

УНИВЕРЗИТЕТ У ИСТОЧНОМ САРАЈЕВУ

Економски факултет Пале

Докторски рад под насловом:

*„Утицај режима девизног курса на платне билансе Босне и Херцеговине,
Србије и Хрватске“*

Ментор:

Проф. др Радован Ковачевић

Кандидат:

мр Марко Ђого

Пале, јануар 2013. Године

САДРЖАЈ:

Списак кориштених скраћеница

Списак табела у тексту

Списак графикана у тексту

Увод.....1

ДИО I - ТЕОРИЈСКЕ ОСНОВЕ И ЕМПИРИЈСКА ИСКУСТВА СА ПОЛИТИКОМ ДЕВИЗНОГ КУРСА И ЊЕГОВИМ УТИЦАЈЕМ НА ПЛАТНИ БИЛАНС.....5

1.1. Врсте девизног курса у појмовном смислу: номинални и реални девизни курсеви.....5

1.2. Равнотежни девизни курс.....10

1.3. Маршал – Лернер – Робинсонов услов.....11

1.4. Фундаменталне варијабле које утичу на кретање вриједности девизног курса без уплитања централне банке.....12

1.4.1. Понуда и тражња за валутом која произилази из трансакција текућег рачуна.....14

1.4.2. Капитални рачун.....15

1.4.3. Понуда и тражња за валутом која произилази из токова финансијских средстава са иностранством: финансијски рачун.....15

1.4.4. Рачуноводствена и привредна равнотежа.....16

1.5. Врсте девизног курса у избору централне банке: фиксни и флексибилни девизни курсеви, предности и мане.....16

1.5.1. Фактори при избору између фиксних и флукутирајућих режима девизних курсева.....18

1.6. Макроекономски модел Роберта – Мандела.....20

1.7. Теорија немогућег тројства.....21

ДИО II – РЕГИОНАЛНА ИСКУСТВА СА ПОЛИТИКОМ ДЕВИЗНОГ КУРСА: ПРИМЈЕРИ БИХ, СРБИЈЕ И ХРВАТСКЕ.....23

2.1. Институционални оквир Централне банке Босне и Херцеговине.....24

2.1.1. Циљеви ЦББХ.....25

2.1.2. Инструменти монетарне политике које користи ЦББХ.....26

2.1.3. Покриће девизних резерви.....28

2.1.4. Персонална независност.....	30
2.1.5. Искуства са монетарним одбором у БиХ у протеклих тринаест година (у периоду 1997 – 2010. године).....	31
2.1.5.1. Цјеновна стабилност и стабилност девизног курса.....	32
2.1.5.2. Кретање реалног девизног курса.....	33
2.1.5.3. Утицај монетарног система на фискалну дисциплину.....	34
2.1.5.4. Утицај изабраног режима девизног курса на финансијску стабилност у земљи.....	35
2.1.5.5. Подложност шпекулативним ударима.....	36
2.1.5.6. Кретање штедње.....	37
2.1.5.7. Капитализованост банкарског сектора.....	39
2.1.5.8. Девизне резерве, инфлација и неликвидност (ефикасност стерилизације).....	40
2.1.5.9. Искуства са кризом 2008 - 2010. године.....	43
2. 1.6. Претходна искуства са монетарним властима у БиХ.....	45
2.2. Институционални оквир Народне банке Србије.....	47
2.2.1. Циљеви НБС.....	47
2.2.2. Инструменти монетарне политике које користи НБС.....	48
2.2.3. Девизне резерве.....	49
2.2.4. Персонална независност.....	50
2.2.5. Искуства са монетарним системом Србије у периоду 2001 – 2010. године.....	51
2.2.5.1. Цјеновна стабилност.....	52
2.2.5.2. Стабилност девизног курса.....	52
2.2.5.3. Ап्रेसијација реалног девизног курса.....	53
2.2.5.4. Фискална дисциплина и монетарне власти.....	54
2.2. 5.5. Курс и стабилност финансијског система.....	57
2.2.5.6. Шпекулативни удари.....	60
2.2.5.7. Раст домаће штедње.....	60
2.2.5.8. Капитализованост банкарског сектора.....	62
2.2.5.9. Подстицајна инфлација.....	63
2.2.5.10. Кретање девизних резерви и инфлације.....	64
2.2.5.11. Неликвидност.....	65

2.2.5.12. Искустава са кризом 2008 – 2010. године.....	66
2.2.6. Претходна искуства са монетарним властима у Србији.....	68
2.3. Институционални оквир Хрватске народне банке.....	71
2.3.1. Циљеви ХНБ-а.....	71
2.3.2. Инструменти монетарне политике.....	72
2.3.3. Девизне резерве.....	72
2.3.4. Персонална независност.....	73
2.3.5. Искуства са монетарним системом Хрватске у периоду 1996 – 2010. године.....	75
2.3.5.1. Цјеновна стабилност.....	75
2.3.5.2. Стабилност девизног курса.....	75
2.3.5.3. Ап्रेसијација реалног девизног курса.....	77
2.3.5.4. Девизне резерве и инфлација/неликвидност (потреба за стерилизацијом).....	78
2.3.5.5. Фискална дисциплина и монетарне власти.....	79
2.3.5.6. Курс и стабилност финансијског система.....	80
2.3.5.7. Шпекулативни удари.....	82
2.3.5.8. Раст домаће штедње.....	83
2.3.5.9. Капитализованост банкарског сектора.....	84
2.3.5.10. Искустава са кризом 2008 – 2010. године.....	85
2.3.6. Претходна искуства са монетарним системом Хрватске.....	86

ДИО III – ПРОБЛЕМИ СА КОЈИМА СЕ СУОЧАВАЈУ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ ЗЕМАЉА У РЕГИОНУ И ПОСЉЕДИЦЕ НА ДЕВИЗНИ КУРС.....89

3.1. Проблеми са којима се суочава ЦББХ.....	89
3.1.1. Девизне резерве БиХ – постојеће стање и очекивана кретања.....	91
3.1.1.1. Разлози за прекид прилива девиза кроз банкарски сектор.....	93
3.1.1.2. Пад трговинског дефицита.....	95
3.1.1.3. Раст спољног јавног дуга.....	95
3.1.1.4. Потенцијални проблем; прикривени пад девизних резерви.....	96
3.1.1.5. Сумарна анализа: повезивање уочених трендова са осталим ставкама платног биланса и пројекција кретања девизних резерви.....	98
3.1.1.6. Проблем примјене савремених економетријских модела на привредна	

кретања у БиХ.....	100
3.1.1.7. Средњорочна пројекција кретања основних ставки платног биланса БиХ.....	103
3.1.1.8. Процјена кретања девизних резерви ЦББХ у периоду 2011 – 2015. Године.....	108
3.1.2. Процјене стабилности финансијског система БиХ (ФСАП БиХ).....	110
3.1.2.1. ММФ-ов ФСАП за БиХ 2006. годину.....	110
3.1.2.1.1. Сценарији ФСАП-а БиХ 2006.....	111
3.1.2.2. Извјештај о финансијској стабилности Централне банке БиХ (ФСАП 2010.).....	113
3.1.3. Социјални притисак за промијеном монетарног система.....	115
3.1.3.1. Фактори који утичу на величину социјалног притиска за промијеном постојећег монетарног система.....	116
3.1.3.2. Хјумов механизам, БиХ и одрживост валутног одбора.....	118
3.1.3. Дугорочна пријетња по монетарни систем БиХ: бржи раст зарада од раста продуктивности.....	119
3.2. Проблеми са којима се суочава НБС.....	122
3.2.1. Степен евроизације Србије.....	126
3.2.2. Ефикасност инструмената монетарне политике НБС-а.....	127
3.2.2.1. Операције на отвореном тржишту (канал каматне стопе).....	128
3.2.2.2. Канал девизног курса.....	132
3.2.2.3. Дисконтни шалтер (кредитни канал).....	133
3.2.2.4. Административне мјере.....	136
3.2.2.5. Канал инфлаторних очекивања.....	138
3.2.3. Девизне резерве Србије – постојеће стање и очекивана кретања.....	141
3.2.3.1. Пројекција кретања дефицита рачуна роба и услуга.....	144
3.2.3.2. Пројекција кретања спољног дуга Србије.....	148
3.2.3.2.1. Кретање спољног јавног дуга.....	148
3.2.3.2.2. Кретање спољног дуга банкарског сектора Србије.....	150
3.2.3.2.3. Кретање спољног дуга предузећа.....	152
3.2.3.3. Кретање СДИ и портфолио инвестиција.....	153
3.2.3.4. Пројекције кретања девизних резерви у периоду 2011 – 2015. године.....	154
3.2.4. Стабилност финансијског система.....	155
3.2.4.1. ММФ- Република Србија – Процјена стабилности финансијског система	

за 2010. годину.....	156
3.2.4.2. Извјештај о стању у финансијском систему за 2010. годину Народне банке Србије.....	157
3.2.5. Дугорочни проблеми (раст плата и продуктивности).....	157
3.3. Проблеми са којима се суочава ХНБ.....	159
3.3.1. Ефикасност инструмената монетарне политике.....	160
3.3.1.1. Операције на отвореном тржишту.....	161
3.3.1.2. Обавезне резерве.....	162
3.3.1.3. Дисконтни шалтер.....	164
3.3.1.4. Друге административне мјере.....	164
3.3.1.4.1. Минимално потребна девизна потраживања.....	164
3.3.1.4.2. Благајнички записи ХНБ-а.....	165
3.3.2. Ефикасност спроведене стерилизације.....	165
3.3.3. Девизне резерве Хрватске – постојеће стање и очекивана кретања.....	166
3.3.3.1. Процјена средњорочног кретања (2011 – 2015. године) девизних резерви ХНБ-а.....	168
3.3.3.1.1. Пројекција кретања дефицита рачуна роба и услуга.....	170
3.3.3.1.2. Пројекција кретања спољног дуга Хрватске.....	173
3.3.3.1.2.1. Кретање спољног јавног дуга.....	173
3.3.3.1.2.2. Кретање спољног дуга банкарског сектора у Хрватској.....	175
3.3.3.1.2.3. Кретање спољног дуга предузећа.....	178
3.3.3.1.3. Кретање СДИ и портфолио инвестиција.....	180
3.3.3.1.4. Пројекције кретања девизних резерви ХНБ-а у периоду 2011 – 2015. године.....	180
3.3.4. Процјена стабилности финансијског сектора Хрватске.....	181
3.3.4.1. ММФ, Република Хрватска: Процјена стабилности финансијског система за 2008. годину – допуњена верзија.....	182
3.3.4.2. ХНБ: Финансијска стабилност за 2011. годину	184
3.3.5. Дугорочни проблеми (раст плата и продуктивности).....	186

ДИО IV - ДЕВИЗНИ КУРС КАО ФАКТОР КОНКУРЕНТНОСТИ И УНАПРЕЂЕЊА
ПЛАТНОБИЛАНСНИХ ПЕРФОРМАНСИ БИХ, СРБИЈЕ И ХРВАТСКЕ.....188

4.1. Девизни курс као фактор конкурентности БиХ.....	189
4.1.1. Структура извоза и увоза као индиректан показатељ еластичности трговинског дефицита на промјене девизног курса.....	191
4.1.2. Однос између кретања реалног девизног курса и спољнотрговинског дефицита.....	193
4.1.2.1. Кретање реалног девизног курса РЕЕР 20 и трговинског дефицита.....	194
4.1.2.2. Кретање билатералног реалног девизног курса КМ/евро и трговинског дефицита БиХ/ЕМУ -17.....	195
4.1.2.3. Кретање реалног курса КМ/динар и трговинског дефицита БиХ/Србија.....	196
4.1.3. Други фактори који потпуније објашњавају кретање трговинског дефицита БиХ.....	197
4.2. Девизни курс као фактор конкурентности привреде Србије.....	201
4.2.1. Други фактори који потпуније објашњавају кретање дефицита текућег рачуна Србије.....	205
4.3. Девизни курс као фактор конкурентности Хрватске.....	208
4.3.1. Други фактори који потпуније објашњавају кретање трговинског дефицита Хрватске.....	212

