u svim ostalim zemljama u regionu, što se nije popraćeno i opravdano adekvatnim rastom produktivnosti.

Slika 8 potvrđuje zapažanje da je nivo plaća u BiH privredi kao cjelini visok u usporedbi sa njenim nivoom razvoja. Na dijagramu je prikazan omjer između bruto plaća i BDP-a *per capita* u širem uzorku zemalja. Primjećujemo da u usporedbi s drugim zemljama BiH ima relativno visok omjer između bruto plaća i BDP-a *per capita*, koji nije samo iznad zemalja regiona Jugoistočne Evrope (Hrvatska, Srbija, Crna Gora, Makedonija, Bugarska i Rumunija), nego takođe i iznad nekih zemalja EU, npr. Latvije, Slovačke, Češke Republike i Mađarske.

⁸ Prosječne vrijednosti za region izračunate su kao ponderirani prosjek na temelju udjela zemlje u sveukupnoj zaposlenosti u regionu po sektorima.

Slika 8: Omjer između bruto plaća i BDP-a per capita u 2004. (logaritamska skala)



Izvor: Eurostat; Zavodi za statistiku zemalja Jugoistočne Evrope; izračuni autora

Dakle, postaje jasno da, osim u sektoru industrije, BiH ima nominalno viši nivo plaća nego zemlje Jugoistočne Evrope na sličnom nivou razvoja. U široj međunarodnoj perspektivi, zapažamo da je nivo plaća u BiH čak i viši u usporedbi sa nivoom razvoja (tj. BDP-a *per capita*) nego kod nekih članica EU. Ovo ne znači nužno da je devizni tečaj, a shodno tome i valutni odbor, neodrživ *per se* i da je potrebna ispravka deviznog tečaja naniže. Ako je takav nivo plaća održiv u pogledu bržeg rasta produktivnosti u usporedbi sa ostalim zemljama, onda to ne bi trebalo nužno biti razlogom zabrinutosti. Ovo pitanje obrađeno je u narednom dijelu teksta.

3.4.2. Konkurentnost rasta plaća i produktivnosti u BiH u usporedbi sa zemljama Jugoistočne Evrope

Pregled rasta produktivnosti i plaća u zemljama Jugoistočne Evrope pokazuje da produktivnost u industriji, uslužnom i javnom sektoru u većini ovih zemalja raste brže nego plaće u periodu od 1999. do 2005. godine (Dodatak, str. 51-56).

Zemljama kao što su Bugarska, Makedonija, Hrvatska i Rumunija ne prijeti nikakva ozbiljna opasnost od inflatornih pritisaka ni u sektoru industrije, uslužnom i javnom sektoru, kao i u privredi u cjelini. Vidimo da ni u jednoj od ovih zemalja nije bilo bržeg rasta plaća u odnosu na produktivnost.⁹

S druge strane, u Crnoj Gori i Srbiji, situacija je značajno drugačija, jer u svim godinama navedenog perioda i u svim sektorima plaće rastu brže nego produktivnost, dok je u nekoliko godina zabilježeno čak smanjenje produktivnosti. Zbog toga u ovim zemljama postoji značajan inflacijski pritisak ne samo u sektoru čiji proizvodi nisu predmet trgovine (engl. *non-tradables*, uglavnom javni sektor i usluge), nego i u sektoru čiji proizvodi jesu predmet trgovine (engl. *tradables*, uglavnom industrija).

⁹ Svi originalni podaci o bruto dodanoj vrijednosti, zaposlenosti i platama po standardnoj klasifikaciji djelatnosti (SKD) u zemljama Jugoistočne Evrope, dobiveni su od statističkih agencija tih zemalja i izraženi u nacionalnim valutama. Podaci o rastu produktivnosti i plaća u zemljama Jugoistočne Evrope dobiveni su na osnovu podataka izraženih u eurima na temelju izračuna autora.

Kada promatramo Bosnu i Hercegovinu u širem kontekstu zemalja Jugoistočne Evrope i napravimo usporedbu sa njihovom dinamikom rasta plaća i produktivnosti na temelju baznih indeksa, možemo uočiti sljedeće:

Vidimo da je u industriji Bosne i Hercegovine, ne samo nivo, nego i dinamika rasta plaća konkurentna i neinflacijska u usporedbi sa svim zemljama u regionu. Konkretnije, u periodu od 2000. do 2005. godine, BiH ne samo da je imala najbrži rast produktivnosti u odnosu na baznu godinu, nego je razlika između stope rasta produktivnosti i stope rasta plaća u odnosu na baznu godinu bila među najvišim, što indirektno ukazuje na to da postoji smanjenje pritiska troškova rada i povećanje konkurentnosti. Značajno je naglasiti da je BiH imala takođe najviši nominalni nivo produktivnosti po radniku (jedini izuzetak je Hrvatska) u odnosu na sve ostale zemlje Jugoistočne Evrope.

Što se tiče uslužnog sektora, vidimo da je nivo plaća nešto viši nego u regionu, ali dinamika rasta produktivnosti u odnosu na plaće i ovdje je konkurentnija u BiH nego u ostalim zemljama. Osim toga, ako usporedimo nominalnu produktivnost po radniku, ona je veća u BiH nego u drugim zemljama Jugoistočne Evrope (i ovdje je jedini izuzetak Hrvatska).

Jedino u javnom sektoru nivo plaća ne samo da je bio značajno viši od nivoa u regionu, nego su i pokazatelji razvoja rasta produktivnosti bili u odnosu na plaće takođe značajno bolji u drugim zemljama nego u BiH (jedini izuzeci su Srbija i Crna Gora).

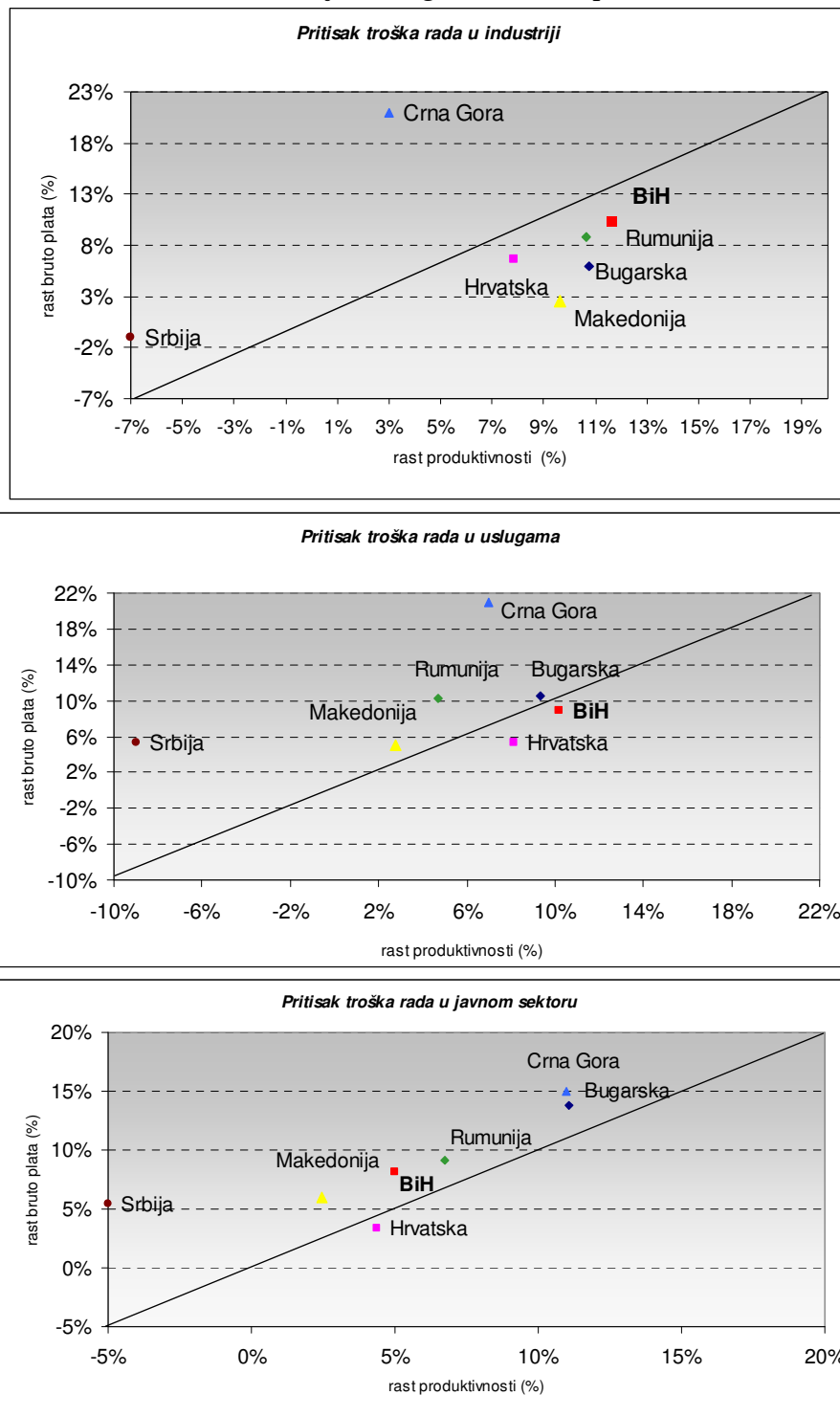
Takođe smo izvršili analizu drugog pokazatelja dinamike, prosječnu godišnju stopu rasta produktivnosti i plaća u navedenim segmentima privrede u zemljama Jugoistočne Evrope za period od 1999. do 2004. (vidjeti dijagrame na slici 9.)¹⁰ Možemo vidjeti da je situacija u BiH slična onoj u prethodnom slučaju.

Stoga u sektoru industrije BiH pripada grupi zemalja koje su ostvarile veći prosjek rasta produktivnosti nego rasta plaća. U ovu grupu spadaju BiH, Bugarska, Rumunija, Makedonija i Hrvatska. BiH je ostvarila takođe i najveće stope rasta i produktivnosti i plaća.

U sektoru usluga, Bosna i Hercegovina je, zajedno sa Hrvatskom, jedina zemlja gdje prosječna godišnja produktivnost raste brže nego bruto plaće, dok je u javnom sektoru Hrvatska jedina zemlja u Jugoistočnoj Evropi koja ima veći prosjek rasta produktivnosti od plaća.

¹⁰ Prosječna stopa rasta za period od 1999. do 2004. godine za svaku zemlju dana je kao geometrijska sredina pojedinačnih godišnjih stopa rasta u danom periodu.

Slika 9: Razvoji u pogledu pritiska troška rada u poređenju sa zemljama Jugoistočne Evrope



Izvor: Zavodi za statistiku zemalja Jugoistočne Evrope; izračun autora

Sada ćemo detaljnije razmotriti usporedbu BiH sa Bugarskom, budući to je jedina zemlja u Jugoistočnoj Evropi koja ima valutni odbor, i Hrvatskom, koja, pored toga što je naš najznačajniji trgovinski partner, ima značajan utjecaj na bh.trgovinski deficit.

Produktivnost radne snage u privredi u cjelini, kao i u industriji i uslugama, pa čak i u javnom sektoru u Bugarskoj, bila je niža nego u BiH (npr. produktivnost u industriji 2004. godine u Bugarskoj bila je 5,7, a u BiH 6,5 eura po radniku). Međutim, mnogo je značajnije provjeriti da li je produktivnost rasla brže nego plaće u ovim sektorima. Vidimo da je u promatranom periodu rast produktivnosti u svim segmentima privreda Bugarske bio veći nego rast plaća. Nakon 2002. godine nastupio je značajan zamah u rastu produktivnosti u industriji, pa čak i većeg u uslužnom i javnom sektoru kada je produktivnost porasla do dva puta više od plaća.

Nominalno su plaće bile za trećinu niže od plaća u BiH, dok je produktivnost po radniku nešto niža nominalno nego u BiH, ali je zato rasla znatno brže nego plaće u svim segmentima privrede. Tako je u Bugarskoj došlo do konstantnog smanjenja pritiska troškova rada, pa se njena konkurentnost u tom pogledu stalno povećava, što je vidjeli smo iznimno značajno za održivost valutnog odbora.

Razmotrimo nadalje stanje u Hrvatskoj. Produktivnost radne snage bila je znatno viša nego u BiH (2004. godine produktivnost u Hrvatskoj industriji iznosila je 17 a u BiH 6,5 eura po radniku). Osim toga, produktivnost je u cijelom ovom promatranom periodu rasla brže nego plaće u svim segmentima privrede, čak i u javnom sektoru, za razliku od BiH. Vidimo, međutim, da je razlika u stopama rasta produktivnosti i plaća u Hrvatskoj bila znatno niža nego u drugim zemljama Jugoistočne Evrope, što objašnjava visok nivo plaća zabilježen u Hrvatskoj u usporedbi sa drugim zemljama u regionu. Zbog toga, u odnosu na Hrvatsku, nivo plaća u BiH bio je svakako niži, ali, s druge strane produktivnost je bila značajno viša i njen rast je bio brži nego rast plata u svim segmentima privrede, tako da je kao rezultat toga, i njena konkurentnost bila bolja u odnosu na BiH.

Stoga možemo zaključiti da, u usporedbi sa zemljama Jugoistočne Evrope, stanje u BiH po pitanju konkurentnosti je sljedeće:

- Nivo plaća je značajno viši u javnom sektoru u usporedbi sa ostatkom regiona, dok pokazatelji rasta produktivnosti u odnosu na plaće, kada se usporede sa ostatkom regiona, pokazuju očigledan inflacijski pritisak;
- Nivo plaća je viši u sektoru usluga u odnosu na region, ali pokazatelji dinamike plaća ukazuju na to da je ovaj rast opravdan adekvatnim rastom produktivnosti, koji je značajno brži nego u regionu (posebno u posljednje tri godine);
- Nivo i dinamika rasta plaća u industriji su konkurentni u usporedbi sa ostatkom regiona i ne predstavljaju inflacijski pritisak na ekonomiju BiH.
- U usporedbi sa Hrvatskom kao najznačajnijim trgovinskim partnerom, odnosno Bugarskom kao jedinom zemljom iz regije koja ima valutni odbor, apsolutna konkurentnost BiH ne izgleda dobro.