ДИО V - НЕОПХОДНЕ РЕФОРМЕ ЗА ДУГОРОЧНУ ОДРЖИВОСТ СТАБИЛНИХ
ДЕВИЗНИХ КУРСЕВА.....215

5.1. БиХ.....	216
5.1.1. Досадашњи резултати на подручју реструктуирања реалног сектора привреде посматраних земаља, ефекти приватизације и либерализације економије.....	216
5.1.1.1. Утицај ратних дешавања у периоду 1992 – 1995. године на реструктуисање и смањење привреде.....	216
5.1.1.2. Процес приватизације.....	219
5.1.1.3. Процес либерализације.....	221
5.1.1.3.1. Индекс економских слобода Херитиц фондације.....	224
5.1.1.3.2. Ниво економских слобода у БиХ у свјетлу процјена Фрејзер	

института.....	225
5.1.2. Даљи правци реформе у реалном и финансијском сектору.....	226
5.1.2.1. Мјере усмјерене ка отклањању постојећих ограничења.....	228
5.1.2.1.1. Реформе у реалном сектору.....	229
5.1.2.1.1.1. Слобода пословања.....	229
5.1.2.1.1.2. Царинске, нецаринске баријере и субвенције.....	230
5.1.2.2. Реформе финансијског система.....	232
5.1.2.2.1. Слобода на тржишту кредита.....	232
5.1.2.2.2. Контрола међународних токова капитала.....	232
5.1.2.3. Реформе привредног окружења.....	234
5.1.2.3.1. Величина јавног сектора.....	234
5.1.2.3.1.1. Нови талас приватизације.....	236
5.1.2.3.1.2. Реформа јавне потрошња и трансфера.....	238
5.1.2.3.1.3. Реформа пореског система.....	239
5.1.2.3.2. Реформа правног система.....	240
5.1.2.4. Активне мјере подршке развоју привреде БиХ.....	242
5.1.2.4.1. Инкубатори и кластери.....	243
5.1.2.4.2. Повезивање великих домаћих малопродаваца у јединствен ланац у Републици Српској и БиХ.....	245
5.1.2.4.3. Стварање фондова за привлачење СДИ и подстицај извоза.....	248
5.2. Србија.....	252
5.2.1. Досадашњи резултати на подручју реструктуисања реалног сектора привреде посматраних земаља, ефекти приватизације и либерализације економије.....	252
5.2.1.1. Промјена привредне структуре у периоду 1990 – 2000. године.....	252
5.2.1.2. Процес приватизације.....	253
5.2.1.3. Процес либерализације.....	256
5.2.2. Даљи правци реформе у реалном и финансијском сектору.....	258
5.2.2.1. Мјере усмјерене ка отклањању постојећих ограничења.....	259
5.2.2.1.1. Реформе у реалном сектору.....	260
5.2.2.1.1.1. Слобода пословања.....	260
5.2.2.1.1.2. Царинске, нецаринске баријере и субвенције.....	261

5.2.2.1.3. Реформе финансијског система.....	262
5.2.2.1.3.1. Слобода на тржишту кредита.....	262
5.2.2.1.3.2. Контрола међународних токова капитала.....	262
5.2.2.1.4. Реформа привредног амбијента.....	263
5.2.2.1.4.1. Величина јавног сектора.....	263
5.2.2.1.4.2. Реформа правног система.....	265
5.2.2.2. Активне мјере подршке развоју привреде Србије.....	265
5.3. Хрватска.....	267
5.3.1. Досадашњи резултати на подручју реструктуисање реалног сектора привреде посматраних земаља, ефекти приватизације и либерализације економије.....	267
5.3.1.1. Ратно реструктуисање и смањење привреде.....	267
5.3.1.2. Процес приватизације.....	268
5.3.1.3. Процес либерализације.....	270
5.3.2. Даљи правци реформе у реалном и финансијском сектору	272
5.3.2.1. Мјере усмјерене на отклањање постојећих ограничења.....	273
5.3.2.1.1. Реформе у реалном сектору.....	273
5.3.2.1.1.1. Слобода пословања.....	274
5.3.2.1.1.2. Царинске, нецаринске баријере и субвенције.....	274
5.3.2.1.2. Реформе финансијског система.....	275
5.3.2.1.2.1. Слобода на тржишту кредита.....	275
5.3.2.1.2.2. Контрола међународних токова капитала.....	276
5.3.2.1.3. Реформа привредног амбијента.....	277
5.3.2.1.3.1. Величина јавног сектора.....	277
5.3.2.1.3.2. Реформа правног система.....	278
5.3.2.2.2. Активне мјере подршке развоју привреде Хрватске.....	279
ДИО VI – ЗАКЉУЧАК.....	282
Додатак.....	287
Литература.....	302

СПИСАК КОРИШТЕНИХ СКРАЋЕНИЦА :

АБРС – Агенција за банкарство Републике Српске

АОФИ – Агенција за осигурање и финансирање извоза

АСБХ – Агенција за статистику Босне и Херцеговине

АПИУ (Хрватска) - Агенцију за промоцију извоза и страних улагања

БЕОНИА – Преконоћна каматна стопа на београдском међубанкарском тржити

БЕЛИБОР – Краткорочна међубанкарска каматна стопа на београдском новчаном тржишту

БИС – Банка за међународна поравнања

Г 20 – Група 20

ГОР – Граничне обавезне резерве

ДЕП (БиХ) – Дирекција за економско планирање

ДОС – Демократска опозиција Србије

ДР – Девизне резерве

ДЗС (Хрватске) – Државни завод за статистику

ДМ – Њемачка марка

ЕБА – Европска банкарска агенција

ЕБРД – Европска банка за обнову и развој

ЕМС – Европски монетарни систем

ЕМУ – Европска монетарна унија

ЕУ – Европска Унија

ЕУРИБОР - Краткорочна међубанкарска каматна стопа на европском новчаном тржишту

ЕСЦБ – Европски систем централних банака

ЕСС – Економске слободе у свијету (извјештај Фрејзер института)

ЕМИ – Европски монетарни институт

ЗУТ – Земље у транзицији

ЗУР – Земље у развоју

ЗФО (Хрватска) – Закон о фискалној одговорности

КМ – Конвертибилна марка

ЛИБОР - Краткорочна међубанкарска каматна стопа на лондонском новчаном тржишту

МАТ – Макроекономске анализе и трендови

МбиС – Мрежа бизнис инкубатора Србије

ММФ – Међународни монетарни фонд

ММС – Међународни монетарни систем

МРС – Међународни рачуноводствени стандарди

НБДП – Номинални бруто друштвени производ

НБС – Народна банка Србије

НЛБ – Нова Љубљанска банка

НСА – Нето страна актива

НТК – Национална трговинска класификација

НЕЕР – Мултилатерални (ефективни) номинални девизни курс

ОБЗ – Обавезни благајнички записи

ОЕБС – Организација за европску сарадњу и развој

ООТ – Операције на отвореном тржишту

ПДВ – Порез на додату вриједност

ПИФ – Приватизационо-инвестициони фондови

ПКМ (Србија) – Пост-кризни модел развоја Србије 2011-2020.

РБДП – Реални бруто домаћи производ

РЗС (Србија) – Републички завод за статистику

РЕЕР – Мултилатерални (ефективни) реални девизни курс

РСД – Динар Републике Србије

САД – Сједињене Америчке Државе

СФРЈ – Социјалистичка Федеративна Република Југославија

СДИ – Стране директне инвестиције

СМТК – Стандардна међународна трговинска класификација

СИЕПА (Србија) – Агенција за страна улагања и промоцију извоза

СТО – Свјетска трговинска организација

ТР – Транзициони извјештај ЕБРД-а

УСД – Амерички долар

ФБА (ФБиХ) – Федерална банкарска агенција

ФЕД – Федералне резерве

ФИПА (БиХ) – Агенција за промоцију страних улагања

ФРЕН – Фонд за развој економске науке

ФСАП – Програм процјене стабилности финансијског система

ФССА - Процјена стабилности финансијског система

ХНБ – Хрватска народна банка

ХРК – Хрватска куна

ХГК – Хрватска господарска комора

ХАНФА – Хрватска агенција за надзор финансијских услуга

ХИПЦ – Хармонизовани индекс потрошачких цијена

ЦББХ – Централна банка Босне и Херцеговине

ЦЕФТА – Централно-европска зона слободне трговине

ЦХФ – Швајцарски франак

ИПЦ – Индекс потрошачких цијена

КАР – Показатељ адекватности капитала узимајући у обзир ниво ризика

СБГ – Групација свјетске банке

СЕФ – Свјетски економски форум

Списак табела

Табела бр. 1. Билатерални и мултилатерални (ефективни) номинални курсеви КМ	7
Табела бр. 2. Кретање реалног девизног курса КМ/€	8
Табела бр. 3. Мултилатерални (ефективни) номинални и реални курс динара	9
Табела бр. 4. Класификација ставки платног биланса према методологији ММФ-а	13
Табела бр. 5. Фактори при избору режима девизног курса	19
Табела бр. 6. Девизне резерве и монетарна пасива ЦББХ	29
Табела бр. 7. Стопа инфлације у БиХ у периоду 2000 – 2010. године	32
Табела бр. 8. Кретање РЕЕР 20	33
Табела бр. 9. Владине финансије у БиХ	34
Табела бр. 10. Штедња у БиХ	38
Табела бр. 11. Валутна структура штедње у БиХ	38
Табела бр. 12. Адекватност капитала банака у Републици Српској	39
Табела бр. 13. Адекватност капитала банака у ФБиХ	39
Табела бр. 14. Кретање девизних резерви, РБДП-а и инфлације у БиХ у периоду 1999 - 2010. године	41
Табела бр. 15. Показатељи (не)ликвидности у БиХ	42
Табела бр. 16. Кретање основних макроекономских агрегата БиХ 2008-2010. године	44
Табела бр. 17. Стопа(е) инфлације БиХ у периоду 1990 – 1997. године	45
Табела бр. 18. Покривеност примарног новца и готовог новца у оптицају девизним резервама	49
Табела бр. 19. Кретање инфлације у Србији у периоду 2001 – 2010. године	52
Табела бр. 20. Кретање номиналног девизног курса динар/евро, амерички долар, швајцарски франак	53
Табела бр. 21. Кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса	54
Табела бр. 22. Кредити државе код НБС и стопа инфлације	56
Табела бр. 23. Кретање базичне инфлације у Србији	56
Табела бр. 24. Кретање кредита у Србији по секторима 2001-2010. године	58
Табела бр. 25. Интервенције НБС на девизном тржишту	60
Табела бр. 26. Кретање штедње у Србији	61
Табела бр. 27. Рочна структура штедње у Србији	61
Табела бр. 28. Валутна структура штедње у Србији	61

Табела бр. 29.	Адекватност капитала банака у Србији	62
Табела бр. 30.	Кретање РБДП-а у Србији и БиХ у периоду 2001 – 2010. године	63
Табела бр. 31.	Кретање девизних резерви и инфлације у Србији	64
Табела бр. 32.	Кретање основних макроекономских агрегата у Србији у периоду 2008-2010. године	67
Табела бр. 33.	Кретање инфлације у Србији у периоду 1990 – 2000. године	69
Табела бр. 34.	Званични и тржишни девизни курс у периоду 1990 – 2000. године	69
Табела бр. 35.	Девизне резерве, готов новац и примарни новац ХНБ-а	73
Табела бр. 36.	Кретање инфлације у Хрватској у периоду 1996 – 2010. године	75
Табела бр. 37.	Кретање номиналног девизног курса куна/евро, амерички долар, швајцарски франак	76
Табела бр. 38.	Мултилатерални (ефективни) реални девизни курс куне	77
Табела бр. 39.	Кретање девизних резерви, примарног новца, агрегата М1, РБДП-а и инфлације у Хрватској 1996 – 2010. године	78
Табела бр. 40.	Кретање државног дуга ка Хрватској народној банци	79
Табела бр. 41.	Кретање кредита по секторима у Хрватској, 1996 – 2010. године	80
Табела бр. 42.	Интервенције ХНБ ради ублажавања осцилација на девизном тржишту	82
Табела бр. 43.	Кретање штедње у Хрватској	84
Табела бр. 44.	Адекватност капитала банка у Хрватској	85
Табела бр. 45.	Кретање основних макроекономских агрегата у Хрватској 2008 - 2010. године	86
Табела бр. 46.	Кретање инфлације у Хрватској у периоду 1986 – 1995. године	86
Табела бр. 47.	Кретање курса динар/хрватски динар/куна/ДМ у периоду 1990 – 1995. године	87
Табела бр. 48.	Кретање девизних резерви ЦББХ 2000 - 2010. године	90
Табела бр. 49.	Макроекономски трендови у Босни и Херцеговини 2000 - 2010. године	92
Табела бр. 50.	Властити капитал и страна пасива банака у БиХ	94
Табела бр. 51.	Задуженост по запосленом у земљама Ј.И. Европе у 2010. години	94
Табела бр. 52.	Платни биланс БиХ 1998 - 2010. године	99
Табела бр. 53.	Структура финансијског рачуна БиХ у периоду 2005 – 2010. године	106
Табела бр. 54.	Процјена кретања девизних резерви БиХ у периоду 2011-2015. године	108
Табела бр. 55.	Кретање девизних резерви и новчаних агрегата ЦББХ	115
Табела бр. 56.	БДП/запосленом наспрам раста зарада 1999 -2010. године	120

Табела бр. 57.	Показатељи степена евроизације Србије на крају 2010. године	127
Табела бр. 58.	Утицај референтне стопе НБС на краткорочну кориговану активну каматну стопу	128
Табела бр. 59.	Утицај референтне стопе НБС на кориговану активну каматну стопу	129
Табела бр. 60.	Утицај референтне стопе НБС на пасивну каматну стопу	130
Табела бр. 61.	Директан и индиректан утицај референтне стопе на каматне стопе банака	130
Табела бр. 62.	Значај кредита НБС банкама	134
Табела бр. 63.	Каматне стопе на кредитне олакшице и тржишне каматне стопе	135
Табела бр. 64.	Обавезне резерве и вишак резерви код НБС	135
Табела бр. 65.	Динамика кредитне експанзије у Србији 2000- 2010. године	137
Табела бр. 66.	Стопе обавезних резерви НБ Србије на различите врсте депозита	138
Табела бр. 67.	Планирана и остварена годишња стопа инфлације у Србији	139
Табела бр. 68.	Инфлаторна очекивања финансијског сектора Србије	140
Табела бр. 69.	Кретање девизних резерви НБС	141
Табела бр. 70.	Макроекономски трендови у Србији 2001-2010. године	142
Табела бр. 71.	НБДП и домаћа тражња у Србији 2001 -2010. године	145
Табела бр. 72.	Кретање извоза и увоза Србије у 2008. и 2009. године	146
Табела бр. 73.	Пројекција кретања РБДП-а у ПКМ 2011 – 2020. године	147
Табела бр. 74.	Кретање спољног јавног дуга Србије 2001- 2010. године	148
Табела бр. 75.	Кретање спољног дуга банкарског система Србије 2000 - 2010. године	151
Табела бр. 76.	Кретање кредита приватном сектору у Србији у периоду 2001-2010. године	151
Табела бр. 77.	Динамика спољног дуга предузећа из Србије у периоду 2001 - 2010. године	152
Табела бр. 78.	Динамика СДИ и портфолио инвестиција у Србију у периоду 2001 - 2010. године	154
Табела бр. 79.	Процјена кретања девизних резерви НБ Србије у периоду 2011 - 2015. године	155
Табела бр. 80.	Кретање зарада и продуктивности у Србији 2001 - 2010. године	158
Табела бр. 81.	Динамика страних улагања у Хрватску 2001 - 2010. године	159
Табела бр. 82.	Макроекономски трендови у Хрватској 2001-2010. године	169
Табела бр. 83.	Кретање домаће тражње у Хрватској у периоду 2001 - 2010. године	171
Табела бр. 84.	Пројекција кретања БДП-а Хрватске 2011-2015. године	173

Табела бр. 85.	Кретање спољног јавног дуга Хрватске 2001-2010. године	174
Табела бр. 86.	Пројекција буџетског дефицита Републике Хрватске 2011-2015. године	175
Табела бр. 87.	Спољни дуг банкарског сектора Хрватске	175
Табела бр. 88.	Слободна средства банака Хрватске наспрам укупних кредита	176
Табела бр. 89.	Домаћа штедња и инострана актива банака у Хрватској	177
Табела бр. 90.	Кретање спољног дуга предузећа у Хрватској	179
Табела бр. 91.	Стање СДИ и портфолио инвестиција у Хрватској	180
Табела бр. 92.	Процјена кретања девизних резерви ХНБ-а 2011-2015. године	181
Табела бр. 93.	Кретање продуктивности и надница у Хрватској 2001-2010. године	186
Табела бр. 94.	Најважнији извозни производи БиХ	191
Табела бр. 95.	Најважнији увозни производи у БиХ	192
Табела бр. 96.	Кретање РЕЕР 20 и трговинског дефицита БиХ	194
Табела бр. 97.	Кретање реалног курса КМ/€ и трговинског дефицита БиХ са ЕМУ-17	195
Табела бр. 98.	Кретање билатералног реалног курса КМ/динар и трговинског рачуна БиХ/Србије	196
Табела бр. 99.	Кретање НБДП-а и трговинског дефицита БиХ	197
Табела бр. 100.	Банкарски кредити приватном сектору и трговински дефицит БиХ	199
Табела бр. 101.	Буџетски суфицит/дефицит и трговински дефицит БиХ	200
Табела бр. 102.	Кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса динара и трговинског дефицита Србије	201
Табела бр. 103.	Еластичност извоза Србије на кретање мултилатералног (ефективног) реалног курса динара	203
Табела бр. 104.	Еластичност увоза Србије на кретање мултилатералног (ефективног) реалног курса динара	203
Табела бр. 105.	Кретање извоза привреде Србије и мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса динара	204
Табела бр. 106.	Регресиони модел за текући рачун Србије	206
Табела бр. 107.	Кретање мултилатералног (ефективног) реалног курса куне и трговинског дефицита Хрватске	207
Табела бр. 108.	Еластичност извоза Хрватске на кретање реалног мултилатералног (ефективног) курса куне	208
Табела бр. 109.	Еластичност увоза Хрватске на кретање реалног мултилатералног (ефективног) курса куне	209
Табела бр. 110.	Регресиони модел за извоз Републике Хрватске	212

Табела бр. 111. Регресиони модел за увоз Републике Хрватске	213
Табела бр. 112. Структура бруто-домаћег производа БиХ 1990. године	217
Табела бр. 113. Структура бруто-домаћег производа БиХ 2000. године	218
Табела бр. 114. Оцјена приватизованости привреденог система БиХ по сегментима 2000. и 2010. године	221
Табела бр. 115. Оцјене ЕБРД-а о нивоу либерализованости у БиХ	222
Табела бр. 116. Промјена структура БДП-а БиХ у периоду 2001-2010. године	223
Табела бр. 117. Оцјена БиХ у пет области према Фрејзер институту	225
Табела бр. 118. Рангирање ЗУТ према нивоу економске слобода	226
Табела бр. 119. Економске слободе у БиХ	228
Табела бр. 120. Критеријуми и оцјене за слободу пословања у БиХ	229
Табела бр. 121. Критеријуми и оцјене за спољнотрговинску размјену БиХ	231
Табела бр. 122. Критеријуми и оцјена слободе токова капитала за БиХ	233
Табела бр. 123. Критеријуми и оцјена величине јавног сектора БиХ	235
Табела бр. 124. Критеријуми и оцјена заштите имовинских права у БиХ	240
Табела бр. 125. Финансијска подршка страним инвестицијама у Србији	249
Табела бр. 126. Бесповратна средства за извознике из Србије	250
Табела бр. 127. Структура БДП-а Србије и Црне горе 1989. и 2000. године	253
Табела бр. 128. Оцјена завршености приватизације у Србије по сегментима 2001. и 2010. године	255
Табела бр. 129. Индекс транзиције ЕБРД-а за Србију	256
Табела бр. 130. Оцјена нивоа економских слобода у Србији према Фрејзер институту	257
Табела бр. 131. Бруто додата вриједност Србије по дијелатностима (учешће), у текућим цијенама 2000. и 2010. године	258
Табела бр. 132. Критеријуми и оцјена нивоа економских слобода у Србији према Фрејзер институту	259
Табела бр. 133. Критеријуми и оцјена слободе пословања у Србији	260
Табела бр. 134. Критеријуми и оцјена слободе спољнотрговинског пословања у Србији	261
Табела бр. 135. Критеријуми и оцјена величине јавног сектора у Србији	264
Табела бр. 136. Критеријуми и оцјена заштите права у Србији	265
Табела бр. 137. Структура БДП-а Хрватске 1990. и 1996. године	268
Табела бр. 138. Оцјена завршености приватизације у Хрватској по сегментима	

1992. и 2010. године	269
Табела бр. 139. Индекс транзиције ЕБРД-а за Хрватску 1992. и 2010. године	270
Табела бр. 140. Оцјена нивоа слобода у Хрватској према Фрејзер институту	271
Табела бр. 141. Структура БДП-а Хрватске 1996. и 2010. године	271
Табела бр. 142. Ниво економских слобода у Републици Хрватској	273
Табела бр. 143. Слобода пословања у Хрватској	274
Табела бр. 144. Слобода трговине са иностранством у Хрватској	275
Табела бр. 145. Слободе на тржишту кредита у Хрватској	276
Табела бр. 146. Оцјене величине јавног сектора у Хрватској	277
Табела бр. 147. Порески разреди пореза на добит у Хрватској	278
Табела бр. 148. Оцјена рада правног система Хрватске према Фрејзер институту	279

Списак графика

График бр. 1. Манделов модел привредне равнотеже	20
График бр. 2. Кретање дуга Р. Србије ка НБС	55
График бр. 3. Кретање девизног курса динар/ евро и инфлације у Србији 2000 – 2010. године	132

Увод

Разлог због којег смо се одлучили да истражујемо утицај примijeњених режима девизних курсева у БиХ, Србији и Хрватској на платне билансе ових земаља су дубоко подјељена мишљења, чак и стручне јавности, у свакој од њих о овој теми. При томе, предмет изношења разичитих мишљења није само питање може ли политика девизног курса бити ефикасна у исправљању неравнотежа у платном билансу (прије свега се мисли на смањење дефицита текућих рачуна), већ и да ли је пожељно њихово отклањање активним кориштењем економских политика или је пак сврсисходније сачекати процес тржишног прилагођавања, а о чијем се постојању такође воде расправе. Тако немали број аутора, позивајући се на релевантна емпиријска истраживања (Томаш¹, Дидика², Аристовик³), наводи како дефицит текућег рачуна поред ризика које носи са собом може имати и позитивне консеквенце на привредни развој једне земље. Може се рећи да се и у нашој економској науци, као и у свијету, води активна расправа о утицају дефицита текућег рачуна на битне макроекономске варијабле. Подсјетимо да су се у свијету ставови по овом питању мијењали од „дефицит текућег рачуна је битан“, преко „није битан“ до актуелног „могао би да буде битан“⁴.

Ми ћемо у овом истраживању начелно прихватити став да је дефицит текућег рачуна битан и то како због његове величине⁵ код посматраних земаља, тако и због чињенице да је актуелна економска криза у свјетској економији проузроковала значајне проблеме у његовом финансирању. То је изазвало значајне реперкусије и на монетарне

¹ Tomaš, R., „Limited Possibilities of Adopting the Economy of Bosnia and Herzegovina to the External Pressures of the Economic Crisis“, *Acta economica*, Banja Luka, 2012, стр. 20. (преузето са: <http://www.actaeconomica.efbl.org/broj17/e-ActaEconomica-broj17-RTomas.pdf>, датум приступа: 27.6.2012. године).

² Didika, N., „Current account deficit sustainability in Bosnia and Hercegovina“, EPPU, Sarajevo, 2007, стр. 6. (преузето са: http://www.dep.gov.ba/dep_publicacije/doc/?id=105, датум приступа: 29.6.2012. године).

³ Aristovik, A., Kumara, A., „Some characteristics of sharp current account deficit reversals in transition countries“, *South-Eastern Europe Journal of Economics 1-2006*, Thesaloniki, 2006, стр. 10. (преузето са: <http://www.asecu.gr/Seeje/issue06/aristovnik.pdf>, датум приступа: 22-6.2012. године)

⁴ Edwards, S., „Does the Current Account Matter?“, *NBER Working Paper*, No 8275, Cambridge – Massachusetts, 2001.