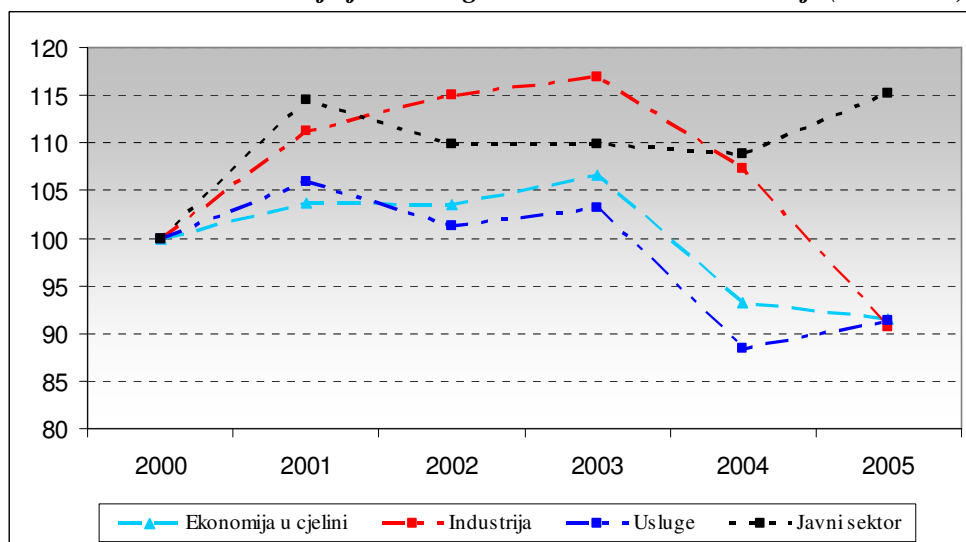
3.4.3. Konkurentnost jediničnog troška rada (JTR) u BiH u usporedbi sa zemljama Jugoistočne Evrope

Osim usporedbe nivoa plaća i produktivnosti i stopa njihovog rasta sa onima u zemljama u regionu, gdje, osim javnog sektora, BiH ima prilično dobre pokazatelje, veoma značajan pokazatelj konkurentnosti je jedinični trošak rada (JTR) u svim segmentima ekonomije i njen razvoj u odnosu na region.¹¹

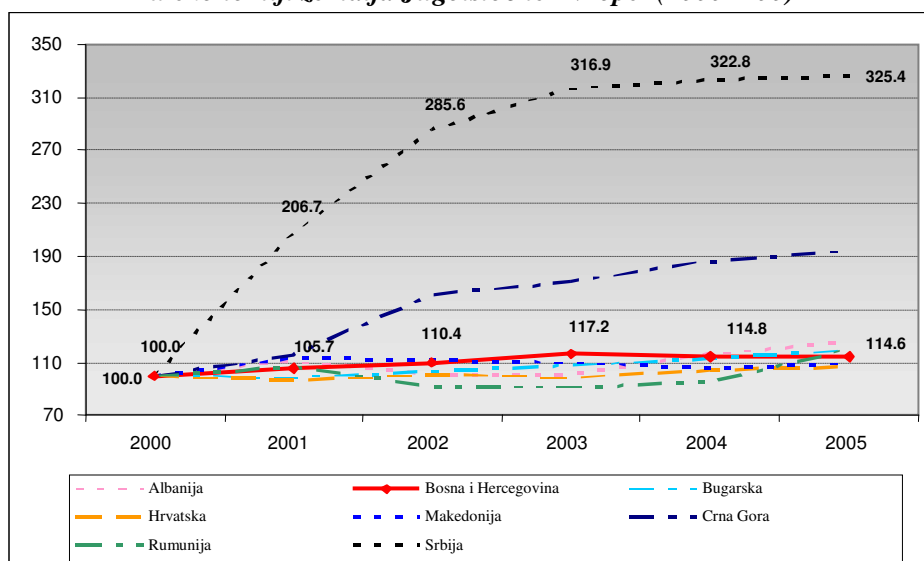
Kroz analizu razvoja jediničnog troška rada razmatrat ćemo kako ekonomiju u cjelini i pojedine segmente bh. ekonomije, ali i u širem kontekstu poređenja sa zemljama Jugoistočne Evrope.

¹¹ U slučaju BiH, jedinični trošak rada izračunat je za svaku pojedinu ekonomsku djelatnost, te za ekonomiju u cjelini, kao odnos ukupnih bruto plaća isplaćenih radnicima (engl. *wage bill*) i bruto vrijednost proizvodnje u danoj ekonomskoj aktivnosti.

Slika 10: Dinamika razvoja jediničnog troška rada u bh. ekonomiji (2000=100)



**Dinamika razvoja jediničnog troška rada
u ekonomiji zemalja Jugoistočne Evrope (2000=100)**



Izvor: Agencija za statistiku BiH; zavod za statistiku F BiH i RS, Bečki institut (wiiw)

Dijagramom na slici 10 prikazan je rast JTR u periodu od 2000. do 2005. godine, u odnosu na baznu godinu 2000. Cijena rada po jedinici proizvodnje u ekonomiji kao cjelini rasla je do 2003. godine, nakon čega je počela značajno padati, te je krajem 2005. godine pala na nivo ispod onog zabilježenog 2000. godine (tačnije, u usporedbi sa početnih 2 centa isplaćena po radniku / na euro bruto proizvodnje, zabilježeno je smanjenje troška na 1,8 centi po radniku). Dakle, i u ovom slučaju vidimo da priliv stranog kapitala 2004. i 2005. godine podudara se sa značajnim poboljšanjem u ovom pokazatelju konkurentnosti privrede BiH.

Zanimljivo je da je, u usporedbi sa drugim segmentima privrede BiH, rast jediničnog troška rada u industriji bio najbrži u periodu od 2000. do 2003. godine, što bi bilo veoma problematično za konkurentnost bh. privrede da nakon toga nije uslijedilo značajno smanjenjem JTR koji je pao na nivo ispod onog zabilježenog u baznoj godini (samo 1,3 centa po radniku / 1 euro bruto proizvodnje u industriji).

Ako iz industrije isključimo djelatnosti u javnom vlasništvu i potom posmatramo samo prerađivačku industriju, rast JTR je značajno niži i ispod nivoa JTR u drugim djelatnostima do 2003. godine, praćen i dalje padom u 2004. i 2005. godini.

Isti scenario se može zapaziti i u uslužnom sektoru. Vidimo da je zabilježen rast JTR do 2003. godine, nakon čega je, 2004. godine, došlo do njegovog naglog pada. Pad JTR u uslužnom sektoru bio je čak brži od onog zabilježenog u industriji i ekonomiji kao cjelini. Kao što se moglo i očekivati, upravo u javnom sektoru nakon 2003. godine nije zabilježen pad, nego čak i rast JTR, što je potpuno u skladu sa slikom dobijenom na temelju ostalih pokazatelja konkurentnosti.

U smislu nominalnih iznosa koji su isplaćeni po radniku, najniži nivo JTR zabilježen je krajem 2005. godine u industriji, dok je najviši JTR zabilježen u javnom sektoru (1,3 u odnosu na 5 centi po radniku / 1 euru bruto proizvodnje).

U kontekstu regiona, uočavamo isti uzorak kretanja kao i u slučaju pokazatelja produktivnosti: samo su Srbija i Crna Gora zabilježile značajno brži rast JTR od BiH. I u ovom slučaju do 2004. godine, u usporedbi sa drugim zemljama Jugoistočne Evrope, BiH je zabilježila nešto brži rast JTR. Nakon toga JTR je smanjen 2004. i 2005. godine, tako da je tih godina, BiH u istom nivou sa Hrvatskom, Makedonijom i Rumunijom, dok su 2005. godine Bugarska i Albanija zabilježile čak brži rast JTR nego BiH.

Zaključak:

- JTR je rastao do 2003. godine u svim segmentima bh. ekonomije, a posebno u industriji, nakon čega je došlo ne samo do usporavanja rasta, nego i značajnog pada JTR u svim segmentima privrede;
- Do 2004. godine JTR je rastao nešto brže nego u većini zemalja Jugoistočne Evrope (uz izuzetak Srbije i Crne Gore), a zatim je smanjen i vratio se na isti nivo kao i u drugim zemljama regiona;
- Uz priliv stranog kapitala, isključujući javni sektor, došlo je do povećanja konkurentnosti i smanjenja pritiska troška rada u svim segmentima ekonomije.

3.5. Opasnosti po održivost aranžmana valutnog odbora u BiH i moguće alternative i rješenja u pogledu politike

Na osnovu ukupne analize održivosti nivoa i rasta plaća i drugih pokazatelja konkurentnosti u BiH, utvrđene su sljedeće potencijalne opasnosti:

- Plaće u ekonomiji kao cjelini su visoke u odnosu na stupanj razvoja, ako usporedimo BiH sa drugim zemljama na sličnom stupnju razvoja;
- Rast plaća u ekonomiji kao cjelini ne pokreće rast produktivnosti, što predstavlja stalnu opasnost za inflaciju;
- Javni sektor je glavni izvor inflacijskog pritiska. U javnom sektoru, nivo i rast plaća ne pokreće tržište odnosno plaće ne rastu u skladu sa produktivnošću radne snage. Rast plaća u ovom sektoru u periodu od 1999. do 2005. godine stalno je bio iznad rasta produktivnosti u odnosu na baznu 1999. godinu. Osim toga, jedinični trošak rada kontinuirano raste u ovom sektoru, i ukupno je dovela do stalnog porasta cijene rada u zemlji i potencijalnog rizika od inflacijskog pritiska.
- Rezultati dobijeni za javni sektor nisu zanemarljivi zbog svoje mogućnosti da utječu na bh. ekonomiju, zbog njegove veličine i makroekonomskog utjecaja na zaposlenost u svim segmentima ekonomije, te posljedično i utjecaja koji ima na rast plaća u zemlji. To jasno ilustrira činjenica da učešće radnika u javnim djelatnostima – rudarstvo i proizvodnja električne energije, gasa i vode – u ukupnoj zaposlenosti u industriji iznosi 22%, dok je učešće javnih usluga – javna uprava, odbrana, obrazovanje i zdravstvo – bilo čak 51% od ukupne zaposlenosti u svim uslužnim djelatnostima, što jasno pokazuje da su plate u javnim djelatnostima ključna pokretačka snaga za rast plaća i produktivnosti u ovim sektorima. Značajno prisustvo javnih preduzeća u industriji i uslugama utjecalo je na veoma loše rezultate u smislu održivosti rasta plaća u ovim sektorima do

2003. godine. Uz priliv stranog kapitala rezultati su se znatno povećali 2004. i 2005. godine – produktivnost je porasla za 50% u samo te dvije godine, i prerasla rast plaća, dok se rast plaća usporio.

- Kada isključimo javne djelatnosti iz industrije i usluga, rast produktivnosti je konstantno bio viši od plata u slučaju industrije, dok je njegov jedinični trošak rada konstanto opadao. U uslužnim djelatnostima taj je rezultat ostvaren nakon 2002. godine.

Potencijalne alternative i rješenja:

Za sprečavanje daljih prijetnji po konkurentnost bh. privrede usljed postojanja stalnog potencijalnog inflacijskog pritiska zbog brzog rasta plaća u javnom sektoru, a time i stalne potencijalne prijetnje po održivosti aranžmana valutnog odbora, moguća su sljedeća rješenja:

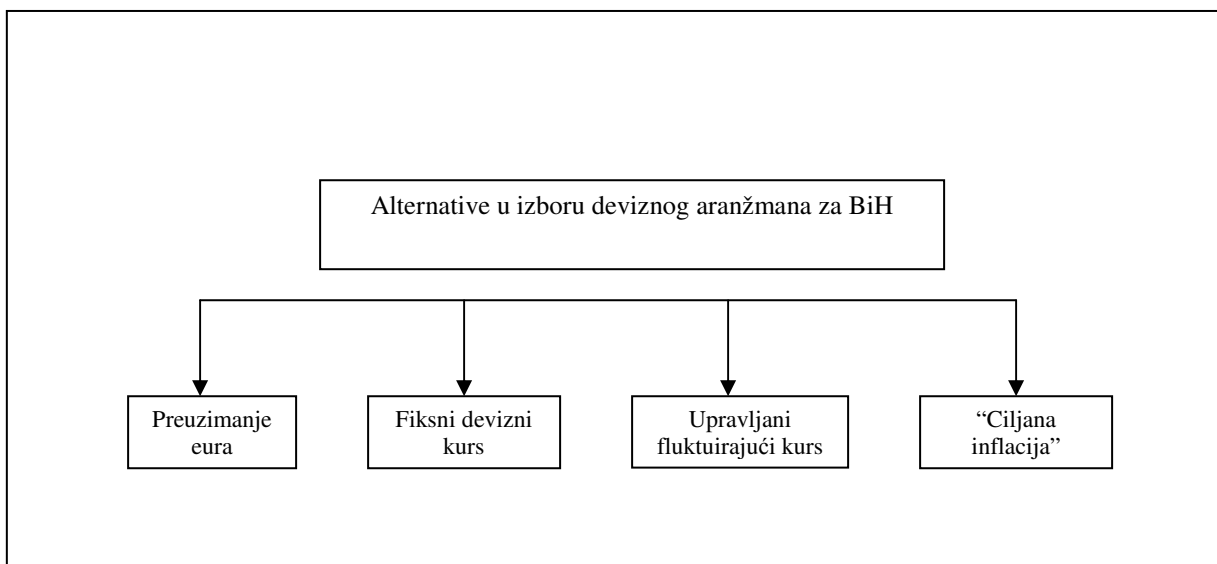
- Zaustaviti daljnji rast plaća u javnom sektoru ili barem ograničiti njihov rast u skladu sa rastom produktivnosti. Ovo rješenje izgleda ekonomski ostvarivo i realno u trenutnoj situaciji bh. ekonomije. Spriječiti dalji rast plaća u javnom sektoru – uglavnom motivirano nastojanjem da se sačuva socijalni mir – značajno je radi monetarne i fiskalne stabilnosti BiH.
- Omogućiti preraspodjelu nivoa i iznosa plaća unutar javnog sektora. To bi također moglo biti ekonomski opravdano i ostvarivo rješenje. Raspon plaća bi trebao biti u skladu sa produktivnošću ekonomskih djelatnosti u javnom sektoru, tako da produktivnije djelatnosti imaju mogućnost isplatiti više plaće, i obratno.
- Smanjenje broja radnika u javnom sektoru. Učešće radnika u javnom sektoru u ukupnom zvaničnom broju zaposlenih veoma je visoko (35%), što doprinosi značajno smanjenju produktivnosti tog sektora. Smanjenjem broja radnika u sektoru došlo bi ne samo do povećanja njegove produktivnosti, nego bi moglo doći i do smanjenja veoma jakog pritiska na potrošnju – kako javnog sektora, tako i ukupnu privatnu potrošnju. Međutim, to bi moglo imati vrlo značajne posljedice u vidu značajnog povećanja nezaposlenosti u kraćem periodu, što bi onda moglo predstavljati novi problem za ekonomiju.
- Omogućiti da tržište vodi rast plaća u javnim preduzećima. Vidjeli smo da su se nakon privatizacije preduzeća u industriji i uslugama, nakon 2003. godine, trendovi rasta plaća i produktivnosti, poboljšali. Dakle, trebalo bi omogućiti ako ne privatizaciju, a onda bar viši stupanj konkurencije u drugim segmentima javnih djelatnosti, što bi se svakako odrazilo da plaćerastu u skladu sa razvojem produktivnosti.
- Deflacija. Ako se rast plaća ne može smanjiti ni na koji od gore opisanih načina, postoji mogućnost da se plaće nominalno smanje kroz deflaciju. To se naravno može ostvariti samo kroz fiskalnu kontrakciju i stvaranje značajnog suficita, što bi dovelo do smanjenja potrošnje, uvoza, time do smanjenja proizvodnje i investicija, i posljedično do recesije. To bi utjecalo na rast nezaposlenosti i dovelo do smanjenja plaća, što bi u konačnici izazvalo smanjenje općeg nivoa cijena, tj. deflaciju. Međutim, ekonomski ovo je veoma skupo rješenje, jer podrazumijeva velike makroekonomske troškove i rizike.
- Devalvacija. Postoji mogućnost smanjenja nivoa plaća putem devalvacije, tj. promjenom fiksnog pariteta između eura i KM, koji nije promijenjen od 1998. godine. To bi značilo smanjenje vrijednosti KM u odnosu na euro, pa prema tome i u odnosu na valute naših najznačajnijih trgovinskih partnera. To bi dovelo do smanjenja cijena proizvoda izraženih u domaćoj valuti, zbog čega bi naš izvoz bio jeftiniji, a uvoz skuplji, što bi u izvjesnoj mjeri (u zavisnosti od cjenovne elastičnosti potražnje za izvozom i uvozom) dovelo do povećanja izvoza i smanjenja uvoza. S druge strane, to bi izazvalo povećanje kamata i smanjenje investicija, što bi moglo imati recesivni efekt. Međutim, devalvacija u mnogim tranzicijskim zemljama, uključujući BiH, nije dugoročno rješenje problema jer zbog značajnih priliva stranog kapitala, suočene su sa permanentnim aprecijacijskim pritiscima, nakon kojih bi se morala ponovo devalvirati domaća valuta. To bi naravno značajno utjecalo na kredibilitet monetarnih vlasti i inflacijska očekivanja.