⁵ Aristovik, A., Kumara, A., „Some characteristics of sharp current account deficit reversals in transition countries“, *South-Eastern Europe Journal of Economics 1-2006*, Thesaloniki 2006, на стр. 13 наводе како је општеприхваћен став да није нарочито битан дефицит текућег рачуна до нивоа од 5% БДП-а годишње. У наставку ћемо показати да овај дефицит код све три земље у дужем периоду значајно превазилазио или још увијек превазилази овај ниво (преузето са: <http://www.asecu.gr/Seeje/issue06/aristovnik.pdf>, датум приступа: 22-6.2012. године).

политике и политике девизног курса у посматраним земљама због чега ћемо везу политике девизног курса и стања у платном билансу посматрати двострано.

Чињеница да су се три, некада централне републике бивше СФРЈ, определијиле за три различита режима девизних курсева, даје нам занимљив простор за компарацију искустава на овом пољу.

Основни циљ нам је да анализирајући прикупљене податке дођемо до чврсто утемељеног закључка о томе какав је режим девизног курса оптималан за сваку од посматраних земаља. У том контексту желимо да утврдимо у којој мјери се политика девизног курса може ефикасно користити за исправљање платнобилансних проблема ових земаља (прије свега на отклањање високих дефицита трговинских рачуна), али и да јасно искажемо шта би биле негативне стране активнијег кориштења такве политике.

Темељна хипотеза нам је:

Оптималан режим девизног курса за земље у транзицији, међу којима су и Босна и Херцеговина, Србија и Хрватска, је неки вид стабилног девизног курса.

Да бисмо задовољили циљ, односно испитали хипотезу, поставили смо парцијалне циљеве који се налазе у сржи подјеле рада на дијелове. Тако се рад састоји од пет (V) дијелова, Закључка и Додатка.

Први дио се састоји од кратког излагања релевантних теоретских концепата који ће бити кориштени у нашем истраживању. Њихово излагање биће кратко у складу са истраживачким карактером рада.

У другом дијелу се упознајемо са уређењем монетарних власти у БиХ, Србији и Хрватској крајем 2010. ослањајући се углавном на анализу четири облика независности ових државних органа. Затим приступамо излагању ефеката рада ових институција од тренутка увођења кључних промјена (у БиХ од увођења валутног одбора, у Србији од демократских промјена из 2000. године, у Хрватској од 1994. године⁶), закључно са 2010. Могло би се рећи да овај други дио представља cost анализу у својеврсној cost-benefit анализи употребе активније политике девизног курса, будући да показује чега би се земље са стабилнијим курсевима (БиХ, Хрватска) морале одрећи ако би напустиле постојеће режиме у корист активног кориштења политике девизног курса.

⁶ Будући да је Хрватска кључну промјену – фиксирање девизног курса, провела још 1994. године.

Циљ трећег дијела је да испитамо одрживост постојећих примијењених рјешења девизних курсева тиме што ћемо истражити основне проблеме са којима се сусрећу монетарне власти ових земаља. С обзиром на различите принципе на којима функционишу посматране централне банке, и проблеми које ћемо испитивати биће различити. Ипак, на крају овог дијела ћемо, за све три земље, анализирати и трендове и пријетње по девизне резерве, сматрајући да њихово кретање снажно говори о дугорочној одрживости било ког монетарног система укључујући и оне који се ослањају на флексибилније режиме девизних курсева.

У четвртом дијелу ћемо најдиректније испитивати утицај девизних курсева на платне билансе ослањајући се, углавном, на преношење резултата публикованих истраживања из ове области (прије свега резултате истраживања званичних органа). Добијени резултати ће, са резултатима истраживања из претходног дијела (о могућности монетарних власти да утичу на кретање реалних курсева) дати значајан дио одговора на питање о примјенивости политике девизног курса за исправљање спољнотрговинских проблема.

Кроз пети дио ћемо провјеравати тезу да је добро одабран режим девизног курса потребан али не довољан услов одрживог привредног раста. Заправо, за успостављање здравих односа са иностранством кључно је постојање конкурентне привредне структуре, што је према свим релевантним истраживањима (ММФ-а, Свјетске банке, ЕБРД-а итд.), за све три земље слаба тачка. Због тога ћемо у овом дијелу прво анализирати мјере усмјерене на отклањање постојећих баријера за бржи привредни развој, а онда и активне мјере за подстицај бржем развоју.

У завршном дијелу (Закључку), кроз сумирање резултата из свих претходних дијелова рада, извући ћемо коначан закључак, односно потврдити или демантовати полазну хипотезу.

У Додатку се налази материјал који би оптерећивао основни текст (споредне табеле и графикони), на које се повремено позивамо.

Извори података, модели и методе. До података ћемо долазити из секундарних извора, као што су званичне публикације државних органа (прије свега извјештаји централних банака, агенција за статистику, агенција за економско планирање, министарстава финансија итд.), међународних мултилатералних институција (ММФ,

Свјетске банке, ЕБРД, Базелског комитета итд.), те свјетски познатих невладиних организација (Херитиџ фондације, Економски форум у Давосу, Фрејзер института итд.), те многих других извора. На овако прибављене податке примијениће се методе систематизације, редукције и класификације података.

Припремљени подаци ће представљати полазну основу, на коју ће се примијенити квалитативне и квантитативне методе анализе. Од квалитативних метода користићемо методе опсервације, логичког објашњења, провјеравања и критичке анализе теоретских и емпиријских истраживања итд. Од квантитативних метода користићемо углавном методе регресионе анализе и рангирања вишедимензионих појава. Поред тога, користићемо и моделе којима ћемо описати везе основних детерминанти, чије кретање посматрамо.

Током формулисања закључака биће кориштене класичне методе индукције и дедукције, апстракције и конкретизације.

Свјесни важности истраживања које проводимо трудићемо се да се при извлачењу закључака држимо принципа обазривости, чврсто вјерујући да је посао макроекономског аналитичара за једно друштво осјетљивији чак и од посла доктора (хирурга). Јер, ако доктор погријешу у свом раду патиће један или неколицина грађана. Међутим, ако макроекономиста погријешу, а његову анализа постане основ битних економских политика, патиће цијела привреда и становништво те (али и других повезаних држава) у много дужем временском периоду.

ДИО I - ТЕОРИЈСКЕ ОСНОВЕ И ЕМПИРИЈСКА ИСКУСТВА СА ПОЛИТИКОМ ДЕВИЗНОГ КУРСА И ЊЕГОВИМ УТИЦАЈЕМ НА ПЛАТНИ БИЛАНС

За правилно разумијевање било ког текста, информације или поруке, неопходно је да и они који шаљу поруку и они који је примају схватају кориштене појмове на исти начин. У том смислу у овом дијелу биће изнесени и објашњени основни теоретски концепти које ћемо користити у нашем истраживању на начин на које их ми схватамо.

Овај дио је незаобилазан у свим економским радовима, будући да је природа економије као друштвене науке довела до тога да је садржина немалог броја битних концепата ствар конвенција које се могу разликовати у времену и простору, те да постоје бројни неспоразуми о постојању и релевантности теоретских концепата извучених из емпиријских искустава.

1.1. Врсте девизног курса у појмовном смислу: номинални и реални девизни курсеви

Девизни курс је појам који се често може срести и у широј јавности, о њему пише штампа, извјештавају медији, поготово у вријеме када се брзо мијења или када постоје назнаке да би се у скорије вријеме могао промијенити. Међутим, девизни курс о којем они говоре, а најчешће се ради о номиналном билатералном девизном курсу, није девизни курс који је од превелике важности у стручним радовима, па није ни курс на кога ћемо најчешће мислити када будемо употребљавали појам девизног курса. Наиме ми ћемо, с обзиром на сврху нашег истраживања, углавном, разматрати кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса. Због тога ћемо овдје само укратко објаснити разлику између различитих појмова који у себи садрже сентенцу „девизни курс“.

Билатерални номинални девизни курс је (када се ради о директној нотацији) износ новчаних јединица домаће валуте који је потребно дати за једну новчану јединицу стране

валуте⁷ (на примјер: 1,95 конвертибилних марака за 1 евро, или 100 динара за 1 евро). Међутим, када анализирамо економске везе једне земље са остатком свијета, битно је примијетити да свака земља углавном тргује са већим бројем других земаља у којим се користе различите националне валуте. Због тога да бисмо дошли до информације колико се промијенио номинални девизни курс спрам остатка свијета (свих трговинских партнера), ствара се синтетички показатељ назван мултилатерални (ефективни) номинални девизни курс. Он се израчунава као пондерисана аритметичка средина која укључује све билатералне номиналне курсеве, гдје се као пондер користи учешће трговинског партнера у спољнотрговинској размјени⁸ или учешће поједине валуте у укупном приливу или одливу девиза у/из посматране земље. Овај други девизни курс скоро се никада не помиње у широј јавности, иако је заправо са економског стајалишта битнији. Примјер једног оваквог девизног курса је НЕЕР 20⁹ (Nominal Effective Exchange Rate) Централне банке БиХ. Кретање овога курса се, наравно, разликује од кретања било ког билатералног номиналног девизног курса. Тако, иако БиХ има фиксан девизни курс спрам Евра (што је битан дио система „монетарног одбора“ по којем функционише ЦББХ, а о чему ћемо више говорити касније), мултилатерални (ефективни) номинални девизни курс је у протеклом периоду благо осцилирао што се може видјети из колоне шест у табели бр. 1.

⁷ Изузетак је једино Велика Британија која користи индиректну нотацију тј. која рачуна билатерални номинални девизни курс као број страних новчаних јединица које је потребно дати за једну јединицу домаће валуте (фунте). Ово је остатак времена у којем је фунта била најзначајнија свјетска валута.

⁸ На примјер: вриједност укупне трговине БиХ са остатком свијета је у 2009. години износила 17.879 милиона КМ (збир извоза и увоза), док је вриједност размјене са Хрватском износила 2797,6 милиона КМ (944,1 милион извоз и 1.853,5 милиона увоз), па је пондер курса КМ/ куна 0,1565.

⁹ Назива се 20 јер се израчунава за двадесет трговинских партнера (Аустрија, Чешка, Француска, Њемачка, Мађарска, Италија, Литванија, Холандија, Пољска, Словенија, Хрватска, Кина, Велика Британија, БЈР Македонија, Румунија, Руска Федерација, САД, Србије, Црна Гора, Швајцарска и Турска).

Табела бр. 1.

Билатерални и мултилатерални (ефективни) номинални курсеви КМ-а					
	Евро	Амерички долар	Швајцарски франак	РСД (100)	НЕЕР 20
1	2	3	4	5	6
2005.	1,9558	1,5728	1,2631	2,3605	99,98
2006.	1,9558	1,5594	1,2433	2,3271	99,76
2007.	1,9558	1,4295	1,1909	2,4463	100,29
2008.	1,9558	1,3366	1,2332	2,4067	100,04
2009.	1,9558	1,4068	1,2953	2,0837	96,34
2010.	1,9558	1,4769	1,4176	1,9033	96,53

Извор: Сачињено према подацима ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табеле бр. 39. и 50., Сарајево, 2011.

Иако осцилације НЕЕР 20 у протеклом периоду нису биле велике, што је посљедица чињенице да су земље чланице ЕМУ (и оне које су вриједност националних валута блиско везале за евро) најзначајније спољнотрговински партнери БиХ са учешћем у спољнотрговинској размјени од око 70%¹⁰. Из претходног се може видјети колико је битно сагледавање комплетне слике [мултилатерални (ефективни) девизни курс], а не само појединачних билатералних курсева. Ово посебно добија на важности код земаља код којих су једнако важни економски односи са већим бројем валутних зона између којих не постоје стабилни девизни курсеви.

За разумијевање утицаја девизног курса на платни биланс није довољно да познајемо и пратимо кретање чак ни мултилатералног (ефективног) номиналног девизног курса. У том циљу неопходно је да пређемо са номиналних на реалне величине, то јесте да на неки начин пређемо са апсолутних на релативне вриједности. У економији се тај прелазак најчешће врши уз укључивање инфлације, што је и овдје случај. Билатерални реални девизни курс је билатерални номинални девизни курс исправљен за разлику у инфлацијама између двије земље. Формула за израчунавање може се једноставно представити:

$$\sigma = S \times P / P^*$$

гдје: σ представља реални девизни курс, P – ниво цијена у земљи, P^* – ниво цијена у иностранству, S – номинални девизни курс.

¹⁰ Погледати табелу бр. 35. из *Билтена 4-2011*, ЦББХ, Сарајево, 2012.