4) Potencijalne izlazne strategije u slučaju BiH

Šire gledano, postoji problem u razmatranju pitanja strategije napuštanja aranžmana valutnog odbora. Pregled zakonodavstva šest savremenih aranžmana valutnih odbora potvrđuje da nijedan od njih jasno ne predviđa način na koji se može napustiti ovakav režim. Odsustvo izlaznih kaluzula uobičajeno je radi cilja zbog kojeg se u osnovi uspostavljanja aranžmana valutnog odbora, a kojim se prije svega, nastoji ostvariti kredibilitet i konzistentnost monetarnog režima. Otuda odredbe o aranžmanima valutnog odbora sadrže jasno opredjeljenje za nepostojanje izlazne strategije. Propis kojim se „vezuju ruke“ monetarnih vlasti a istovremeno im se daje mogućnost izlazne klauzule vjerovatno neće postići željenu kredibilitet.

Međutim, u jednom trenutku moglo bi se postaviti pitanje izlaza iz aranžmana valutnog odbora. To bi moglo biti rezultat sve većih problema vezanih za njegovu održivost, ili bi jednostavno mogao postati neodgovarajući aranžman u novim ekonomskim okolnostima zemlje, npr. ako BiH postane članica Evropske monetarne unije (EMU). U tim slučajevima potencijalne alternative koje stoje na raspolaganju Centralnoj banci BiH nalaze se u rasponu od preuzimanja eura do prelaska na režim poznat kao „ciljana inflacija“ (engl. *inflation targeting*). Različite alternative su predstavljene i detaljnije razmotrene u daljem tekstu.

Slika 11: Alternative u izboru deviznog aranžmana za BiH



- Zadržati valutni odbor do pristupanja EMU. Prvi, i zapravo, jedini prirodna izlazna strategija u slučaju BiH je zadržati valutni odbor do 2017. godine, nakon čega bi BiH trebala pristupiti EMU i uvesti euro kao svoju valutu. Dobri primjeri toga su baltičke zemlje (Litvanija i Estonija) i Bugarska, koje su uspjele zadržati valutni odbor preko deset godina i planiraju usvojiti euro bez prolaska kroz druge aranžmane. Naravno, da bi ovakav scenario uspio, BiH mora održati rast plaća pod kontrolom, u skladu sa rastom produktivnosti, jer njena vanjska konkurentnost ne smije biti pogoršana, što bi u određenom trenutku moglo ugroziti održivost deficita tekućeg računa. Zatim, neophodno je nastaviti održavati, kao što je to bio slučaj do sada, fiskalnu disciplinu i uspješno upravljanje vanjskim dugom, kao i osigurati fleksibilnost cijena u zemlji. Sve ovo treba osigurati da bi se zadržao aranžman valutnog odbora.
- Mogućnost jednostranog preuzimanja eura prije ulaska u Eurozonu, kao u slučaju Crne Gore, nije strategija koja se otvara za BiH. Evropska centralna banka bi se tome oštro usprotivila i insistirala

bi na ispunjavanju kriterija iz Mاستrihta u periodu prije pristupanja. Svaka buduća zemlja članica mora ispuniti kriterije iz Mاستrihta i proći kroz fazu deviznog mehanizma II (ERM II), pa tek tada postati punopravan član EMU i preuzeti euro kao vlastitu valutu.

- Različite forme fiksnih deviznih kurseva: upravljani fiksni devizni kurs, puzajući paritet i puzajući pojas. Ovi monetarni aranžmani nemaju za cilj samo dostizanje određenog nivoa inflacije, nego bi trebali i kontrolirati i utvrđivati, kao svoj cilj, određene stope rasta monetarnih agregata i određeni nivo kamate. Instrumenti koje koriste su svi instrumenti monetarne politike koji su na raspolaganju, npr. obavezne rezerve, utvrđivanje diskontne stope, sterilizacija, i operacije na otvorenom tržištu. Ovo su uglavnom represivni sistemi (tipičan primjer je sistem u Hrvatskoj), koji pokušavaju držati pod kontrolom sve varijable i „braniti“ određeni fiksni kurs, ali mogu imati vrlo negativne posljedice za rast realnog sektora (proizvodnja, investicije). U slučaju BiH, ovo bi bilo vrlo destimulirajuće rješenje, s obzirom da nam treba aranžman koji će ne samo osigurati makroekonomsku stabilnost zemlje, nego i dati inicijativu za razvoj njenog realnog sektora.
- Fluktuirajući devizni kurs, kao npr. „ciljana inflacija“ (endl. *inflation targeting*). U ovom monetarnom aranžmanu jedini cilj monetarne politike je određeni željeni nivo inflacije, dok je kamata jedini instrument monetarne politike koji se koristi.

Način na koji ovaj sistem funkcionira najlakše je objasniti pomoću Taylorovog pravila (vidjeti Taylor (1993)):

$$i = a(p - p_t) + b(y - y_t) + c$$

i = kamata koju kontrolira Centralna banka

p = stvarna stopa inflacije

p_t = potencijalna (ciljana) stopa inflacije

a = koeficijent efikasnosti monetarne politike između kamatne stope i stope inflacije

y = stvarna stopa rasta bruto domaćeg proizvoda

y_t = potencijalni rast bruto domaćeg proizvoda

b = koeficijent efikasnosti monetarne politike između kamatne stope i stope rasta BDP-a

c = stvarna kamatna stopa

Da bi navedeno Taylorovo pravilo funkcioniralo, i da bi ga Centralna banka primijenila u procesu upravljanja monetarnom politikom, moramo znati koja je potencijalna – neinflacijska – stopa rasta BDP-a kojom se može ostvariti željena stopa inflacije. Takođe moramo znati koeficijente koji pokazuju za koliko moramo povećati ili smanjiti kamatnu stopu da bi inflacija mogla dostići željeni nivo. Najlakši način za razumijevanje toga je korištenjem sljedećeg primjera: Ako koeficijent a iznosi 0,5 a tekuća stopa inflacije je $p=4$, željena stopa inflacije iznosi $p_t=2$, a stvarna kamatna stopa je 2, tada nominalna kamatna stopa centralne banke treba biti 4. Da je rezultat, na primjer, 3, tada bi povećanje trebalo biti za 1.

Međutim, moramo usaglasiti mjeru koju preduzima Centralna banka sa potencijalnim rastom BDP-a. Drugim riječima, moramo znati i koeficijent b koji ukazuje na to koliko moramo povećati ili smanjiti kamatnu stopu da bi dostigli potencijalni nivo rasta BDP-a, koji u isto vrijeme nije inflacijski i ne ugrožava osnovni cilj, a to je željena stopa inflacije.

Tako ako je $b=0,5$, a znamo da je stopa rasta BDP-a prethodne godine bila 5%, a stopa inflacije 4%, dok je potencijalna stopa rasta BDP-a 3%, kojom se može ostvariti željeni nivo inflacije od 2%, tada je jasno da se kamatna stopa mora povećati za 1% kako bi se ostvarila ova dva cilja.

Međutim, za ilustraciju, uzeli smo veoma jednostavan primjer, gdje smo ostvarili dva cilja jednom jedinom mjerom (u ovom slučaju inflacija je bila primarni, a BDP sekundarni cilj), što je u stvarnosti vrlo teško ostvariti, jer odnosi između varijabli su mnogo složeniji.

Zbog toga je jasno da se ovaj monetarni aranžman može primijeniti samo u zemljama u kojima postoji dugogodišnje iskustvo u upravljanju monetarnom politikom, i gdje postoje vrlo dobri makromodeli, kao i odnosi između pojedinih makrovarijabli na osnovu kojih se mogu izračunati pouzdani koeficijenti, što u slučaju BiH još nije moguće.

Zbog toga je u slučaju BiH jedina prirodna strategija, koja bi izazvala najniže oportunitetne troškove za ekonomiju – na njenom putu ka članstvu u EU i pristupanju EMU – je zadržati aranžman valutnog odbora i zaštititi ga od svih potencijalnih rizika i opasnosti, na koje smo u ovom dokumentu pokušali, barem djelimično, ukazati.

5) Rezime i zaključak

Glavni cilj ovog dokumenta bio je izvršiti ocjenu potencijalnih opasnosti po održivost aranžmana valutnog odbora, i eventualne izlazne strategije u slučaju BiH.

S obzirom na ustrajno visok deficit tekućeg računa, suštinsko pitanje po održivost aranžmana valutnog odbora u BiH vezano je za vanjsku konkurentnost, što zavisi od razvoja i fleksibilnosti tržišta rada. Zbog toga je potrební preduvjet za njegovu održivost da produktivnost radnika raste brže nego bruto plaće u ekonomiji kao cjelini, i njenim glavnim sektorima.

Rezultati analize doveli su nas do zaključka da je aranžman valutnog odbora u BiH održiv dugoročno, pod uvjetom da se uspostavi efikasna kontrola nad brzim rastom plaća u javnom sektoru koji je zabilježen u proteklím godinama u BiH.

Prema uvjetima za održivost koje smo analizirali, postoji konstantno brži rast plaća nego produktivnosti u ekonomiji BiH, što je pokazatelj potencijalnog inflatornog pritiska. Analiza je također pokazala da su plaće previsoke u odnosu na stupanj razvoja BiH u usporedbi sa drugim zemljama koje su bile razmatrane.

Pored toga, utvrdili smo da je glavni uzrok ovog potencijalnog inflatornog pritiska u ekonomiji brzi rast plaća u javnom sektoru. Kako plaće u tom sektoru stalno rastu brže nego produktivnost rada, ovaj sektor je glavni pokretač potencijalnog inflatornog pritiska i uzrok slabljenja konkurentnosti u BiH ekonomiji. To nije zanemarljiva činjenica, imajući u vidu veličinu i utjecaj javnog sektora na rast plaća u drugim dijelovima ekonomije.

To dobro ilustrira činjenica da 35% zvanično zaposlenih u BiH radi u djelatnostima javnog sektora. To iznosi 22% zaposlenih u industriji i čak 51% u uslužnom sektoru. To nam jasno ilustrira na koji način je javni sektor mogao direktno utjecati na rast plaća u ekonomiji BiH.

Takođe smo vidjeli da kada iz industrije i usluga isključimo djelatnosti u javnom vlasništvu, preostale djelatnosti u privatnom vlasništvu bilježe kontinuirani relativni pad troška rada, i povećanje konkurentnosti koja je ključna za održivost deficita tekućeg računa i odatle i za paritet između eura i KM. Postoji jasan odnos između smanjenja učešća javnog vlasništva u sektoru i rasta pokazatelja njegove konkurentnosti.

Potencijalna prihvatljiva i ostvarljiva rješenja sa stajališta ekonomskih politika za očuvanje aranžmana valutnog odbora od navedenog rizika brzog rasta plaća mogu biti: ograničavanje rasta plaća u javnom sektoru u skladu sa rastom produktivnosti u tom sektoru, ili omogućavanje preraspodjele zaposlenosti i plaća u javnom sektoru u skladu sa njihovom produktivnošću. Ako neko od ovih rješenja se ne omogući, a rast plaća se nastavi, postoji mogućnost smanjenja plaća putem deflacije ili devalvacije. Međutim, ova rješenja bi mogla ekonomski biti veoma skupa za BiH zbog recesionarnih efekata koji su s njima povezani.

Jedina prirodna strategija izlaska iz aranžmana valutnog odbora, koja bi izazvala najniže oportunitetne troškove za bh. ekonomiju, je održati aranžman valutnog odbora do ulaska u euro zonu. Zbog toga je neophodno da se očuva od svih potencijalnih rizika.

U ovom dokumentu razmotrili smo osnovne uvjete za dugoročnu održivost valutnog odbora u BiH. Buduće istraživanje može razmotriti druge probleme s kojima bi se aranžman valutnog odbora mogao suočiti. Ima još pitanja koja bi se mogla rješavati u budućnost, u smislu njihovog utjecaja na održivost aranžmana valutnog odbora u BiH.

- Utjecaj upravljanja javnim dugom na održivost aranžmana valutnog odbora. Jedno od otvorenih pitanja je problem ogromnog unutrašnjeg duga u BiH. Nekoliko je scenarija za rješavanje ovog problema i ocjenjivanje utjecaja koje on može imati na makroekonomsku stabilnost u BiH. Direktni utjecaj na održivost aranžmana valutnog odbora mogao bi biti značajno širenje novca u širem smislu (M2) u procesu podmirenja javnog duga. Vladine obveznice koje će se izdavati bi, po definiciji, postale dio M2. To bi dovelo do smanjenja pokrivenosti M2 stranim rezervama, što bi izazvalo opadanje sigurnosti valutnog odbora. Potencijalni problemi vezani za pitanje unutrašnjeg duga, koji mogu direktno utjecati na održivost aranžmana valutnog odbora, predstavljaju probleme buduće fiskalne discipline, kao i uloga Centralne banke BiH u tom procesu, i utjecaj koji bi ona imala na kamatne stope u finansijskom sektoru kao medijator u ovom procesu.
- Utjecaji neadekvatne procjene kreditnih rizika na održivost. U situaciji aranžmana valutnog odbora, kao i u okviru aranžmana fiksnih deviznih tečajeva, Centralna banka garantira za potencijalni devizni rizik. To može dovesti do toga da komercijalne banke ne vrše adekvatnu zaštitu od tog rizika, što dovodi do toga da pogrešno procijene i potcijene i svoj kreditni rizik. To može, s jedne strane, povećati rizik da se neke vrste zajmova neće moći naplatiti po dospeljeću, te s druge strane može povećati potrošnju iznad očekivanih prihoda, što može dovesti do naglog povećanja inflatornog pritiska.
- Troškovi održavanja aranžmana valutnog odbora za ekonomiju BiH. Aranžman valutnog odbora dolazi sa oportunitetnim troškovima, tj. troškovima koji su za njega specifični. Direktni troškovi održavanja aranžmana valutnog odbora u BiH su:
 - 1) Troškovi održavanja visokih stranih rezervi potrebnih za pokriće obaveza Centralne banke BiH.
 - 2) Troškovi nerazvijenog novčanog tržišta u BiH.
- Izazovi ulaska u Eurozonu i usvajanja eura u slučaju BiH. Direktan ulazak u Eurozonu iz aranžmana valutnog odbora mogao bi se pokazati kao nedostatak za zemlju, jer se ne može osloniti na pozitivan aspekt ERM II perioda u periodu pristupanja. Zapravo, ulaskom u Eurozonu bez ERM II, zemlja gubi šansu da korigira potencijalno nepravilno usklađen paritet.

Dodatak

Razlike u nadležnostima između savremenih valutnih odbora i tradicionalnih valutnih odbora

Zemlje koje imaju savremeni aranžman valutnog odbora u mnogo slučajeva ne uvoze jednostavno monetarnu politiku zemalja za čiju se valutu vežu pomoću prethodno opisanih mehanizama prijenosa (vidi podnaslov 2.1.). One, u stvari, zadržavaju neke elemente diskrecione monetarne politike, uglavnom pomoću instrumenata obaveznih rezervi i zajmodavca u krajnjoj instanci (engl. *lender of the last resort*). Pitanje je ovdje kako postići pravilan odnos između kredibiliteta aranžmana valutnog odbora i zadržavanja sposobnosti da se utiče na ponudu novca, kamatne stope i inflaciju.