Из формуле слиједи да, ако номинални девизни курс остане непромијењен, а у домаћој земљи је инфлација већа него у другој, то ће довести до апresiasiје њеног реалног девизног курса. Оно што је за нас посебно битно је да то у већој или мањој мјери посљедично доводи до раста увоза и пада извоза, што није тешко објаснити. Наиме, инфлација значи да се за домаћу робу мора платити више новчаних јединица домаћег новца, а то, уз непромијењен девизни курс значи и вишу извозну цијену у иностраној валути. С друге стране, цијена стране робе изражена у домаћој валути остаје непромијењена. Ако се ради о конкуренцији домаћих и страних производа, долази до очекиваног преусмјеравања домаће тражње ка страним производима и пада стране тражње за домаћом робом. Како је предмет нашег интересовања утицај девизног курса на платни биланс, за нас је много битнији овај (реални) од номиналног девизног курса. Колико је погрешно посматрати номинални курс умјесто реалног девизног курса можемо видјети у табели бр. 2.

Табела бр. 2.

Кретање реалног девизног курса КМ/евро					
Година	БиХ P_t	Еврозона 17 ¹¹ P_t^*	Разлика	Номинални девизни курс	$\Sigma = S^{12} \times \Delta S \times P_t^*/P_t$ а прву годину, $\Sigma' = \Sigma^{13} \times \Delta S \times P_t^*/P_t$ за све наредне године
1998.				1,972	
1999.	3,7	1,2	2,5	1,9558	1,9086
2000.	4,8	2,2	2,6	1,9558	1,8613
2001.	3,1	2,4	0,7	1,9558	1,8487
2002.	0,4	2,3	-1,8	1,9558	1,8836
2003.	0,6	2,1	-1,5	1,9558	1,9117
2004.	0,4	2,2	-1,6	1,9558	1,9460
2005.	3,8	2,2	1,6	1,9558	1,9160
2006.	6,1	2,2	3,9	1,9558	1,8456
2007.	1,5	2,1	-0,6	1,9558	1,8565
2008.	7,4	3,3	4,1	1,9558	1,7845
2009.	-0,4	0,3	-0,7	1,9558	1,7982
2010.	2,1	1,6	0,5	1,9558	1,7894
Кум.:			9,7%		

Извори: Сачињено према подацима ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табеле бр. 5, Сарајево, 2011 и Eurostat, *HIPC* – *inflation rate*, преузето са: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=>

¹¹ До укидања националних валута и потпуног преласка на кориштење евра, конвертибилна марка је била везана за њемачку марку, па би до 2000. године било правилније израчунати разлику у инфлацији у БиХ и Њемачкој, што би представљало још строжи критеријум, јер је инфлација у Њемачкој била још нижа од просјека у Еврозони.

¹² Са краја претходне године.

¹³ Са краја претходне године.

table&language=en&pcode=tsieb060&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1, (датум увида: 25.5.2011).

Знајући да је номинални курс у посматраном периоду био фиксан, видимо да је реални девизни курс КМ/евро апресирао за око 10%. Да закључимо, промјене номиналног и реалног девизног курса могу али и не морају да буду симултане. На примјер: ако је номинални девизни курс фиксан, а инфлација значајно већа у једној земљи него у другој, онда се реални девизни курс, поготово током дужег временског периода, може значајно разликовати од номиналног.

Из већ објашњених разлога нас (опет) примарно занима мултилатерални (ефективни) реални, а не билатерални реални девизни курс. И овај мултилатерални девизни курс се израчунава као пондерисани просјек реалних девизних курсева, гдје се користи исти пондер као и код мултилатералног (ефективног) номиналног девизног курса. Као што смо већ објаснили, већи број укључених валута чине кретање овог курса друкчијим у односу на било који посматрани билатерални реални девизни курс. Примјер различитог кретања мултилатералних (ефективних) номиналних и реалних курсева дат је у табели бр. 3.

Табела бр. 3.

Мултилатерални (ефективни) номинални и реални курс динара		
Година	Номинални	Реални
	Крај претходне године = 100	
1998. ¹⁴	56,8	79,7
1999.	94,0	140,0
2000. ¹⁵	19,3	40,2
2001.	96,0	130,0
2002.	104,7	116,8
2003.	96,3	101,9
2004.	89,3	98,8
2005.	88,7	101,6
2006.	110,7	114,2
2007.	102,1	109,7
2008.	88,6	95,1
2009.	92,8	97,7
2010.	89,5	96,9

Извор: Сачињено према подацима Народне банке Србије из *Статистичког билтена за јануар 2011*, табеле бр. 21, Београд, 2011.

¹⁴ Динар у односу на њемачку марку је девалвиран за 45%.

¹⁵ Динар у односу на њемачку марку је девалвиран 80%.

Из претходне табеле се види колико нам информација о кретању номиналног девизног курса (па макар он био и мултилатерални тј. ефективни) заправо не мора дати потпуну слику чак ни о краткорочним посљедицама монетарно-девизне политике на конкурентност земље. Иако су промјене номиналног и реалног девизног курса најчешће истосмјерне¹⁶, интезитет тих кретања у кратком периоду често није исти.

Брзина прилагођавања реалног девизног курса промјенама номиналног је битно питање које ће значајно утицати на наше закључке.

Занимљиво је примјетити да ово прилагођавање и номиналног курса разликама у инфлацији може довести јавност и у заблуду како је номинални курс заправо претјерано промјењљив док се са економског стајалишта ради о оправданој (или бар очекиваној) промјени. Наравно, постоје и ситуације када нам кретање номиналног девизног курса даје праву информацију, а то је ситуација у којој је инфлација у земљи на нивоу пондерисаног просјека инфлације у трговинским партнерима.

1.2. Равнотежни девизни курс

Претходним појмовима треба додати и појам *равнотежног девизног курса* који не представља посебну врсту девизног курса већ говори да ли се одређени девизни курс (номинални и реални) налази на нивоу који обезбјеђује уравнотежену спољнотрговинску размјену. Треба имати на уму да је равнотежни девизни курс теоретски концепт који представља одређен идеал и који се понекад користи као аргумент у договорима власти око „поштеног“ и дугорочно одрживог девизног курса. Међутим, у пракси се овај курс скоро никада не среће (баш као што у пракси не постоје ни тржиште савршене конкуренције), већ се схвата нешто растегљивије (као курс који у једном дужем временском периоду обезбјеђује приближну једнакост остварених спољнотрговинских дефицита и суфицита). Осим тога за равнотежни курс је кључна претпоставка *ceteris paribus* (константности других услова) што је нереално у дужем временском периоду. Тако се може десити да у истом временском периоду постоји више равнотежних девизних

¹⁶ Примјер динара који смо горе користили илуструје истосмјерност у кретању номиналног и реалног курса. Наиме, у земљама са значајним обимом валутне супституције, промјена номиналног курса утиче на инфлацију у земљи која онда неутралише промјену реалног девизног курса.

курсева у зависности од других фактора (варијабли) које утичу на трговинску размјену са иностранством (нпр. царинска и бесцаринска ограничења). Посебно је битно нагласити да не треба пренаглашавати значај девизног курса у успостављању спољнотрговинске равнотеже будући да могу постојати ситуације у којима практично ни један девизни курс није равнотежни тј. не може да осигура ову равнотежу. Ови фактори утицаја структуре (и стања) привреде на спољнотрговинску размјену се сажимају и разматрају приликом оцјене ефикасности политике девизног курса и квантификовани су у Маршал-Лернер-Робинсоновом услову.

1.3. Маршал – Лернер – Робинсонов услови

„У свом најпростијем облику МЛР услови кажу да збир ценовне еластичности домаће тражње и ценовне еластичности стране увозне тражње мора прећи јединицу, уколико депресијација домаће валуте треба да побољша домаћи трговински биланс.”¹⁷

Ценовна еластичност зависи од стања и структуре привреде, те расположивости ресурса. Тако нпр. ако је доминантна ставка увоза земље неки ресурс за који не постоји довољно близак супститут у земљи или иностранству, онда ту земљу одликује ниска еластичност увозне тражње. Слична је ситуација када земља не посједује технологију да произведе одређене производе којих се не може одрећи у потрошњи.

Због тога, иако Маршал-Лернер-Робинсонов услов говори о ефектима девалвације у посматраном тренутку, за успостављање дугорочне спољнотрговинске равнотеже битније је дјеловати у правцу изградње конкурентне привредне структуре, јер искуство показује док су код земља које већ дуже вријеме имају спољнотрговинске проблеме ефекти девалвације најчешће једнократни и краткорочни.

Ово је повезано са уоченом тенденцијом девалвације да подстиче инфлацију у земљи и тако враћа реални девизни курс на почетни ниво. Ово се објашњава углавном

¹⁷ Ковачевић, Р., *Међународне финансије*, Институт за спољну трговину, Београд, 1999, стр. 75.

растом цијена увозних производа, али и Балаш-Самуелсоновим ефектом¹⁸, мада у нестабилним привредама не треба потцијенити ни психолошке ефекте.

Што се тиче Балаш-Самуелсоновог ефекта, истраживање¹⁹ БиС банке показује да је за 11 ЗУТ у периоду који обухвата од почетка 1990. до другог квартала 2008, овај ефекат могао да објасни око 24% разлике у инфлацији између ових земаља и еврозоне тј. око 16% домаће инфлације или 1,1% инфлације годишње.

У којој мјери ће доћи до пораста цијена као последице девалвације зависи и од важности тог тржишта за страног произвођача. Ако му је посматрано тржиште веома важно, онда ће се он као реакцију на девалвацију одрећи дијела профита како би цијена у домаћој валути остала непромијењена. У сваком случају примијећено је да постоји одређен временски размак између девалвације и раста инфлације, при чему чешће кориштење девалвације доводи до скраћивања овог помака.

1.4. Фундаменталне варијабле које утичу на кретање вриједности девизног курса без уплитања централне банке

Као што смо већ истакли, номинални девизни курс је цијена, и баш као и свака друга цијена одређује се кроз однос понуде и тражње²⁰ на одговарајућем тржишту. У овом случају то тржиште је девизно, а његова основна специфичност је у томе што је понуда једне валуте истовремено и тражња за другом валутом и обрнуто. Ова подударност олакшава објашњење конкретних мотива који стоје иза тражње за неком валутом, јер је довољно објаснити једну страну (нпр. тражњу) за валутом.

Иза конкретних мотива стоје двије чињенице и низ фундаменталних варијабли које одређују интезитет ових мотива. Те двије чињенице су: потреба за успостављањем

¹⁸ Кругман, П., Обстфелд, М., *Међународна економија: теорија и политика*, Датастатус, Београд, 2009, стр. 401 и 411.

19

Mihaljek, D., Klau, M., „Catching-up and inflation in transition economies: the Balassa-Samuelson effect revisited” BIS, Working Papers No 270, Basel, 2008, стр. 16. (преузето са: www.bis.org/publ/work270.htm, датум приступа: 26.6.2012. године).

²⁰ Наравно, овдје се мисли на краткорочно одређивање цијене. Запажено је да је у дугом року девизни курс подложен одређеним законитостима као што је она изражена у теорији паритета куповне моћи. Ипак, то није битно у овом тренутку за наше објашњење девизног курса.

економских односа са иностранством и постојање монетарног суверенитета²¹ земље са којом се обављају трансакције. Интезитет потребе за успостављањем економских односа са иностранством зависи од фундаменталних варијабли, а то су: величине земље, структуре привреде, распосложивост ресурса, стање спољног дуга па и шаблон (преференције) потрошње. Комбинација ових фундаменталних варијабли детерминише конкретне појавне облике понуде и тражње за валутама. Ове појавне облике није тешко објаснити посебно јер су сажети и груписани у платном билансу. Да подсјетимо, платни биланс је преглед свих трансакција које су резиденти једне земље обавили са остатком свијета у току одређеног временског периода.

Преглед основних рачуна и подрачуна платног биланса према класификацији ММФ²²-а, дат је у табели бр. 4. Сваку од ових група трансакција објаснићемо детаљније позивајући се на ММФ-ов Приручник за класификацију ставки платног биланса који користи ЦББХ.

Табела бр. 4.