U nastavku teksta dajemo kratak pregled razlika u nadležnostima savremenih aranžmana valutnog odbora i teoretskog usporednog standarda ortodoksnog aranžmana valutnog odbora, razvijanjem indeksa prethodno preuzetih obaveza (engl. *index of the pre-commitment*).¹² Do ovog indeksa se došlo analizom zakonodavnih okvira i djelovanja monetarne politike savremenih aranžmana valutnog odbora: Argentine (do 2001.), Bugarske, Bosne i Hercegovine, Estonije, Hong Konga i Litvanije. Za okvire koji značajno odstupaju od teoretskog usporednog standarda, analiza ističe posebnosti procedura u tim zemljama.

Aranžmani valutnog odbora suočeni su sa teoretskim usporednim standardom iz literature i rangiran prema jednom sintetičkom indeksu prethodno preuzetih obaveza (engl. *index of the pre-commitment*). Ovaj indeks kvantitativno određuje varijacije u institucionalnom dizajnu valutnog odbora kojim se obuhvataju elementi autonomije i transparentnosti. Indeks utvrđuje karakteristike vezane za kredibilitet CBAu okviru sedam uslova: jasna zakonska osnova, kvalitet pokrivenosti rezervnom valutom, pokrivenost monetarnih agregata, potraživanja po rezervama, operativna autonomija, transparentnost i odgovornost, te procedure za prestanak režima i izlazne kaluzule (engl. *escape clauses*).

Vrijedi spomenuti da postoje dvije osnovne slabosti u smislu preporuke politikama, a koje se oslanjaju na analizu temeljenu na vrijednosti indeksa. Od tih slabosti prva je osjetljivost rezultata na shemu ponderiranja. Izabrana shema ponderiranja je općenito neutralna, jer je svakoj od gore navedenih sedam uslova dana jednak ponder. Druga slabost analize zasnovane na indeksima odnosi se na gubitak informacija kada se različiti elementi kombiniraju u jedan složeni indikator. Zaključak dobiven iz ovih rezultata može biti ujedno pojednostavljen i može da navodi na krive odluke. Zbog toga se ukupna vrijednost indeksa pripisana svakom od aranžmana valutnog odbora u uzorku treba koristiti samo da se dobije ideja rangiranja. Fokus ove analize mora ostati na individualnim komponentama indeksa i relativnim odstupanja svakog od aranžmana valutnog odbora u uzorku u odnosu na teoretski usporedni standard.

U narednim tabelama razrađuje se niz mogućnosti, od teoretskog usporednog standarda do minimalnog uvjeta da se neki aranžman smatra aranžmanom valutnog odbora. Pod svakim naslovom koji je gore definiran, teoretskom usporednom standardu dodijeljena je maksimalna vrijednost $1/n$, gdje je n broj potkriterija u svakoj od sedam grupa karakteristika aranžmana valutnog odbora. Minimalnom uvjetu, koji je još uvijek strožiji nego drugi fiksni devizni režimi, dodijeljena je vrijednost nula.

¹² Metodologija i usporedbe date u ovom podnaslovu ovog dokumenta preuzete su iz radnog materijala Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) autorice Camilleri Gilson, M.T., (2004.) pod naslovom "*An Institutional Framework for Comparing Emerging Markets Currency Boards*" ("Institucionalni okvir za usporedbu valutnih odbora tranzicijskih tržišta"). Budući da vjerujemo da je za čitaoca navedena analiza veoma korisna, upućujemo ga na navedeni rad za više detalja.

Indeks usvaja binarni pristup konvertibilnosti, jer je priroda preuzetih obaveza ono što je relevantno, a ne niz mogućnosti.

Tabela 1: Jasna zakonska osnova

Jasna zakonska osnova	Teoretski usporedni standard	Minimalni uvjet
1.a. Pozivanje na aranžman valutnog odbora (CBA)	Jasna i izričita definicija CBA = 1/4	Indirektno izveden iz opisa monetarne politike = 0
1.b. Cilj valutne stabilnosti	Primarni cilj utvrđen zakonom = 1/4	Ne spominje se direktno, nego među drugim ekonomskim politikama i ciljevima = 0
1.c. Obaveza pokrića rezervom	Jasno utvrđena vrsta rezervi i ciljnih agregata = 1/4	Nema izričitog definiranja novčanih agregata ili rezervi = 0
1.d. Mjere vezano za konvertibilnost	Dvosmjerna konvertibilnost, potpuni pristup, nema troškova transakcija ili marže = 1/4	Ograničena konvertibilnost/pristup, prisustvo transakcijskih troškova ili marže = 0
Raspon vrijednosti za kriterij	1	0

Što se tiče potkriterija 1.a, aranžman valutnog odbora u Bosni i Hercegovini je jedini režim koji je kao takav direktno naveden u zakonu. Svi drugi su izvedeni iz opisa monetarnog pravila i deviznih režima sadržanih u zakonskim aktima.

Pod 1.b. jedini propis o aranžmanu valutnog odbora koji izričito ne govori o stabilnosti valute kao primarnom cilju je zakon Hong Konga.

Pod 1.c., svi zakoni direktno govore o pokrivenosti rezervama monetarnih obaveza u osnovnim odredbama.

Što se tiče uvjeta 1.d., stepen konvertibilnosti varira od zemlje do zemlje, a potpuna dvosmjerna konvertibilnost zajamčena je samo u Bosni i Hercegovini i Bugarskoj. To je slučaj i u Litvaniji gdje, pored toga, naknade koje propisuju banke imaju utvrđen najviši iznos (plafon). U Argentini je konvertibilnost zakonom zajamčena u jednom smjeru, iako je operativno bila i dvosmjerno. Isto važi i za Estoniju, uz razliku što postoji razlika deviznog tečaja. U Hong Kongu je pristup konvertibilnosti ograničen na banke koje izdaju novčanice i na njega se primjenjuje uža razlika.

Tabela 2: Kvalitet pokrivenosti rezervama

Kvalitet pokrivenosti rezervama	Teoretski usporedni standard	Minimalni uvjet
2.a. Denominacija podobnih sredstava	Rezervna valta = 1/2	Druge konvertibilne valute = 0
2.b. Likvidnost sredstava rezerve	Devizne rezerve ili kratkoročna kamatonosna aktiva = 1/2	Vladine vrijednosnice i manje likvidni instrumenti = 0
Raspon vrijednosti za kriterij	1	0

Iako bi monetarne obaveze teoretski trebale biti pokrivene rezervnom valutom, za ograničenje nestabilnosti deviznog tečaja u odnosu na treću valutu, savremeni aranžmani valutnog odbora mogu se opredijeliti za mješoviti portfelj rezervne aktive. Njen sastav treba odražavati valute najvažnijih trgovinskih partnera te zemlje.

Samo tri od šest zakona predviđaju da bi monetarne obaveze trebalo pokriti aktivom izraženom u rezervnoj valuti. Zakonima koji dozvoljavaju aktivu i u drugim valutama osim rezervne propisuju najviši iznos komponente treće valute, može se tako dodijeliti vrijednost 1/2 prema kriteriju 2.a. U Bosni i

Hercegovini rezerve su uglavnom u eurima i na druge valute se primjenjuje propisano gornje ograničenje. U Bugarskoj se zakonom naročito zahtijevaju rezerve prema devizi za koju je valuta vezana. U Estoniji je zakon predvidio dio rezervne aktive u njemačkim markama, te je kasnije izmijenjen kako bi uredio uvođenje eura. Za razliku od toga, rezerve aranžmana valutnog odbora u Hong Kongu, Litvaniji i Argentini mogu se držati u neutvrđenim stranim valutama, koje ne moraju biti rezervna valuta. Ovim trima zemljama se, stoga, dodjeljuje vrijednost nula.

Slično, pod 2.b., tri od šest zakona ne zahtijeva uzimanje u obzir likvidnosti kod pokrivenosti rezervom. Teoretski usporedni standard predviđa da se rezerve drže u formi koja nije gotovinska, zbog potrebe da se optimizira prihod od kamate u rezervnom portfelju aranžmana valutnog odbora. Zbog toga zakonima kojima se zahtijeva da rezerve moraju biti visoko likvidne i nerizične dodjeljuju se više vrijednosti u zadovoljavanju potkriterija 2.b., u usporedbi sa zakonima koji nemaju te odredbe. Prvi uključuju BiH, Bugarsku i Estoniju, dok Argentina, Hong Kong i Litvanija spadaju u drugu kategoriju. Zakonom Estonije daje se ovlaštenje aranžmanu valutnog odbora da se angažira u upravljanju aktivom, ukoliko je ispunjeno nekoliko uvjeta. To su, po redoslijedu značaja: održavanje vrijednosti likvidnosti, diverzifikacija rizika i optimizacija dobiti. Posebno je značajna činjenica da zakonski okvir važeći u Argentini nije zahtijevao da se uzme u obzir likvidnost i rizici, bez obzira na praksu da se upravljanje rezervama njene centralne banke vodi u referenci sa portfeljem usporednog standarda. Argentini je dodijeljena vrijednost nula po potkriteriju likvidnosti, jer je njena centralna banka mogla imati državne obveznice suprotno osnovnim zahtjevima za aranžman valutnog odbora (čak i ako je za njih bila propisana najviša tačka i godišnja stopa rasta).

Vrijednosti indeksa dodijeljene rezervama mogu izgledati kao da „kažnjavaju“ aranžman valutnog odbora koji je uspješan u upravljanju portfeljem. Međutim, strogo propisani zakonski uvjeti ostaju relevantni. Razlog tome je što bi u slučaju krize, aranžman valutnog odbora zahtijevao hitni pristup svojim likvidnim i slobodno konvertibilnim rezervama. Takvi uvjeti su predviđeni kako bi se ograničilo pogrešno upravljanje aktivom, posebno zbog toga što su valutni odbori često uvedeni zbog ograničenog iskustva u monetarnoj politici. Uz ekspertnost u upravljanju portfeljem, aranžman valutnog odbora može početi sa usklađivanjem ročnosti. Zbog toga bi se potpuno likvidna i nerizična aktiva držala u iznosima ekvivalentnim gotovini koja je u opticaju, dok bi se višak koji pokriva šire monetarne agregate mogao investirati u kamatonosnu aktivu.

Table 3: Pokrivenost monetarnih agregata

Monetarni agregati	Teoretski usporedni standard	Minimalni uvjet
3.a. Odabrani monetarni agregat	Novac u širem smislu = 1	Novac u užem smislu ili bazni novac = 0
Raspon vrijednosti za kriterij	1	0

Zbog finansijske inovacije, širi monetarni agregati su utvrđeni kao usporedni standard, a ne bazni novac, što dovodi do toga da ovaj kriterij zadovoljavaju samo dva aranžmana valutnog odbora u uzorku. Pokrivenost treba proširiti na depozite koji se mogu pretvoriti u gotovinu na zahtjev, zbog finansijske inovacije i smanjenja značaja uravnoteženosti bankovnog poravnanja. Druga mogućnost je da se pokrije bazni novac i da se proširi pokrivenost kako jača devizni režim, ili da se u redovnim intervalima objavljuje da je značajan dio šireg monetarnog agregata adekvatno pokriven. Zakoni kojima se predviđa pokrivenost šira od baznog novca govore o specifičnostima pojedinih država u monetarnom okviru. Aranžman valutnog odbora u Bosni i Hercegovini uključuje račune rezidenata na svojim računima, dok aranžman valutnog odbora Estonije, u okviru centralne banke, pokriva sve obaveze, uključujući sve date kolaterale. Ove dvije zemlje su dobile punu vrijednost na kriterij 3.a., dok su ostale četiri dobile vrijednost nula.

Tabela 4: Potraživanja na rezerve

Potraživanja na rezerve	Teoretski usporedni standard	Minimalni uvjet
4.a. Uloga kontrole banaka i odgovornosti „zajmodavca u krajnjoj instanci“ (engl. <i>lender of the last resort</i>)	Samo nadzorna uloga CBA, odvojena institucija koja predstavlja „zajmodavca u krajnjoj instanci“ = 1/3	Spašavanje banaka u slučaju sistematskog rizika, korištenjem prekomjerne rezerve kod banke = 0
4.b. Kliring/platni aranžmani i kontrola likvidnosti	Nema mogućnosti reeskontiranja ili kontrole likvidnosti, banke moraju uspostaviti međunarodne kreditne linije = 1/3	Privremena i izuzetna mogućnost omogućavanja likvidnosti na kraju dana solventnim bankama po kaznenim stopama = 0
4.c. Kreditiranje organa vlasti	Jasna i izričita zakonska zabrana kreditiranja vlade = 1/3	Kupovina državnih vrijednosnica po tržišnim cijenama uz određenu najvišu vrijednost = 0
Raspon vrijednosti za kriterij	1	0

Tri aranžmana valutnog odbora zadužena su za stabilnost bankarskog sistema i nisu se odrekli mogućnosti „zajmodavca u krajnjoj instanci“. Zakoni Bosne i Hercegovine i Estonije zadovoljavaju potkriterij kontrole banaka i zajmodavca u krajnjoj instanci, jer je ovim aranžmanima povjeren nadzor nad poštivanjem prudencijalnih zahtjeva od strane finansijskih institucija, bez odredaba koje predviđaju njihovo spašavanje u slučaju krize, kao što je bio slučaj i u Argentini. U Estoniji se mogu davati zajmovi bankama u sistemskim i vanrednim okolnostima, pod uvjetom da postoje prekomjerne rezerve u odnosu na zahtjev za pokrivenošću. Za 4.a, odnosno kategoriju kontrole banaka i odgovornostima zajmodavca u krajnjoj instanci, ove tri zemlje su, dakle, dobile punu vrijednost 1/3, dok su druga tri aranžmana valutnog odbora dobila vrijednost nula. Istina, bugarski aranžman je zadužen za stabilnost bankarskog sistema i zaštitu stediša. Litvanski aranžman valutnog odbora može davati kredite bankama u iznosu do 60 procenata vrijednosti njihovih obaveza. Zakon kojim je uređena monetarna vlast u Hong Kongu govori o obavezi da se osigura stabilnost i integritet monetarnog i finansijskog sistema.

Što se tiče učešća aranžmana valutnog odbora u kontroli likvidnosti i klirinške i platne sisteme, uzorak je podijeljen na isti način. Najstrožiji je zakon Bosne i Hercegovini kojim se ne predviđa nikakvo djelovanje novčanog tržišta. Argentina i Estonija zadovoljavaju potkriterij 4.b., i može im se dodijeliti vrijednost 1/3. U slučaju Argentine, reeskontiranje je bilo privremenog karaktera i banke su bile potaknute da uspostave vlastite međunarodne kreditne linije.

Što se tiče treće alternative potraživanje iz rezervi, u kriteriju 4.c., zakoni o aranžmanu valutnog odbora Hong Konga i Litvanije su jedini koji izričito ne zabranjuju davanje kredita vladi. Zbog toga su dobili vrijednost nula, dok su ostala četiri aranžmana dobila vrijednost 1/3.

Tabela 5: Operativna autonomnost

Operativna autonomnost CBA	Teoretski usporedni standard	Minimalni uvjet
5.a. Regulatorna nezavisnost	Nezavisnost CBA jasno utvrđena u zakonskoj osnovi = 1/4	U zakonu se ne govori direktno o nezavisnosti = 0
5.b. Odredbe o imenovanju i razrješenju	Jasni ugovorni uvjeti razrješenja = 1/4	Imenovanje na kraći rok, nejasan postupak razrješenja = 0
5.c. Nezavisnost instrumenta organa koji donosi politiku	Isključiva odgovornost = 1/4	Mora dobiti odobrenje vlade = 0
5.d. Dodjela profila	Zadržano za dodatne rezerve = 1/4	Uglavnom prenesena na vladu = 0
Raspon vrijednosti za kriterij	1	0

Svi osim jednog zakona potvrđuju nezavisnost aranžmana valutnog odbora od vlade i većina to pojačava davanjem ovlasti za donošenje politike. Izuzetak je zakon Hong Konga, kojem se zbog toga dodjeljuje vrijednost nula za potkriterij 5.a. i 5.c. Svi zakoni sadrže detaljne odredbe o imenovanju i predviđaju postupak za razrješenje guvernera i članova odbora. Zbog toga je 5.b. o odredbama o imenovanju i razrješenju, još jedan potkriterij, osim onog o obavezi pokrivenosti iz 5.c., potkriterij gdje su svi aranžmani valutnog odbora dobili punu vrijednost. Aranžman u Bosni i Hercegovini je najstrožiji u vrijeme uspostavljanja valutnog odbora. U početku nijedan državljanin BiH nije mogao biti imenovan za čelnika valutnog odbora, i taj postupak je bio u rukama MMF-a da bi se uklonile svi izričiti oblici učešća organa vlasti u proces imenovanja i razrješenja. Tranzicija ka imenovanju guvernera koji će biti državljanin BiH izvršena je bez problema 2004. godine sa konsolidacijom nezavisnosti i kredibiliteta Centralne banke.

Ovaj uzorak je podijeljen u vezi diskrecionog prava aranžmana valutnog odbora da upravlja svojim budžetom i raspodjeljuje dobit. Prema teoretskom usporednom standardu predviđeno je zadržavanje zarade od rezerve tako da aranžman valutnog odbora može dopuniti svoj račun rezerve. U drugom ekstremnom slučaju, zarada se prenosi vladi i samo minimalni dio ostaje valutnom odboru. Tačan omjer zarade koja se prenosi vladi može zavisi i od neto vrijednosti aranžmana valutnog odbora na početku njegovog rada, kao što je bio slučaj u Bosni i Hercegovini. Tamo se dobit mogla prenijeti vladi samo ako je odnos kapitala i obaveza dostigao 10 procenata. Valutni odbor u Hong Kongu, s druge strane, može prenijeti dio svoje zarade, ali nije obavezan da to uradi. U Litvaniji većina rezervi se zadržava za različite fondove i samo višak se prenosi, kao što je slučaj i u Estoniji, gdje se dobit koja se raspodjeljuje utvrđuje nakon povećanja osnovnog i rezervnog kapitala. Ove četiri zemlje, Bosna i Hercegovina, Estonija, Hong Kong i Litvanija dobile su vrijednost ¼ za potkriterij 5.d. Druge dvije zemlje, Argentina i Bugarska, dobile su rezultat nula.

Tabela 6: Odgovornost i transparentnost

Odgovornost i transparentnost	Teoretski usporedni standard	Minimalni uvjet
6.a. Odgovornost	Obavezna i detaljno razrađena u zakonu = 1/2	Zakon o njoj ne govori = 0
6.b. Transparentnost	Objavljivanje detaljnih podataka = 1/2	Objavljivanje općeg karaktera = 0
Raspon vrijednosti za kriterij	1	0

Svi aranžmani valutnog odbora, osim jednog, zadovoljavaju kriterije odgovornosti i transparentnosti kada ih zamijene obaveze izvještavanja i objavljivanja podataka. Svi zakoni propisuju objavljivanje ekonomskih podataka u određenim rokovima, a neki čak utvrđuju i postupke izvještavanja. Značajan izuzetak je Hong Kong, iako je to aranžman valutnog odbora sa najviše informacija o monetarnim i finansijskim politikama koje su dostupne javnosti.

Tabela 7: Izlazna klauzula

Izlazna klauzula	Teoretski usporedni standard	Minimalni uvjet
7.a. Aranžmani za ukidanje režima	Nema diskrecije, strogi zahtjev prema parlamentarnoj odluci = 1/2	Direktno se ne spominje = 0
7.b. Pitanja vezana za izlazak iz režima i izlazne klauzule	Jasan ili implicitan vremenski okvir i utvrđene nepredviđene situacije = 1/2	Otvorena obaveza bez detalja o izlasku = 0
Raspon vrijednosti za kriterij	1	0

Aranžmani za ukidanje režima predviđeni su u tri zakona, ali nijedan od aranžmana valutnog odbora ne sadrži jasnu klauzulu koja dopušta neispunjavanje obaveza ako se steknu ugovoreni uvjeti (klauzulu o

izlasku). Pregled klauzula o ukidanju i napuštanju režima ukazuje na to da aranžmani valutnog odbora u ovoj ocjeni ne ispunjavaju uvjete za trajan aranžman u tranzicijskim tržištima koja su predmet analize. Zaista, Estonija i Litvanija su izričito usvojile aranžman valutnog odbora u procesu tranzicije iz zone rublje ka Evropskoj monetarnoj uniji (EMU), dok je Argentina prvobitno htjela da nađe rješenje za period hiperinflacije. U Hong Kongu, aranžman valutnog odbora, imajući na umu nesigurnost vezanu za povratak ove oblasti pod kineski suverenitet, takođe predstavlja proizvod svog vremena. Uvjeti pod kojima se devizni režim može ukinuti ključni su za kredibilitet aranžmana valutnog odbora, posebno u vrijeme krize. Većina zakona ograničava diskreciono pravo vlade da se opredijeli za izlazak iz aranžmana valutnog odbora time što zahtijeva odluku parlamenta za bilo kakve izmjene, osim u Hong Kongu. Slučaj Litvanije je nejasan, jer zakon predviđa da devizni aranžman može promijeniti vlada u konsultaciji sa centralnom bankom, međutim, nema bližih odredaba o postupku rješavanja sukoba u vezi s tim.

Prema tome, ovim dvjema zemljama dodijeljena je vrijednost nula u vezi sa karakteristikom 7.a., aranžmanima za ukidanje režima. U Bugarskoj se, međutim, samo zakonom koji donese Kongres ili Narodna skupština može promijeniti ovaj režim. Isto se odnosi na zakonski okvir koji je ranije bio na snazi u Argentini. U Bosni i Hercegovini, iako zakon o aranžmanu valutnog odbora ne sadrži takvu odredbu, član IV.4.a. Ustava predviđa zakonsku osnovu za odgovornost Parlamentarne skupštine za izmjenu zakona. U Estoniji je jasno rečeno da aranžman valutnog odbora nema pravo devalvirati devizni tečaj.

Što se tiče zadnjeg potkriterija, nijednim zakonom se ne predviđa jasna klauzula izlaska, i zbog toga im se dodjeljuje vrijednost nula. Može se, međutim, reći da se pitanja vezana za izlazak iz aranžmana valutnog odbora pojavljuju u diskusijama o tom aranžmanu za baltičke zemlje i Bugarsku, vezano za pristupanje Evropskoj uniji, ili u vezi sa Bosnom i Hercegovinom, u pogledu eventualnog usvajanja valute kao „nominalnog sidra“.

2.1.1. Razmatranje rezultata indeksa prethodno preuzetih obaveza u zemljama sa valutnim odborom

U donjoj tabeli prikazana je vrijednost dodijeljena svakoj zemlji prema različitim potkriterijima zakonskog preuzimanja obaveza. Na kraju se daje ukupna vrijednost indeksa koji je dobio svaki od šest aranžmana valutnog odbora.

Tabela 8: Rezultati

Kriterij	Argentina	Bosna i Hercegovina	Bugarska	Estonija	Hong Kong	Litvanija
1. Jasna zakonska osnova						
1.a. Pozivanje na CBA	0	1/4	0	0	0	0
1.b. Cilj stabilnost valute	1/4	1/4	1/4	1/4	0	1/4
1.c. Obaveza pokrivenosti rezervama	1/4	1/4	1/4	1/4	1/4	1/4
1.d. Mjere vezano za konvertibilnost	0	1/4	1/4	0	0	1/4
2. Kvalitet pokrivenosti rezervama						
2.a. Denominacija sredstava	0	1/2	1/2	1/2	0	0
2.b. Likvidnost sredstava rezerve	0	1/2	1/2	1/2	0	0
3. Monetarni agregati						
Odabrani monetarni agregati	0	1	0	1	0	0
4. Potraživanja po rezervi						
4.a. Uloga kontrole banaka i odgovornosti zajmodavca u krajnjoj instanci	1/3	1/3	0	1/3	0	0
4.b. Kliring/platni aranžmani i kontrola likvidnosti	1/3	1/3	0	1/3	0	0
4.c. Kreditiranje organa vlasti	1/3	1/3	1/3	1/3	0	0
5. Nezavisnost CBA						
5.a. Regulatorna nezavisnost	1/4	1/4	1/4	1/4	0	1/4
5.b. Odredbe o imenovanju/razrješenju	1/4	1/4	1/4	1/4	1/4	1/4
5.c. Nezavisnost instrumenta organa koji donosi politiku	1/4	1/4	1/4	1/4	0	1/4
5.d. Dodjela profila	0	1/4	0	1/4	1/4	1/4
6. Odgovornost i transparentnost						
6.a. Odgovornost	1/2	1/2	1/2	1/2	0	1/2
6.b. Transparentnost	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2
7. Izlazne klauzule						
7.a. Aranžmani za ukidanje režima	1/2	1/2	1/2	1/2	0	0
7.b. Pitanja izlaska iz režima i klauzule za izlazak	0	0	0	0	0	0
Indeks	0.54	0.93	0.62	0.86	0.18	0.39
Napomena: Normalizirane vrijednosti indeksa definirane su kao $\sum \omega \delta_{ij}$ pri čemu je ponder ω dodijeljen svakom od sedam kriterija i iznosi $1/7$ a vrijednost dodijeljena svakom potkriteriju j je binarna, tj. nula ili $1/n$, pri čemu je n broj potkriterija u svakom od sedam kriterija (kako je dano u Tabelama od 1-7).						

Niz normaliziranih vrijednosti indeksa je jasna numerička ilustracija dominantnih razlika prema zemljama u zakonskim odredbama koje govore o aranžmanima valutnog odbora. Vrijednosti indeksa koje su dobivene iz okvira aranžmana valutnog odbora koji su bili predmet analize zanimljive su sa nekoliko

aspekata, posebno imajući na umu razliku od 0,75 između dobivenih minimalnih i maksimalnih vrijednosti. Pa ipak, o svim tranzicijskim tržištima koja su predmet ove analize govori se kao o zemljama sa aranžmanom valutnog odbora u literaturi koja razvrstava ekonomije prema njihovom deviznom režimu. Analize u kojima se uspoređuju pitanja kredibiliteta u različitim deviznim režimima mogu tako dovesti do pogrešnih zaključaka ako se ne vodi računa o ovim razlikama. To je jedan od razloga zašto ova analiza stavlja značajan naglasak na utvrđivanje koje zakonske odredbe su posebno značajne za devizni kredibilitet (npr. kvalitet pokrivenosti rezervama, alternativna potraživanja iz rezervi, nezavisnost u donošenju politike i klauzule o ukidanju aranžmana).

Rangiranje vrijednosti indeksa ističe značaj faktora specifičnih za pojedinu državu u izboru između zakonske i političke obaveze. Stvarna vrijednost indeksa koju je dobio određeni aranžman valutnog odbora ima ograničen značaj, osim toga da predstavlja kvantitativnu mjeru da izrazi koliko on odstupa od teoretskog usporednog standarda. Još je interesantno to da daje informaciju o tome koliko je strog aranžman valutnog odbora, u odnosu na institucionalni okvir koji je na snazi u drugim zemljama. U ovoj analizi utvrđeno je da aranžmani valutnog odbora služe za povećanje transparentnosti monetarne politike i politike deviznog tečaja. To se može ostvariti i redovnim objavljivanjem podataka o monetarnim i agregatima rezervi. Takođe je sugerirano da bi monetarne vlasti mogle ojačati javni konsenzus o adekvatnosti održavanja ustvrđenog pariteta za domaću valutu putem informativnih kampanja, i jačanje kredibiliteta aranžmana valutnog odbora odlučnim ponavljanjem obaveza koje su preuzeli. To može ostvariti alternativa koja podrazumjeva usvajanje okvira aranžmana valutnog odbora jednak onom opisanog u eraturi.

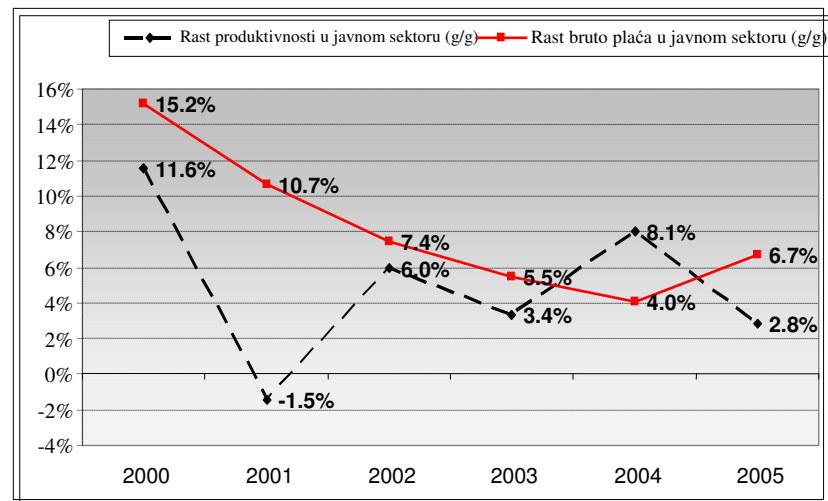
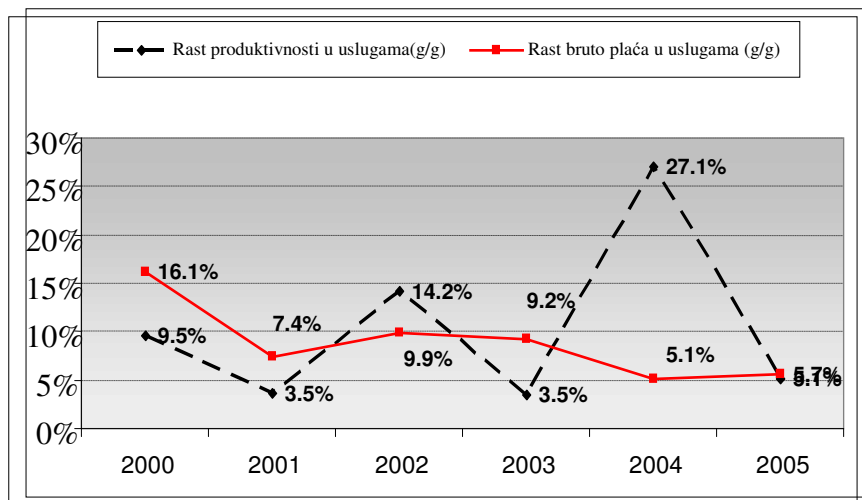
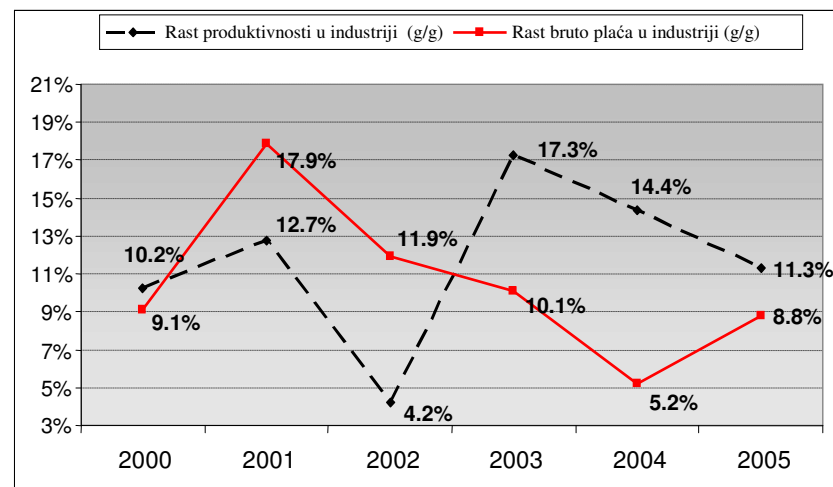
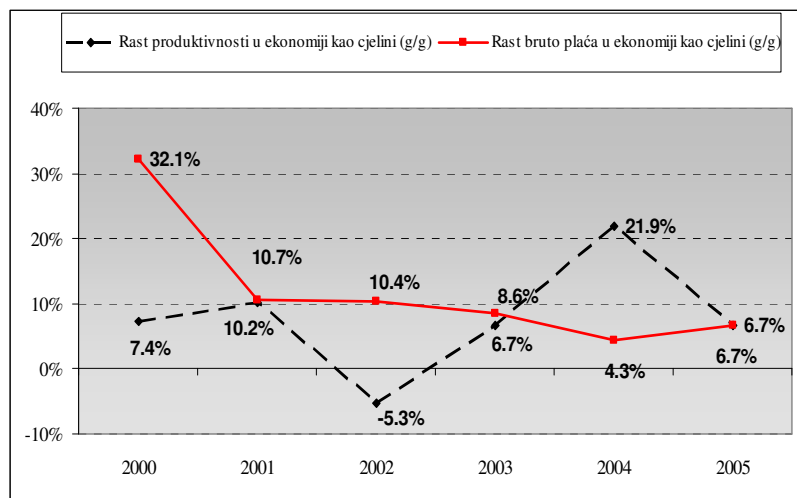
Dobiveni rezultati mogu ilustrirati premisu da, što je jača potreba za davanjem kredibiliteta deviznoj politici, to je veća vjerovatnoća za opredjeljenje za stroži okvir aranžmana valutnog odbora. Primjer Hong Konga je posebno interesantan u ovom pogledu. Zbog toga nije iznenađujuće da je vrijednost indeksa koji je valutni odbor Hong Konga dobio, najniži u uzorku. Na drugom kraju, rezultat da je aranžman valutnog odbora Bosne i Hercegovine dobio najveću vrijednost indeksa odgovara očekivanjima ove analize u pogledu tendencije ka opredjeljenju za strožiji zakonski okvir u kontekstu jačanja institucija u periodu nakon konflikta.