Класификација ставки платног биланса према методологији ММФ-а		
Текући рачун	Рачун капитала	Финансијски рачун
Извоз и увоз роба	Капитални рачун -пренос власништва над сталним средствима -опрост дуга итд.	Токови инвестиција -портфолио -директне -остале
Извоз и увоз услуга		
Трансакције дохотка: -Компезација запосленима -Доходак од инвестиција		Промјене међународних резерви
Текући трансфери: -страна помоћ, донације		

²¹ **Монетарни суверенитет** значи да се трансакције у једној земљи, по правилу, обављају у валути те земље (домаћа валута је једино законско средство плаћања), чак и ако су валуте трговинских партнера много квалитетније од домаће валуте па чак и ако се ради о валутама које су стекле статус свјетских валута (нпр. амерички долар или евро) и опште су прихваћене као обрачунска јединица у међународним уговорима.

²² ЦББХ, *ММФ-ов Приручник за платни биланс*, пето издање (ВРМ 5), преузето са: http://www.cbbh.ba/files/metodoloska_objasnjenja/metodoloska_objasnjenja_bs.pdf, датум увида: 31.5.2012. године.

--	--	--

Извор: Сачињено према *ММФ-вом Приручник за платни биланс*, пето издање (BPM 5), преузето са: http://www.cbbh.ba/files/metodoloska_objasnjenja/metodoloska_objasnjenja_bs.pdf, , датум увида: 31.5.2012. године.

Ово је битно будући да ће нам стабилност или промјењивост ових ставки бити од велике важности касније када будемо анализирали могућност за успостављање стабилних девизних курсева у свакој од посматраних земаља.

1.4.1. Понуда и тражења за валутом која произилази из трансакција текућег рачуна

Основна подјела платног биланса на текући рачун и финансијски рачун требало је да буде изведена по систему да текући рачун обухвати трансакције које се односе на трговину робама и услугама, док би финансијски рачун обухватао трансакције које се вежу за токове финансијских средстава са иностранством. Међутим, постоје и бројне друге ставке које не спадају ни у једну од ове двије категорије и које су уврштене у неки од рачуна платног биланса по принципу груписања сличних трансакција. Тако текући рачун обухвата следећа четири подрачуна: извоз и увоз роба, извоз и увоз услуга, трансакције дохотка и текући трансфери. Прве двије врсте трансакција су добро познате и у већини платних биланса спадају у најбитније ставке. Већина обичних људи када говори о економским односима са иностранством мисли превасходно на *извоз и увоз робе*. Рачун услуга обухвата приходе и расходе које једна земља остварује по основу *пружења или кориштења услуга* од резидената других земаља. Типичне врсте ових услуга су услуге транспорта робе и путника, грађевинске услуге (изградња објеката у иностранству), комуникацијске услуге, услуге осигурања, провизије по основу финансијских услуга и слично. Битно је нагласити да су услуге генерално промјењивија (осјетљивија) ставка од трговине робом. Трансакције дохотка обухватају *компензације запосленима* (плаћање сезонским радницима, запосленим у дипломатским и другим представништвима итд.) и *доходак од инвестиција* (поврат у облику дивиденди и камата по основу домаћих инвестиција у иностранству и страних у земљу). Текући трансфери обухватају *пензије из*

иностранства у земљу и обрнуто, донације за развој, дознаке радника из иностранства итд.

1.4.2. Капитални рачун

У суштини трансакције изражене у капиталном рачуну не утичу на тражњу и понуду за валутама будући да се ради о преносу права власништва и опросту дуга. („Капитални трансфери су они трансфери којима се преноси власништво над сталним (капиталним) средствима, који су повезани са набавком или давањем на располагање сталних средстава, те они трансфери који укључују опрост дуга од стране кредитора²³)“.

1.4.3. Понуда и тражња за валутом која произилази из токова финансијских средстава са иностранством: финансијски рачун

Финансијски рачун је подјелењен у два битно различита подрачуна: токове инвестиција и промјене међународних резерви.

Токови инвестиција су подјелењени у следеће категорије: **портфолио инвестиције** (гдје инвеститор не стиче контролу над предузећем у који ивестира) и **СДИ** (било да се ради о стицању већинског гласачког права или тзв. greenfeeld инвестиције) и остале инвестиције.

Према методологији ММФ-а међународне резерве обухватају: девизне резерве, монетарно злато, специјална права вучења, резервна позиција код ММФ-а и остала потраживања.

1.4.4. Рачуноводствена и привредна равнотежа

Претходном је потребно додати и да је платни биланс у рачуноводственом смислу замишљен на принципу игре нултог збира односа са иностранством. То значи да за све што из земље извеземо добијемо нешто заузврат, било да се ради о новчаном добру,

²³ ЦББХ; Методолошка објашњења, преузето са: http://www.cbbh.ba/files/metodoloska_objasnjenja/metodoloska_objasnjenja_bs.pdf, (датум приступа 31.5.2012), стр. 10.

реалном добру, власништву над имовином у иностранству, дуговним ХоВ или нечему другом. Наравно, важи и обрнуто. Принцип нултог збира је исказан једначином:

Текући рачун + Рачун капитала + Финансијски рачун = 0 (тј. нето грешкама и пропустима)

Да не би дошло до двојног сабирања, које очито не би дало збир једнак нули, све трансакције које представљају прилив девиза носе знак + , а оне које значе одлив девиза носе знак -.

За наш рад је битно уочити и да иако је збир свих трансакција у сваком појединачном платном билансу једнак 0, то не значи да је било каква структура платног биланса дугорочно одржива. Можда би се могло рећи да је ово још један примјер како „папир трпи свашта“, а како стварност захтијева одређено понашање или у овом случају одређену структуру платног биланса. Ово је најлакше објаснити на најчешћем проблему са којим се суочава велики број ЗУР, ЗУТ али и немали број развијених земаља, а то је случај гдје земље биљеже дуготрајнији дефицит текућег рачуна који покривају суфицитом финансијског рачуна. Ово је могуће док у земљи постоји имовина (реална или финансијска) коју страни резиденти желе да купе за домаћу валуту до које су дошли суфицитом њиховог текућег рачуна. Битно је истаћи да износ ове имовине никада није бесконачан, и да чак и финансијска имовина (као што су обвезнице) може да се емитију само до одређеног нивоа који не угрожава перцепцију о кредитном бонитету емитента.

1.5. Врсте девизног курса у избору централне банке: фиксни и флексибилни девизни курсеви, предности и мане

Описане фундаменталне варијабле које одређују девизни курс могу током времена бити прилично константне и у том случају би и девизни курс био стабилан, али могу и значајно осцилирати и узроковати значајна колебања девизног курса. При томе разлози за осцилације понуде и тражње за валутама не морају увијек бити економски оправдани, због чега земља може сносити одређене посљедице, а да у суштни власти и становништво те

земље нису одговорни за толика колебања курсева. Иако су данас познате бројне конкретне негативне посљедице превеликих осцилација девизног курса, о чему ће детаљније бити ријечи касније, основни проблем осцилација је од појаве међународне трговине до данас остао исти – девизни курс је као и свака цијена у суштини информација на основу које учесници у трансакцији доносе своје одлуке. Због тога значајне и честе промјене девизног курса остављају учеснике међународне размјене роба, услуга и капитала без могућности за рационално доношење њихових (економских) одлука услед чега се они уздржавају од успостављања економских односа са земљама са врло варијабилним девизним курсом. Да би ово спријечиле монетарне власти у бројним земљама су одавно постале значајан учесник на девизном тржишту. За девизни курс који се одржава на одређеном нивоу захваљујући дјеловању монетарних власти кажемо да је фиксан девизни курс. Насупрот фиксном девизном курсу стоји флексибилан девизни курс који се формира и мијења у складу са промјенама понуде и тражње на девизном тржишту а у одсуству интервенција монетарних власти. Овдје је битно примјетити да стабилан и фиксан девизни курс нису синоними. Стабилност девизног курса је циљ фиксних девизних курсева, али такав циљ који је могуће практично постићи и у режиму флексибилних девизних курсева уколико су понуда и тражња за валутама стабилне.

Значи, стабилност девизног курса је тежња већине земаља које желе да се активно укључе у свјетску економију. Међутим, у реализацији овога циља постоје бројне препреке. Оне би се могле сврстати у препреке економске, техничке и политичке природе. Најједноставније би их могли сажети у питању како одвојити жито од кукоља тј. како одвојити краткорочне-нерационалне промјене девизног курса од дугорочног прилагођавања реалног девизног курса.

Ово теоретко питање има огромне практичне и политичке импликације будући да би фиксирање девизног курса на прениском нивоу (прецјењена домаћа валута) значило вјештачко умањивање конкурентности земље, што би водило одливу девиза из земље, а затим и распродаји националне (било државне било приватне) имовине која би доспјела у руке странаца.

Подцјењивањем домаће валуте би се, с друге стране, вјештачки подигла конкурентност земље и тако изазвао прилив девиза. Ово би временом црпило економије спољнотрговинских партнера, који свакако не би дуго стајали скрштених руку, а за шта

постоје бројни историјски примјери. Да би помирили ова два опречна захтијева (стабилност девизног курса у условима промјењивости чак и фундаменталних варијабли које одређују девизни курс), историја међународног монетарног система је пуна различитих облика режима девизних курсева и механизма који су требали помоћи заинтересованим институцијама да стабилизују те курсеве.

1.5.1. Фактори при избору између фиксних и флукутирајућих режима девизних курсева

Истакли смо да постоји мноштво режима девизних курсева од којих сваки има неке предности и мане. Занимљиво је питање како у том мноштву одабрати оптималан девизни курс за неку земљу, односно који фактори детерминишу тај избор. Када се ради о избору фиксних девизних курсева најчешће се помиње Манделова теорија оптималних валутних зона. Она каже да су услови за одрживост фиксног девизног курса: мобилност фактора производње, флексибилност цијена, отвореност за трговину и разноврсност производње.

Међутим, већина економиста се слаже да је списак критеријума за избор девизног курса знатно дужи.

Зато кроз табелу бр. 5. дајемо кратак преглед основних²⁴ од тих критеријума и позиције наше три посматране земље по сваком од тих фактора.

Ипак, при анализи ових фактора битно је истаћи да су многи од њих ендегени тј. зависни од одбарног режима девизног курса, па их приликом оцјене о избору треба узети са резервом. Типичан примјер је одступање инфлације у земљи у односу на инфлацију у трговинским партнерима или учесталост домаћих номиналних удара у Србији, Хрватској и БиХ. Србија има доста већу инфлацију и чешће домаће номиналне ударе него друге двије земље између осталог и због одабраног режима девизног курса.

²⁴ Ковачевић, Р., *Девизни курсеве: режими и политика*, Београд: Институт за спољну трговину, 2002, стр. 4.

Табела бр. 5.

Фактори при избору режима девизног курса				
Карактеристике привреде	Позитивна корелација:	БиХ	Србија	Хрватска
Велика	Флексибилан девизни курс	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс
Отворена	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс
Кредитилитет монетарних власти	Флексибилан девизни курс	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс
Величина одступања инфлације у земљи у односу на инфлацију у трговинским партнерима	Флексибилан девизни курс	Фиксан девизни курс	Флексибилан девизни курс	Фиксан девизни курс
Степен развоја	Флексибилан девизни курс	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс
Концентрација трговне са једном великом земљом (монетарном зоном)	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс ²⁵	Фиксан девизни курс ²⁶	Фиксан девизни курс ²⁷
Учесталост иностраних номиналних удара	Флексибилан девизни курс	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс	Фиксан девизни курс
Учесталост домаћих номиналних удара	Фиксан девизни курс	Флексибилан девизни курс	Фиксан девизни курс	Флексибилан девизни курс
Осјетљивост привреде на реалне шокове	Флексибилан девизни курс	Флексибилан девизни курс	Флексибилан девизни курс	Флексибилан девизни курс
Мобилност радне снаге	Фиксан девизни курс	Флексибилан девизни курс ²⁸	Флексибилан девизни курс ²⁹	Флексибилан девизни курс ³⁰
Мобилност капитала	Флексибилан девизни курс	Флексибилан девизни курс	Флексибилан девизни курс	Флексибилан девизни курс

²⁵ Из података ЦББХ презентованих у Билтену 4-2010, табеле 35 и 36, се види да од 10 спољнотрговинских партнера највећих размјена са земљама ЕМУ и земљама које су своје валуте везале за евро чини око 70 % спољнотрговинске размјене.

²⁶ Из *Саопштења бр. 40*. РЗС Србије се види да од 10 највећих спољнотрговинских партнера размјена са земљама ЕМУ и земљама које су валуте везале за евро (БиХ, Хрватска, Македонија) чини око 80 % спољнотрговинске размјене Србије.