Rezultati dobiveni po individualnim komponentama indeksa takođe ilustriraju izvor različitih prepreka za mehanizam automatskog prilagođavanja aranžmana valutnog odbora. Uprkos fokusiranju na politiku stabilizacije u Bugarskoj, vrijednost indeksa je niža od one za Bosnu i Hercegovinu i Estoniju. Ovo je uglavnom posljedica činjenice da priroda mehanizma prilagođavanja aranžmana valutnog odbora nije strogo automatska, kao što bi bila prema teoretskom usporednom standardu. Ukupna vrijednost indeksa za aranžman valutnog odbora koji je bio na snazi u Argentini do nedavno, takođe je niža, zbog uključivanja domaćih vrijednosnih papira vlade u okviru rezervne aktive. I na kraju, rezultat koji je postigao aranžman valutnog odbora Litvanije je niži, jer je „kažnjen“ zbog toga što nije isključio mogućnost davanja kredita bankama i vladi, u skladu sa definicijom indeksa.

Potrebno je spomenuti da nijedan od aranžmana valutnog odbora koji su analizirani nije izričito riješio nesigurnost vezanu za izlazne klauzule. Dok je pregled zakona šest tranzicijskih tržišta potvrdio da većina zakona direktno ili indirektno sadrže osnovne odredbe o aranžmanu valutnog odbora, nijedan od njih jasno ne predviđa kako napustiti taj režim. Nepostojanje klauzule o izlasku sadržano je u cilju zbog kojeg je uspostavljen aranžman valutnog odbora, a to je postizanje pozitivne reputacije i rješavanje problema nedosljednosti. I zaista, zakon o aranžmanu valutnog odbora koji s jedne strane „vezuje ruke“ monetarnim vlastima, a s druge im strane istovremeno ostavlja mogućnost da lako pronađu izlaz iz aranžmana neće im omogućiti adekvatan kredibilitet.

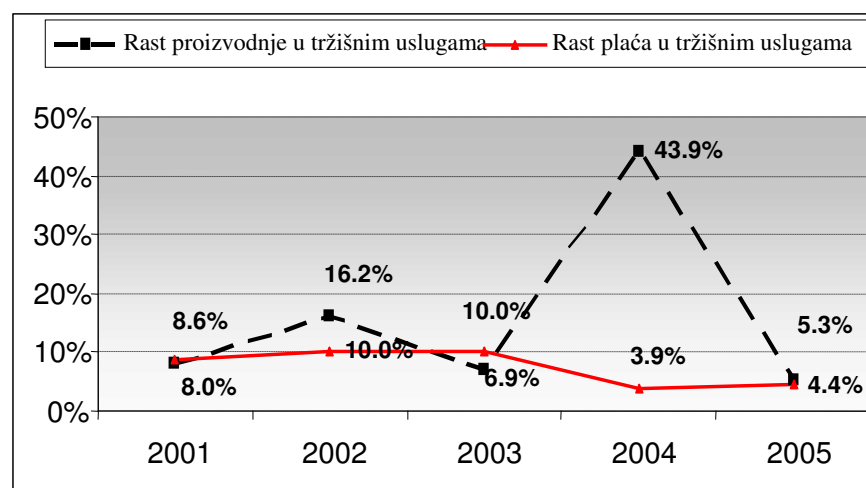
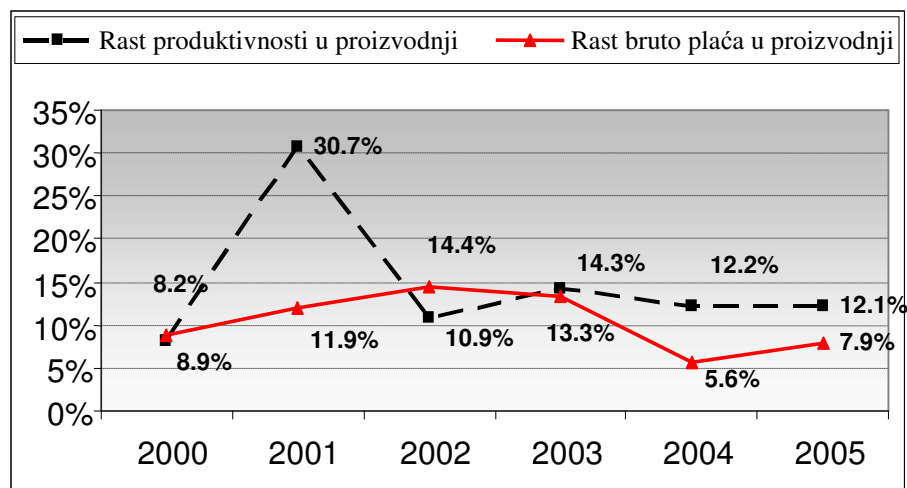
Detaljan pregled dinamike godišnjih stopa rasta plaća i produktivnosti

Scenario 1: Godišnje stope rasta produktivnosti i plaća u BiH (ekonomija u cjelini, industrija, usluge i javni sektor)



Izvor: Agencija za statistiku BiH, Zavodi za statistiku FBiH i RS; izračun autora

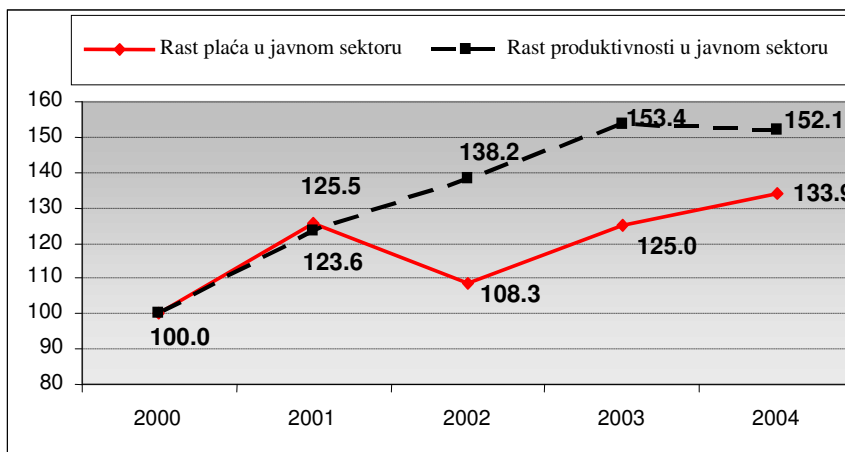
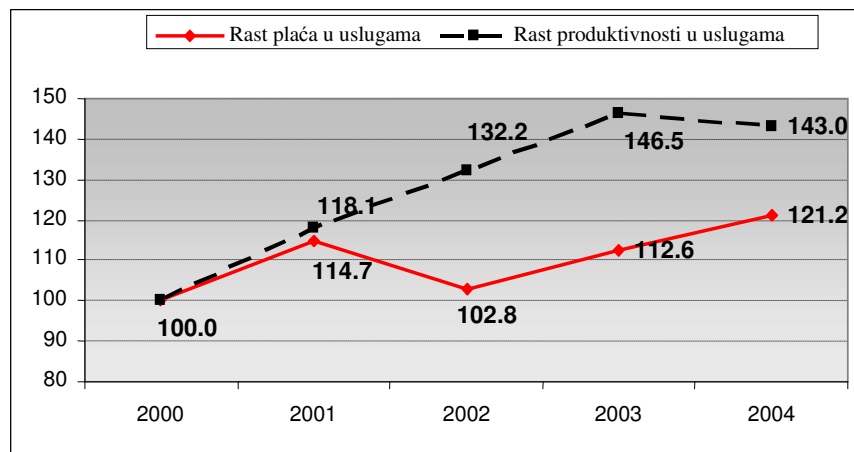
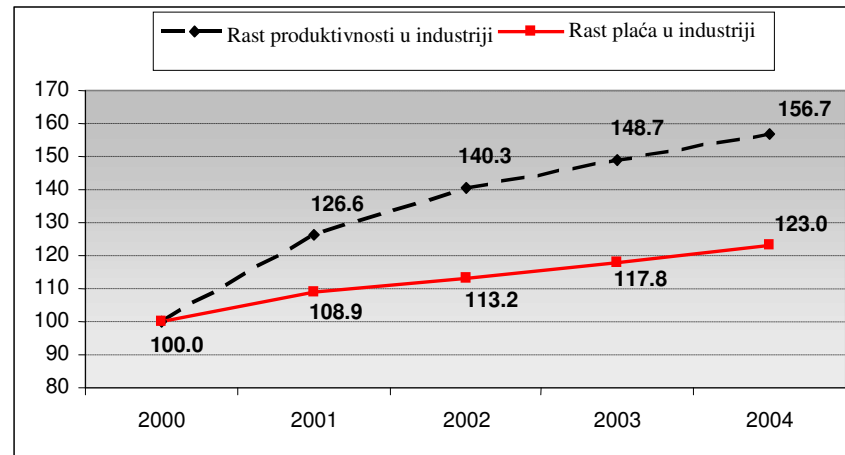
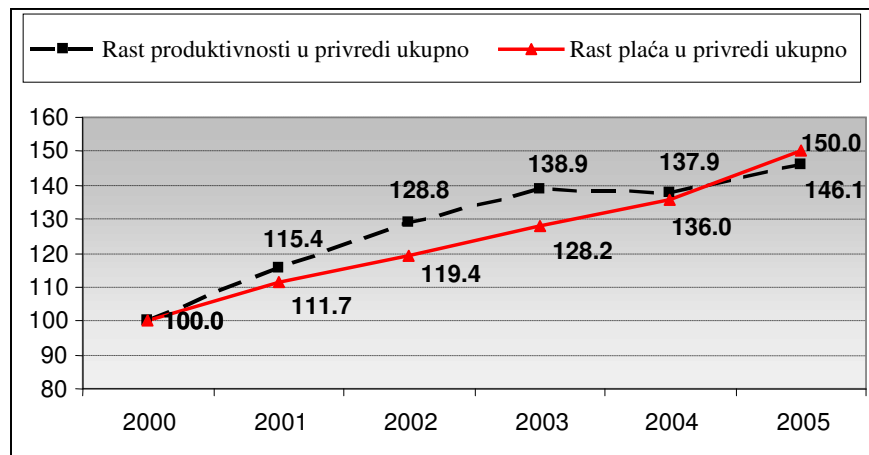
Scenario 2: Godišnje stope rasta produktivnosti i plaća u industriji i uslugama u BiH
(isključujući javne djelatnosti)



Izvor: Agencija za statistiku BiH, Zavodi za statistiku FBiH i RS; izračun autora

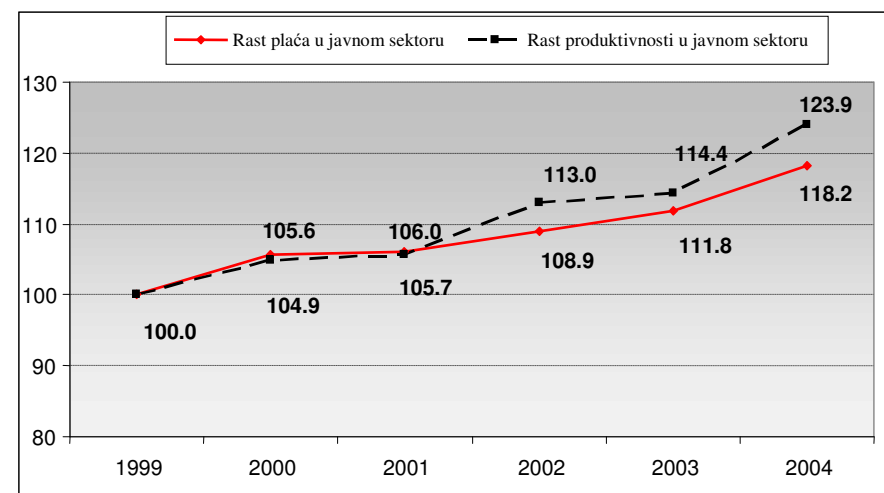
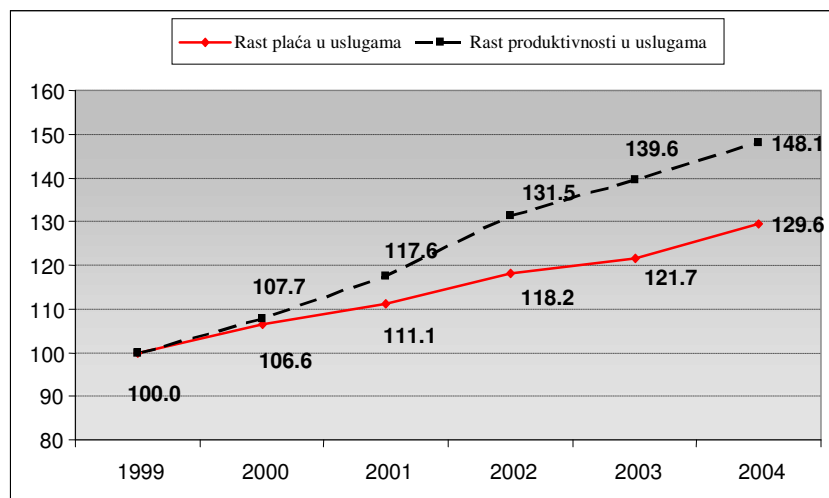
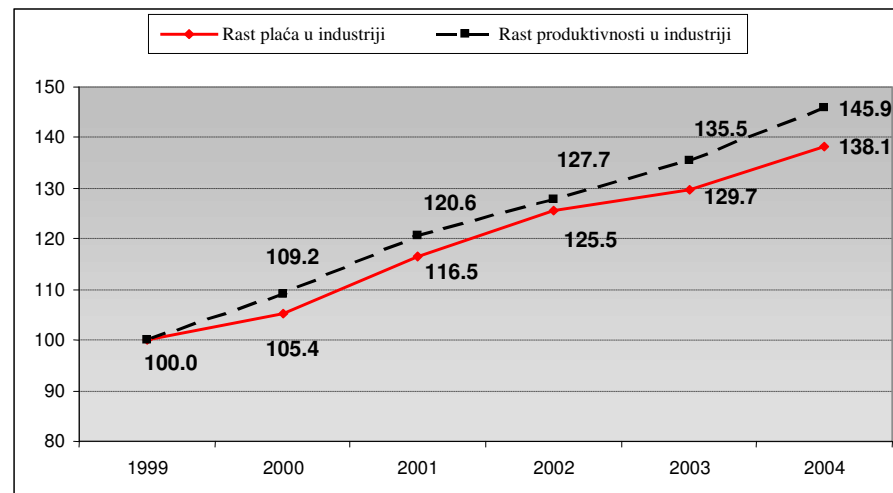
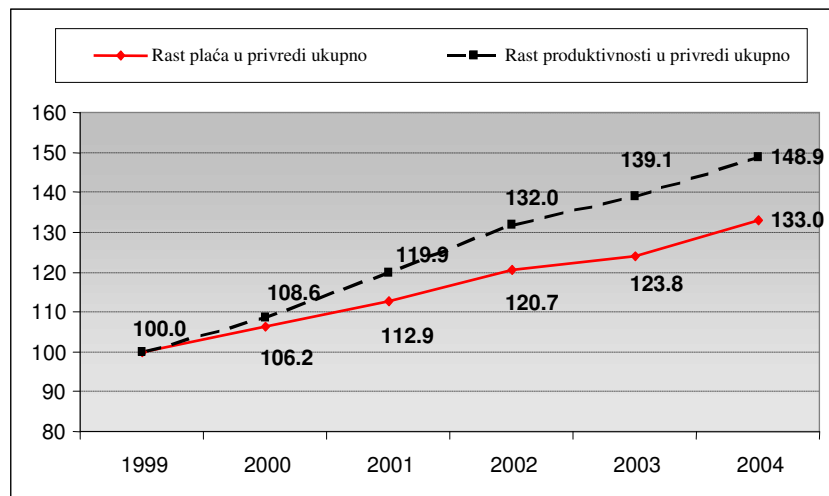
Detaljan pregled dinamike rasta produktivnosti i plaća u zemljama Jugoistočne Evrope:

Bugarska (2000=100):



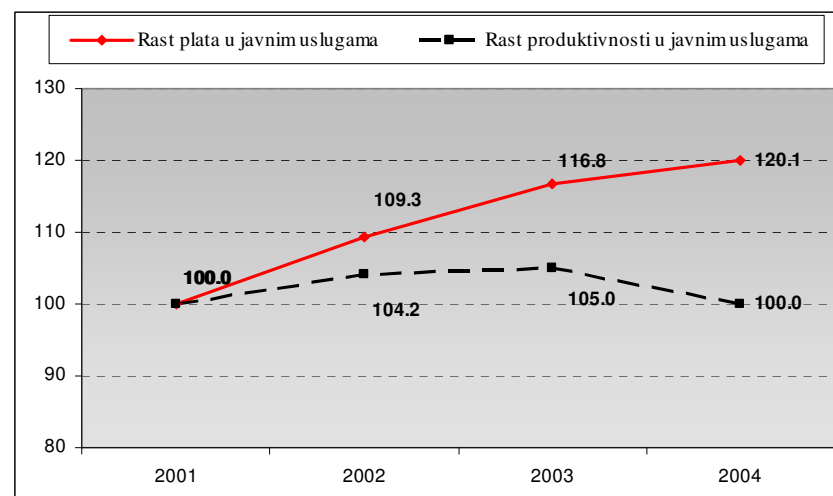
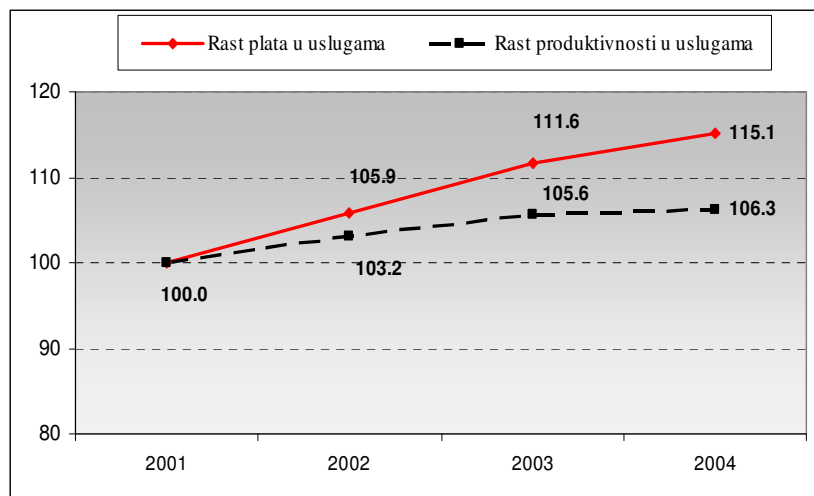
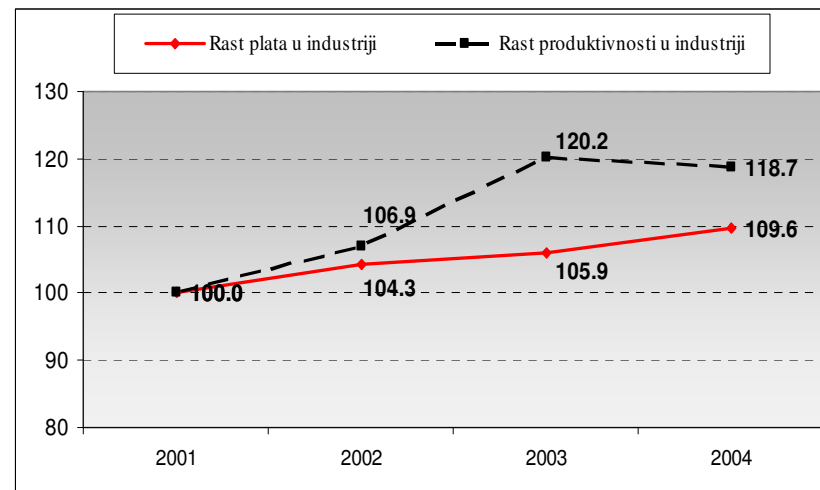
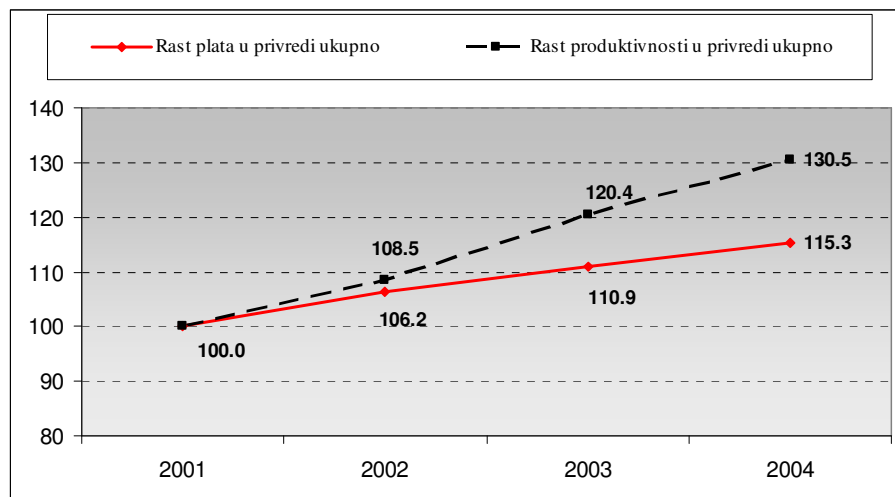
Izvor: Državni institut za statistiku Bugarske; izračun autora.

Hrvatska (1999=100):



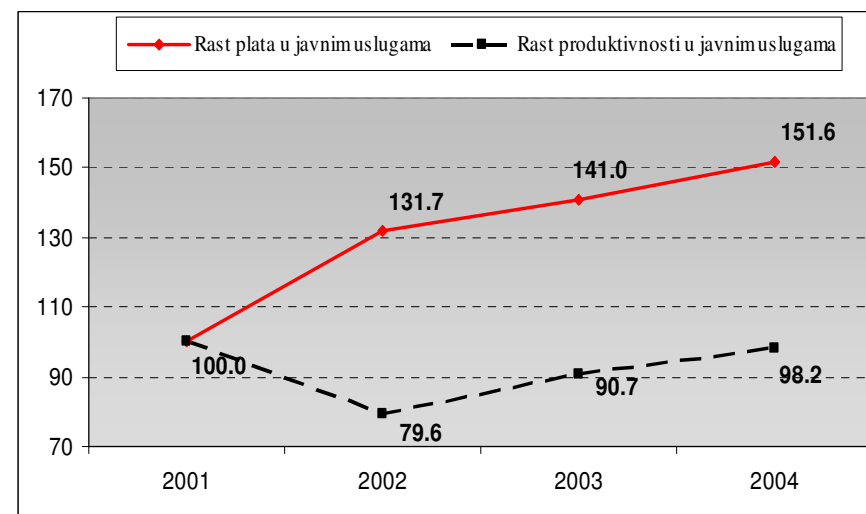
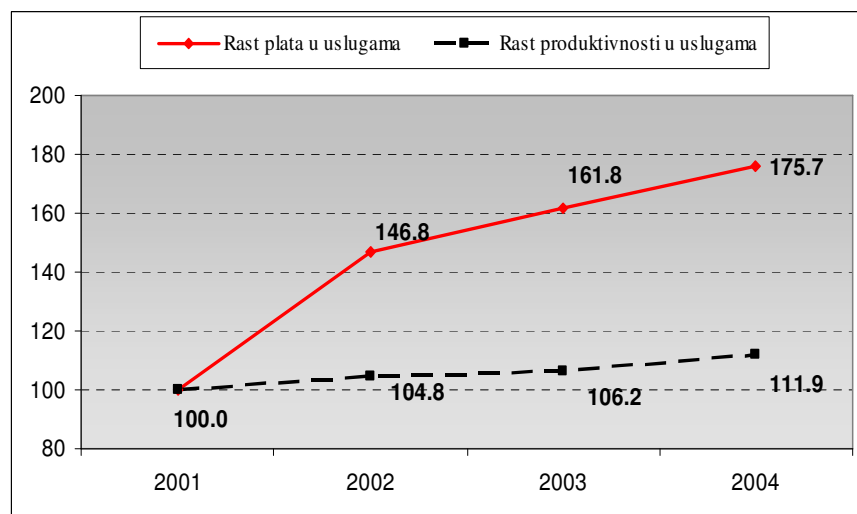
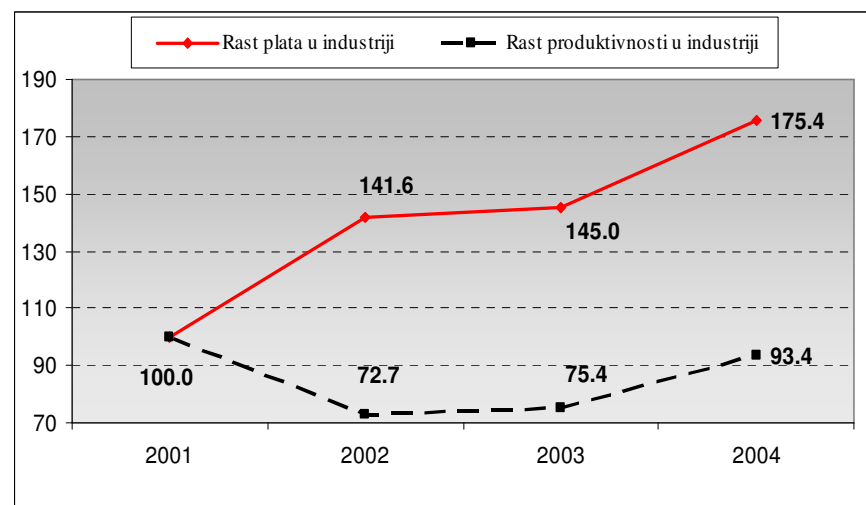
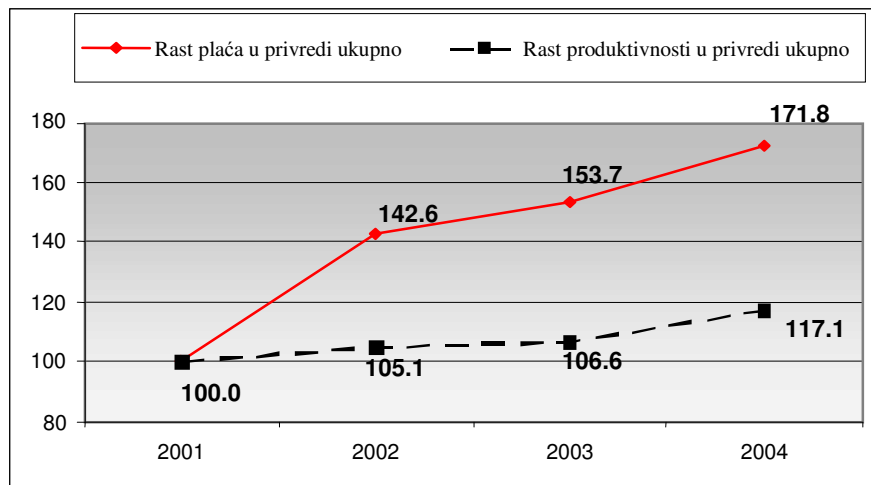
Izvor: Državni zavod za statistiku Hrvatske; izračun autora.