²⁷ Из података Државног завода за статистику Републике Хрватске, Приопћење: Робна размјена Републике Хрватске са иностранством за раздобље од сјјења до просинца 2010, табела 5, се види да око 70% спољнотрговинске размјене отпада на земље ЕМУ.

²⁸ Наш закључак како је у БиХ ниска мобилност радне снаге базирамо на истраживању портала *Moj-posao* (преузето са: <http://www.moj-posao.net/Vijest/69994/Mobilnost-radne-snage-2009/>, датум приступа 30.11.2010), те на запажањима проф. др Рајка Томаша изнијетим у раду: „Limited Possibilities of Adopting the Economy of Bosnia and Herzegovina to the External Pressures of the Economic Crisis“, *Acta economica*, Бања Лука, 2012, на стр. 26. (преузето са: <http://www.actaeconomica.efbl.org/broj17/e-ActaEconomica-broj17-RTomas.pdf>, датум приступа: 27.6.2012. године).

²⁹ Национална служба за запошљавање Републике Србије, *Извјештај о раду НСЗ за 2010*, Београд, 2011., стр. 2.

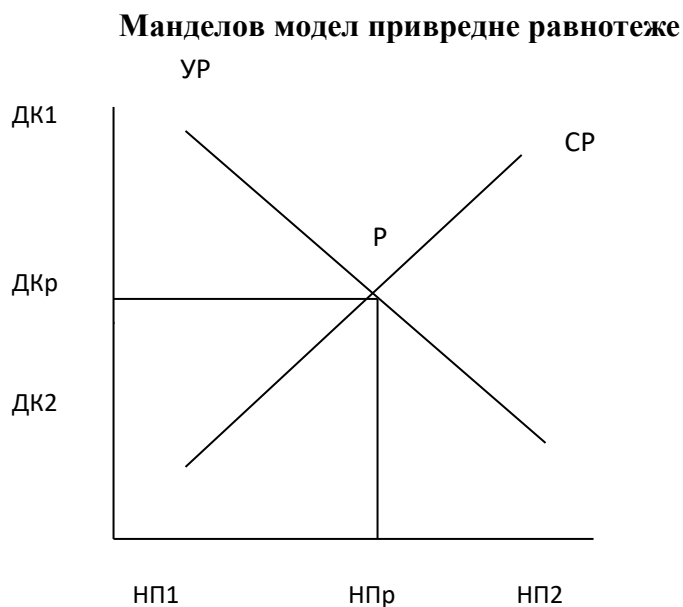
³⁰ До закључка да је мобилност радне снаге у Хрватској (а самим тим и са иностранством) ниска дошао је портал *Moj posao.net* на основу анкете коју су 2009. провели на 500 испитаника, (преузето са: <http://www.she.hr/karijera/slaba-mobilnost-radne-snage> , <http://www.she.hr/karijera/u-potrazi-za-kruhom>, датум приступа: 2.12.2011).

Извор: Систематизација изведена на основу извора датих у фуснотама

1.6. Макроекономски модел Роберта Мандела

Овај једноставни макроекономски модел износимо како бисмо објаснили значај ефикасности тржишта рада за достизање привредне равнотеже, а с обзиром на изабрани режим девизног курса. Визуелно је модел представљен у облику графика бр. 1.

График бр. 1.



Извор: Кристић И, „Одрживост валутног одбора у БиХ“, Дирекција за економско планирање Савјета министара БиХ, Сарајево, 2007., стр. 19.

Као што се види на апсциси је приказан ниво плата (НП), а на ординати девизни курс (ДК). Линијом УР је приказана унутрашња равнотежа (у облику пуне запослености), док је линијом СР приказана спољна равнотежа (равнотежа у платном билансу).

У тачци А плате (НПр) и девизни курс (ДКр) су на нивоу којим се осигурава општа привредна равнотежа.

Оно што је релевантно за наше истраживање и што објашњава пажњу коју ћемо посветити стању на тржишту рада је сљедећи закључак који се може извући из графика бр.

1.: Ако је девизни курс фиксан, а земља се налази изван тачке равнотеже сва прилагођавања морају се одвијати преко нивоа плата³¹.

1.7. Теорија немогућег тројства

Теорија о немогућем тројству каже да не можете истовремено имати фиксан девизни курс, аутономну монетарну политику и слободне токове капитала са иностранством³². Ово је лако објаснити тиме што аутономна монетарна политика (у једном дужем временском периоду) подразумева различите стопе инфлације између земље и иностранства. Различите стопе инфлације утичу на кретање реалног девизног курса, а управо је он један од фактора који утичу на конкурентност земље на међународном тржишту. Тако веће стопе инфлације у земљи него у иностранству воде апresiasiји реалног девизног курса, под условом да је номинални курс фиксан, а самим тим и до већег или мањег погоршања спољнотрговинске позиције (у зависности и од неких других фактора о којима ће касније бити више ријечи). Једино што би ово могло да ограничи на кратак рок је ограничена слобода кретања капитала између земље и иностранства будући да се дефицит текућег рачуна мора на неки начин покрити (за почетак занемарујемо сток девиза у земљи, а ван монетарних власти, те званичне девизне резерве као извор финансирања трговинског дефицита), приливом токова капитала из иностранства. Ови токови могу бити у облику стицања власништва над активом у земљи или у облику раста дугова владе и резидената једне земље ка иностранству. И један и други извор страног капитала имају своје лимите и не могу бити дугорочан извор финансирања дефицита. Када досегну своје лимите могуће је, евентуално, још неко вријеме покривати трговински дефицит трошењем девизних резерви. Када девизне резерве буду потрошене одбрана девизног курса под притиском постаје немогућа. Тада акумулирани дуг у иностранству ствара притисак за побољшање конкурентности земље како би се остварили девизни приливи неопходни за плаћање приспјелих рата претходно акумулираног дуга. У том тренутку земља је приморана да девалвира свој реални девизни курс што је могуће урадити на два начина: дефлацијом (унутрашњим прилагођавањем)

³¹ Кристић, И., „Одрживост валутног одбора у БиХ“, Дирекција за економско планирање Савјета министара БиХ, Сарајево, 2007. стр. 20.

³² Кругман, П., Обстфелд, М., *Међународна економија: теорија и политика*, Датастатус, Београд, 2009, стр. 650.

или девалвацијом номиналног девизног курса уз задржавање инфлације на нивоу инфлације у трговинским партнерима. Прва опција је изузетно непопуларана због тога што њено спровођење подразумијева смањење надница у земљи. Због тога је често једина политички прихватљива опција напуштање фиксног девизног курса и његова девалвација. До свега овога не би дошло да су токови капитала ограничени већ на почетку, због чега не би постојали извори за финансирање трговинског дефицита због чега не би ни дошло до трговине. Међутим, у ери глобализације гдје скоро све земље теже учешћу у међународним организацијама као што су ММФ, Свјетска банка, СТО, оваква ограничавања економских односа су изузетно ријетка па се *тројство практично своди на двојство*: на избор између активне монетарне политике и стабилности девизног курса.

ДИО II – РЕГИОНАЛНА ИСКУСТВА СА ПОЛИТИКОМ ДЕВИЗНОГ КУРСА: ПРИМЈЕРИ БИХ, СРБИЈЕ И ХРВАТСКЕ

Како је политика девизног курса дио оквира монетарне политике, у овом дијелу детаљније ћемо се бавити начинима функционисања монетарних власти у земљама које су предмет нашег посматрања, те ефектима њиховог рада, остављајући за почетак по страни питање утицаја на платни биланс коме ће бити посвећен посебан дио рада. Тиме прихватамо запажање да усвојена политика девизног курса има бројне економске ефекте осим утицаја на трговински суфицит/дефицит коме јавност посвећује највише пажње.

Због тога ћемо, за почетак, стећи ширу слику о томе на који начин су проведене реформе монетарних власти у БиХ, Србији и Хрватској у протеклих 15-ак година, односно у којој мјери је свака од њих усвојила шест³³ широко прихваћених постулата модерног централног банкарства.

Ипак, наглашавамо да смо свјесни да је ова посљедња економска криза донекле уздрмала опште прихваћена стајалишта о улози монетарних власти у економији и навела неке економисте³⁴ да изнесу теорије о цикличној промјени понашања централних банака кроз историју по многим кључним питањима као што су прихватљивости монетаризације буџетског дефицита, дискреционе монетарне политике наспрам политике засноване на чврстим правилима, политике засноване за стабилности цијена наспрам других квантитативних агрегата.

³³ Ове постулате је објаснио Фредерик Мишкин, у „Стратегије монетарне политике: како смо доспели овде?“ *PANOECONOMICUS*, 4 – 2006, Нови Сад, 2007, гдје на стр. 359 наводи следећих шест принципа: „Нема дугорочног односа размјене између запослености и инфлације, очекивања су од основне важности за исход монетарне политике, инфлација има високе трошкове, монетарна политика подлеже проблему временске недоследности, независност централних банака доприноси унапријеђењу ефикасности монетарних политика, снажно номинално сидро је од кључне важности за стварање добрих исхода монетарних политика.“

³⁴ Ugolini, S., „What do we really know about the long-term evolution of central banking? Evidence from the past, insights for the present“, Norges Bank's bicentenary project WP 15/2011, Oslo, 2011. стр. 23. (преузето са: http://www.norges-bank.no/en/about/published/publications/working-papers/_/2011/wp-201115, датум приступа: 13.5.2012. године).

Да би смо испунили зацртани циљ, овај дио рада подјељен је у двије цјелине. Прва се бави уређењем монетарних власти крајем 2010, док се друга бави анализом ефеката њиховог рада у протеклих 10-ак година по већем броју критеријума.

Да бисмо успоставили једнообразан метод анализе уређења монетарних власти фокусираћемо се на четири типа независности која се најчешће помињу у литератури (независност при избору циља, избора инструмената за вођење монетарне политике, персоналну и финансијску независност). О њима ћемо судити ослањајући се на анализу правне реулативе (закона о централним банкама), мада ће нам и други дио, кроз резултате њиховог рада, дати представу о стварном нивоу независности.

Четири типа независности, ако их схватимо имало шире, практично обухватају сва битна питања везана за функционисање монетарних власти. Тако кроз независност циља сазнајемо шта је и ко одређује циљ централне банке, анализа независности при избору монетарних инструмената нас упућује на начин на које монетарна власт намјерава да постигне зацртане циљеве, персонална независност, схваћена нешто шире обухвата и односе са околином али и анализу организационе структуру која треба да обезбједи независност монетарних власти од утицаја из вана итд.

2.1. Институционални оквир Централне банке Босне и Херцеговине

Уређење монетарног система Босне и Херцеговине какво постоји данас је настало под доминантним утицајем ММФ-а који је био савјетник за монетарна питања још у току мировних преговора у Дејтону, да би након тога дао приједлог Закона о Централној банци који је уз пар мањих измјена на снази и данас, па чак је и Гувернер ЦББХ у првих шест година био странац именован од стране ММФ-а.

Тако Централна банка БиХ какву данас познајемо постоји од 1997. године и по принципима функционисања дијаметрално се разликује од претходних искустава БиХ на овом пољу, бар од времена након Другог свјетског рата.

Као што смо рекли оснивање ЦББХ је предвиђено Дејтонским мировном споразумом (члану VII) који гласи:

"Постојаће Централна банке Босне и Херцеговине која ће бити једина одговорна за издавање новца и монетарну политику у цијелој Босни и Херцеговини. Надлежности

Централне банке одређиваће Парламентарна скупштина. Међутим у првих шест година од ступања на снагу овог устава, Централна банка неће моћи давати кредите штампањем новца и у том погледу ће функционисати као currency board, после тога Парламентарна скупштина може ту надлежност дати Централној банци....”

Дакле, овај споразум није предвидио само оснивање ЦББХ већ је и експлицитно одредио да начин њеног функционисања у првих шест година буде **монетарни одбор**. Након истека овог периода парламент БиХ је, по споразуму, могао одлучити о промјени модела функционисања ЦББХ.

У складу са тим Парламент БиХ је 1997. године донио Закон о ЦББХ у којем су прецизирана питања која се тичу функционисања Централне банке БиХ. Овај закон је, као што смо рекли мијењан и допуњаван неколико³⁵ пута у складу са накнадним проширивањем функција (функција у платном промету, Централни регистар кредита, спрјечавање прања новца, координатор ентитетских агенција за банкарство итд.). Ипак, дио који се односи на монетарни одбор није мијењан иако је Парламент БиХ имао могућност да и тај дио промијени већ седме године након увођења. То говори у прилог ставу да су власти БиХ задовољне начином функционисања ЦББХ (укључујући и режим девизног курса) тј. резултатима њеног рада или да бар из њихове перспективе не постоји адекватна алтернатива.