Makedonija (2001=100):



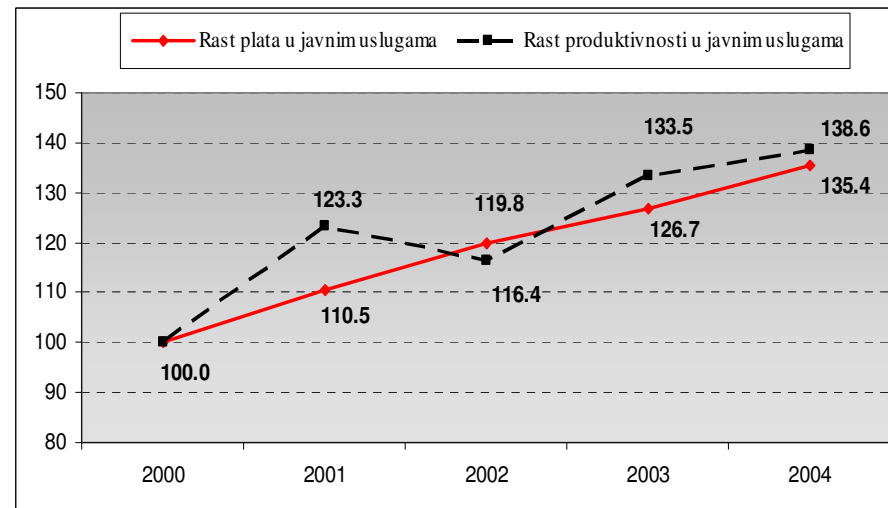
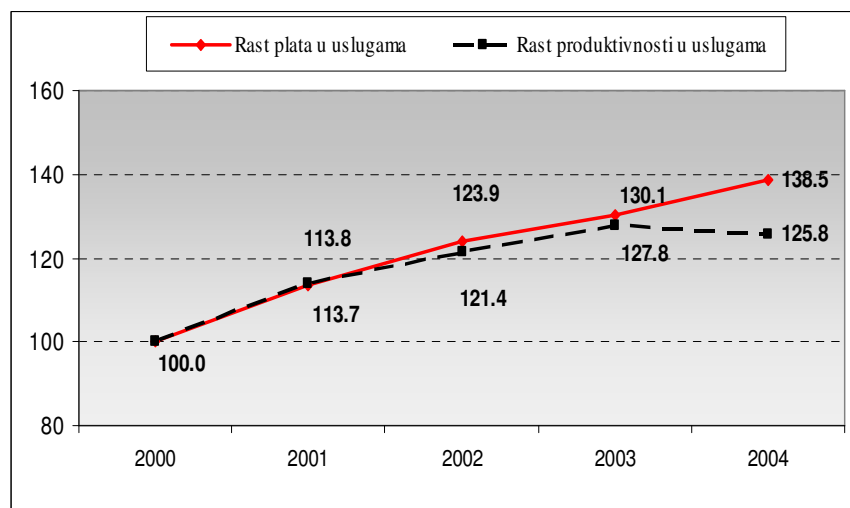
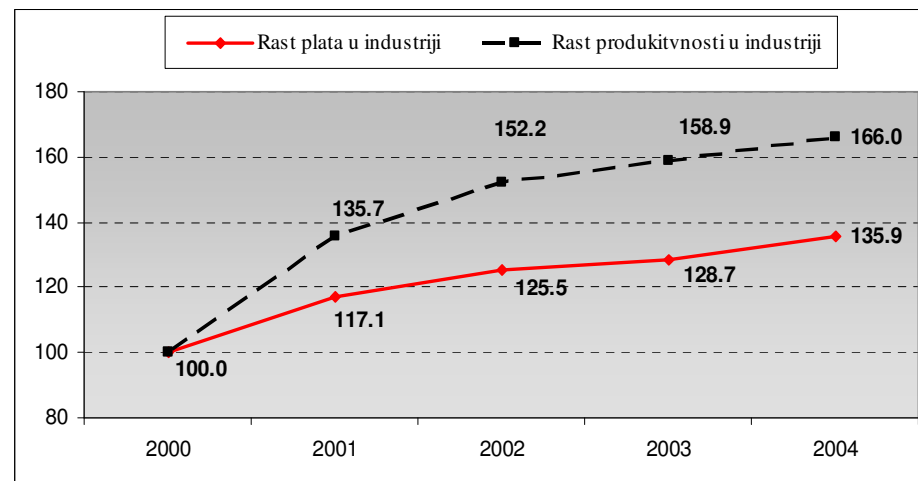
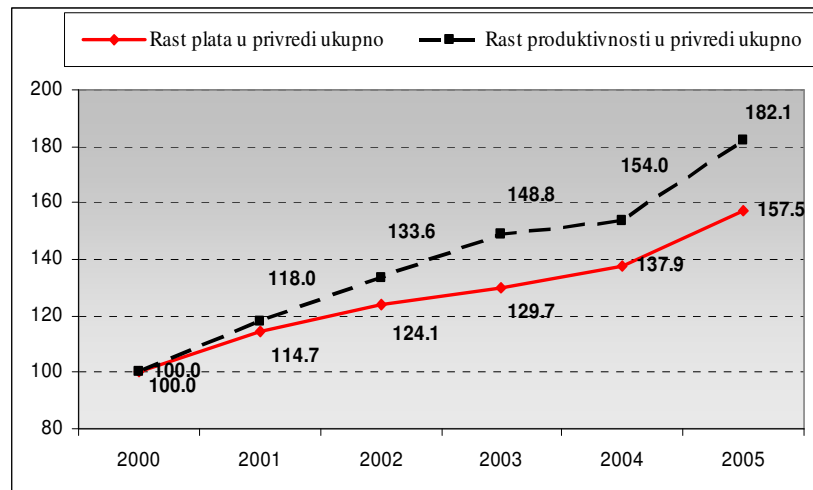
Izvor : Državni ured za statistiku Makedonije; izračun autora;

Crna Gora (2001=100):



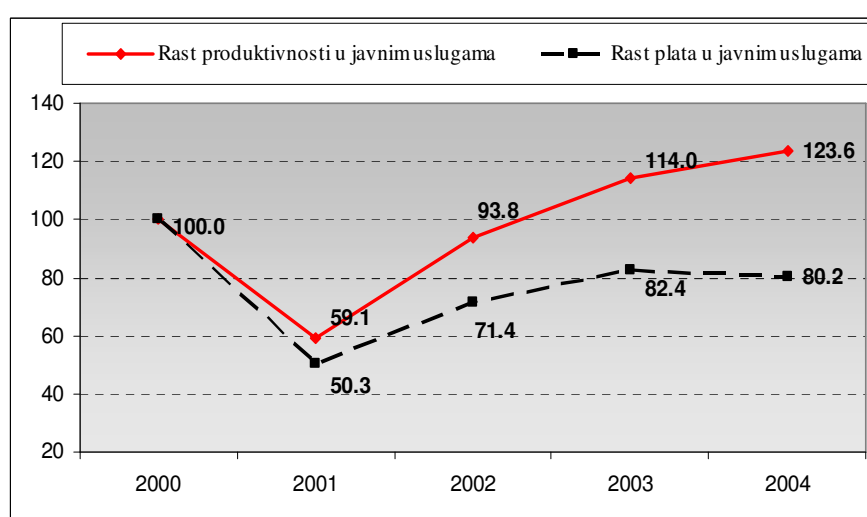
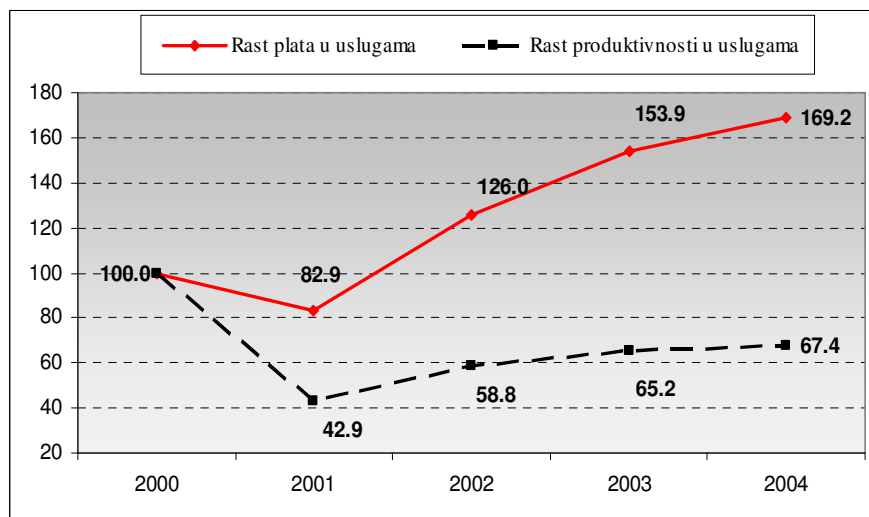
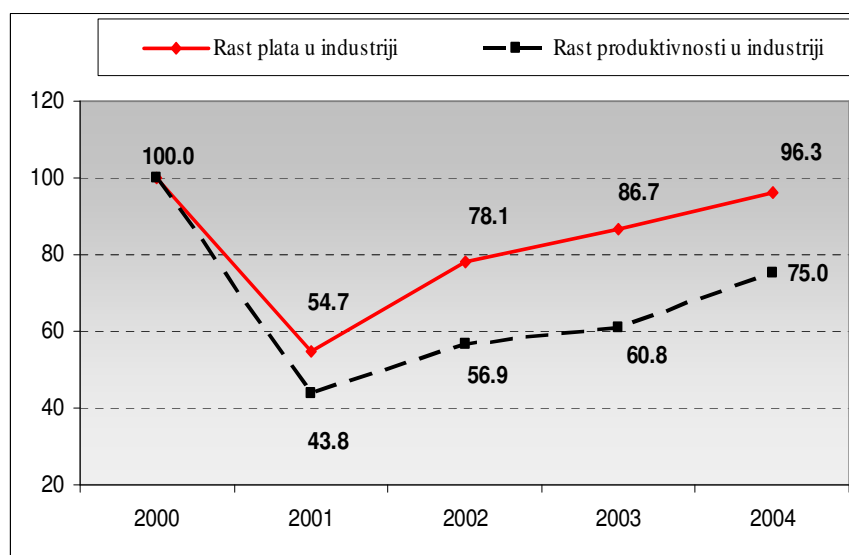
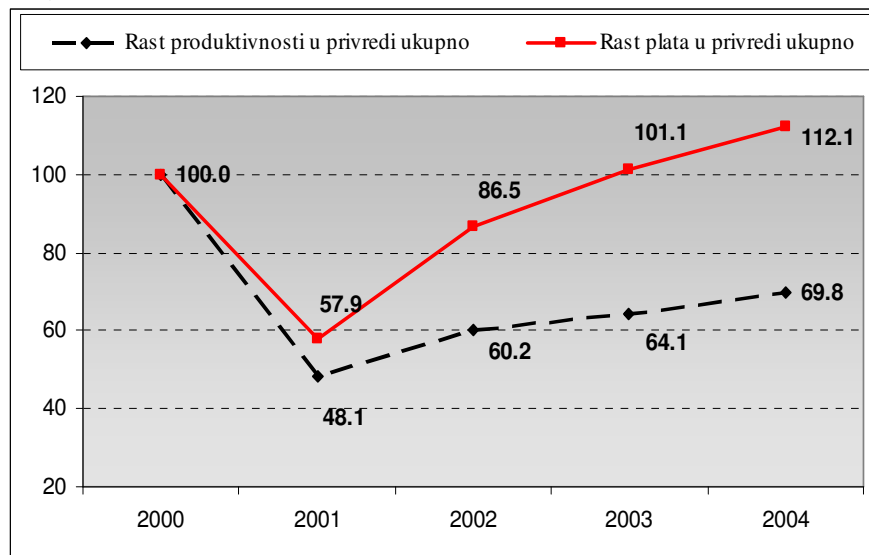
Izvor: Statistički ured Crne Gore; izračun autora;

Rumunija (2000=100):



Izvor: Državni institut za statistiku Rumunije; izračun autora;

Srbija (2000=100):



Izvor: Zavod za statistiku Srbije; izračun autora

Literatura:

Balino, T. J., Enoch, C., i Santiprabhob, V.; Peter, S., (1997) "Currency Board Arrangements: Issues and Experiences", *IMF Occasional Paper 151*.

Camilleri Gilson, M., (2002) "Policy Pre-Commitment and Institutional Design: A Synthetic Indicator Applied to Currency Boards", *OECD Economic Department Working Papers*, No. 330, OECD Paris.

Camilleri Gilson, M., (2004) "An Institutional Framework for Comparing Emerging Market Currency Boards", *International Monetary Fund Working Paper 04/180*.

Central Bank of BiH, (2000) "Godišnji izvještaj 1999", *Central Bank of Bosnia and Herzegovina*, Sarajevo, 1999.

Central Bank of BiH, (2004) "Godišnji izvještaj 2003", *Central Bank of Bosnia and Herzegovina*, Sarajevo, 2004.

Central Bank of BiH, (2005) "Godišnji izvještaj 2004", *Central Bank of Bosnia and Herzegovina*, Sarajevo, 2005.

Central Bank of BiH, (2006) "Godišnji izvještaj 2005", *Central Bank of Bosnia and Herzegovina*, Sarajevo, 2006.

Ghosh, A., Gulde, A., and Wolf, H., (1998) "The Currency Boards; The Ultimate Fix?", *International Monetary Fund Working Paper 98/8*.

Gulde, A., Kahkonen, J., and Keller, P., (2000) „Pros and Cons Currency Boards Arrangements in the Lead - up to EU Accession and Participation to the Euro Zone", *International Monetary Fund Policy Discussion Paper 00/1*

Halpern, L., and Wyplosz, C., (2000) "Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection", *UNCE - Economic Survey of Europe*, No 1, dostupno na internet stranici http://hei.unige.ch/~wyplosz/lh_cw_bs.pdf

Hanke, H. S., and Schuler, K., (1993) "Currency Boards and Currency Convertibility", *Cato Journal*, Vol. 12, No. 3

Hanke, H. S., Schuler, K., (1994) "Currency Board for Developing Countries: a Handbook", *ICS Press*, San Francisco.

Kamhi, N., and Deheija, V. H., (2005) "An Assessment of the Currency Board Regime in Bosnia and Herzegovina" neobjavljen radni materijal.

Krugman, P., (1998) "The Eternal Triangle", *Princeton University*, available online at <http://www.wws.princeton.edu/~pkrugman/>.

Mundell, A. R., (1968) "International Economics", *Columbia University New York, Department of Economics*, dostupno na internet stranici <http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ietoc.html>

Obstfeld, M., Schambaugh, C. J., and Taylor, M. A., (2004) "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and, Capital Mobility", *University of California, Berkley, Economics Department*, dostupno na internet stranici <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/ost12.pdf>

Roubini N., (1995) "The Case against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards", *New York University, Leonard N. Stern School of Business*, dostupno na internet stranici <http://www.stern.nyu.edu/~roubini/asia> <http://www.rgemonitor.com/AsiaHomepage.html>.

Santiprabhob, V., (2002) "Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and experiences", *International Monetary Fund Paper on Policy Analysis and Assessment* 97/11.

Schuler, K., (1992) "Currency Board", Dissertation Thesis, George Mason University, Fairfax, Virginia.

Schwartz, A., (1992) "Do Currency Boards Have a Future?", *Institute of Economic Affairs Occasional Paper* 88, London.

Taylor, J. B., (1993) "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.

Wagner, H., (1998) "Central Banking in Transition Countries", *International Monetary Fund Working Paper* 98/126.

Williamson, J., (1995) "What Role for Currency Boards", *Policy Analyses in International Economics Series*, 40, Washington: Institute for International Economics.

Lista zakonodavnih i regulatornih izvora:

"Zakon o Centralnoj banci BiH" Daytonski mirovni sporazum, Ustav BiH, član VII

„Zakon o politici direktnih stranih ulaganja BiH“ „Službeni glasnik BiH“, br. 17/98

„Zakon o direktnim stranim ulaganjima Federacije BiH“ „Službene novine FBiH“, br. 61/01

"Zakon o direktnim stranim ulaganjima RS" „Službeni glasnik RS“, br. 17/99

"Zakon o deviznom poslovanju RS" „Službeni glasnik RS“, br. 96/03

"Zakon o deviznom poslovanju FBiH" „Službene novine FBiH“, br. 35/98

"Zakon o vanjskotrgovinskoj politici BiH" „Službeni glasnik BiH“, br. 7/98

"Zakon o vrijednosnim papirima FBiH" „Službene novine FBiH“, br. 39/98, 36/99

"Zakon o hartijama od vrijednosti RS" „Službeni glasnik RS“, br. 4/02

"Zakon o društvima za upravljanje fondovima i o investicionim fondovima FBiH" „Službene novine FBiH“, br. 41/98

"Zakon o privatizacionim investicionim fondovima (PIF) i društvima za upravljanje PIF-ovima RS" „Službeni glasnik RS“, br. 24/98, 63/02, 67/05

"Zakon o društvima za osiguranje u privatnom osiguranju FBiH" „Službene novine FBiH“, br. 24/05

"Zakon o društvima za osiguranje u RS" „Službeni glasnik RS“, br. 17/05