1.7.1. Циљеви ЦББХ

Централна банка БиХ има врло занимљиво постављене циљеве. О њима сама Банке каже, између осталог, следеће:

„Основни циљеви и задаци Централне банке су утврђени законом сагласно Општем оквирном споразуму за мир у БиХ. Централна банка Босне и Херцеговине одржава монетарну стабилност у складу са "currency board" аранжманом (1KM : 0,51129 EURO), што значи да издаје домаћу валуту уз пуно покриће у слободним конвертибилним девизним средствима по фиксном курсу 1KM : 0.51129 EURO. Централна банка дефинише и контролише провођење монетарне политике Босне и Херцеговине. Централна банка управља службеним девизним резервама оствареним издавањем домаће валуте.

³⁵ Закључно са 31.12. 2010. учињене су шест допуна Закона о ЦББХ.

Централна банка помаже и одржава одговарајуће платне и обрачунске системе. Такође координирање дјелатности агенција за банкарство бх. ентитета, обје су надлежне за издавање дозвола за рад и супервизију банака³⁶.”

Из претходног се могу уочити чак три занимљиве ствари. Прво, можемо примијетити да творац ових циљева на одређен начин изједначава цјеновну стабилност са системом монетарног одбора или да пак очување монетарног одбора поставља за циљ равноправан цјеновној стабилности. Касније ћемо показати да, иако искуство говори друкчије, теорија сугерише да монетарни одбор и цијенова стабилност не морају увијек да иду руку под руку. Друга битна ствар коју треба примијетити је да независност Централне банке постоји само у односу на трећа лица, тј. нико без промјене Закона не може наметнути ЦББХ било који други циљ. Међутим, дефинисање овог питања на овај начин (кроз укључивање одржавања система монетарног одбора као равноправног циља) неутралише могућност чак и руководству ЦББХ да само бира циљеве. Тиме се значајно подиже повјерење јавности у саму Банку. Трећа занимљива ствар је да се банци не приписује било каква одговорност за постизање било каквих других општих економских циљева као што су привредни раст, запосленост, спољнотрговинска равнотежа и слично, чак и када достизање ових циљева не би било у супротности са правилима функционисања монетарног одбора, што је на фону либералног става како монетарна политика дугорочно не може да остави никаквог ефекта на реалне варијабле већ само може да изазове инфлацију.

2.1.2. Инструменти монетарне политике које користи ЦББХ

И инструменти монетарне политике су дефинисани у самом Закону мада не увијек експлицитно. Тако се дисконтни шалтер експлицитно искључује као могући инструмент монетарне политике³⁷ ЦББХ, баш као и операције на отвореном тржишту³⁸.

Са друге стране Закон намјењује³⁹ обавезним резервама улогу јединог инструмента монетарне политике ЦББХ. Међутим, одмах овдје желимо да на кратко изађемо из анализе

³⁶ ЦББХ, преузето са: <http://www.cbbh.ba/index.php?id=13&lang=sr>, датум увида: 25.10.2010.

³⁷ Закон о ЦББХ, члан 1, став 1 и члан 67, став 1, Службени гласник БиХ 76/06.

³⁸ Закон о ЦББХ, члан 37, анешто индиректније у члану 31, Службени гласник БиХ 76/06.

³⁹ Закон о ЦББХ, члан 36, став г, Службени гласник БиХ 76/06.

законског оквира и подсјетимо да је стварна могућност ЦББХ да користи и овај инструмент практично незнатна будући да комерцијалне банке у БиХ држе код ЦББХ два пута више средства него што су дужне по основу обавезних резерви⁴⁰. Оне ово чине због тога што немају довољно квалитетних клијената којима би одобриле кредите док са друге стране од централне банке добијају (минималну) камату на депонована средства. Због тога повећање или смањење стопе обавезних резерви не би значајније утицало на новчану масу већ само на прерасподјелу између обавезних резерви и вишка резерви.

Посебно је занимљиво да ЦББХ није диференцирала обавезне резерве према валутној структури, док је диференцирање по рочној структури извршено као антикризна мјера у току 2009. Ово је штета јер би на тај начин овај инструмент добио већу употребљивост у постизању различитог третмана штедње у домаћој и страним валутама. На тај начин би се могла подстицати штења у домаћој валути и, бар донекле, контролисати (стерилисати) утицај дотока девиза кроз банкарски систем. Наиме, стране „мајке“ банке су пласирале значајан дио средстава у домаће „кћерке“, банке путем полагања депозита код њих.

ЦББХ никада није увела ни граничне обавезне резерве као инструмент монетарне политике, мада то не би било у супротности са системом валутног одбора, као ни обавезна девизна потраживања.

ЦББХ никада није размишљала ни о промјенама Закона које би јој омогућиле да размишља о потенцијалној монетаризацији слободних девизних резерви о којима смо већ говорили. У теорији се каже како монетарне власти у систему монетарног одбора али са знатним вишком девизних резерви (које су створене као својеврсни „амортизер“ у случају кризе) имају простора да одобравају кредите и да при томе не наруше основна три принципа монетарног одбора. Додајмо свему овоме да регулацију банкарског система у БиХ врше ентитетске агенције за банкарство у чијој надлежности је да прате адекватност капитала, укључујући и дефинисање класификације кредита и издвајања за доспјеле и ненаплативе кредите, па стичемо слику колико је ЦББХ крајем 2010. беспомоћна да значајније реагује на спољне и унутрашње шокове.

Колико су ЦББХ везане руке можда најбоље говори чињеница да је улогу значајног средства у условима притиска на девизне резерве додијелила *забрани обављања*

⁴⁰ ЦББХ, *Билтен* 4-2011, табела бр. 23, Сарајево, 2012.

трансакција у страној валути на територији БиХ⁴¹ која је практично проведена кроз ентитетске Законе о девизном пословању.

Ни овдје се наравно не ради о инструменту монетарне политике већ мјери која, додуше, може дати одређене ефекте на краћи рок тиме што приморава све секторе економије да штедњу у страној валути претварају у домаћу валуту када желе да обаве одређене трансакције унутар земље.

Треба нагласити да постоје одређене разлике међу монетарним властима у систему валутног одбора које се тичу начина на који је могуће продати или купити девизе од монетарних власти. Тако је нпр. ЦБ Естоније користила (до краја 2010. када је ова земља приступила ЕМУ), тзв. „валутни прозор“ где је било могуће успоставити директан контакт са монетарним властима. С друге стране ЦББХ је изградила систем у којем девизе купује или продаје искључиво комерцијалним банкама, преко којих и друга правна и физичка лица могу вршити валутне конверзије.

Из претходног можемо закључити да избором законодаваца у БиХ ЦББХ не посједује инструменте за вођење активне монетарне политике.

2.1.3. Покриће новчане масе девизним резервама

Иако систем монетарног одбора зацртава основни начин функционисања монетарних власти, свака Централна банка која функционише по овом принципу има одређене специфичности. У теорији најважније разлике међу монетарним властима које функционишу по принципима монетарног одбора се тичу процента девизног покрића за монетарну пасиву и начина на који лица заинтересована за купопродају девиза ступају у контакт са монетарним властима (индиректно или директно). Што се тиче девизног покрића за монетарну пасиву ту можемо говорити о три типа монетарних власти:

а) Покриће мање од 100% какво је некада користила Аргентина се сматра квази-валутним одбором јер не задовољава три основна принципа „пунокрвног“ валутног одбора;

⁴¹ Ово јој је омогућено у складу са Законом о ЦББХ (Службени гласник БиХ 76/06), члан 48, став 2, који гласи: „Централна банка или други ауторитети неће постављати ограничења на плаћања и међународне трансакције, осим ако Централна банка не одлучи да су таква ограничења потребна за извршење обавеза Босне и Херцеговине, у складу са међународним законом. О свим овим питањима Управно вијеће трба донијети једногласну одлуку.“

б) Покриће равно 100% је неоспорни валутни одбор, али је оваква ситуација ријетка у пракси, између осталог и зато што све централне банке желе да имају одређене резерве као покриће за ризике повезане са инвестирањем девизних резерви;

в) Банке са покрићем већим од 100% монетарне пасиве. У овом случају централне банке имају потпуно покриће за монетарну пасиву, ризике повезане са инвестирањем девизних резерви и одређен вишак. Ово посљедње је најчешћа категорија и у њу спада и ЦББХ са Законским захтјевом за 105% покриће⁴² што се може видјети из табеле бр. 6.

Табела бр. 6.

Девизне резерве и монетарна пасива ЦББХ					
Година:	Нето девизне резерве ⁴³	Монетарна пасива ⁴⁴	Готовина у оптицају	Омјер девизних резерви и монетарне пасиве	Омјер девиз. рез и готовине
1997.	144,1	160,3	114,6	0,90	1,26
1998.	283,3	253,9	167,5	1,12	1,69
1999.	866,9	836,7	538,4	1,04	1,61
2000.	1027,3	973,2	695,9	1,06	1,48
2001.	2708,4	2591,6	1,806,0	1,05	1,50
2002.	2482,9	2345,2	1,868,7	1,06	1,33
2003.	2791,9	2627,7	1,721,9	1,06	1,62
2004.	3478,0	3303,6	1,817,4	1,05	1,91
2005.	4223,5	4010,1	1,907,2	1,05	2,21
2006.	5450,7	5182,6	2,154,2	1,05	2,53
2007.	6697,6	6303,9	2,439,7	1,06	2,75
2008.	6294,8	5727,5	2,552,4	1,10	2,47
2009.	6211,2	5705,5	2,267,7	1,09	2,74
2010.	6456,3	5969,6	2,497,5	1,08	2,59

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 2-2011*, табеле бр. 10 и 33, Сарајево, 2011.

Из претходне табеле се види да ЦББХ има преко 100% девизног покрића монетарне пасиве, тј, условно говорећи, вишак девизних резерви (назван нето слободне девизне резерве). Међутим треба имати на уму да поред 100% покрића за монетарну пасиву (што захтијева валутни одбор), свака банка мора имати и дио средстава која служе за покривање потенцијалних губитака које централна банка евентуално направи при управљању девизним резервама (такви губитке је ЦББХ убиљежила у 2010. и 2011). У том смислу покриће преко 100% је неопходно како тај евентуални губитак не би довео у питање принципе валутног одбора.

⁴² Члан 27 став а, *Закон о ЦББХ*, Службени гласник БиХ, 76/06.

⁴³ Нето девизне резерве представљају разлику између бруто девизних резерви и обавеза према нерезидентима.

⁴⁴ Монетарну пасиву ЦББХ чине новац изван монетарних власти и депозити резидената код монетарних власти.

Начин на који ЦББХ ствара ове резерве за евентуалне губитке је једноставан. Он настаје издавањем из прихода које остварује управљајући девизним резервама земље. Годишњи приход који је ЦББХ остваривала по тој основи износио је прије избијања свјетске економске кризе преко 200 милиона КМ. Од избијања свјетске економске кризе пао је на око 100 милиона КМ годишње, а захваљујући паду пасивних каматних стопа код институција код којих је ЦББХ до сада чувала девизне резерве.

Из тих средстава је издржавано особље банке (у задњих пар година око 35 милиона КМ годишње), исплаћиване су минималне камате на депозите комерцијалних банака код ЦББХ, дио средстава је пребациван трезору⁴⁵ БиХ док је дио добити задржаван да би појача капитал банке. Тај задржани дио заправо није тако мали јер је довео до стварања слободних девизних резерви које су на свом врхунцу (2008. године) износиле 567,3 милиона КМ. Захваљујући томе је и капитал ЦББХ досегао 500⁴⁶ милиона КМ.

2.1.4. Персонална независност

Велики дио Закона је посвећен управо обезбјеђивању персоналне независности ЦББХ. Она се штити уопштеним одредбама као што је;

„Самосталност Централне банке биће поштована и нико не може бесправно тражити да се утиче на било којег члана тијела Централне банке које доноси одлуке у извршавању његових дужности према Централној банци нити да се мијеша у дјелатност Централне банке⁴⁷“, али и врло конкретним одредбама као што су оне које се односе на избор, разрјешење, изузеће од одговорности и сукоб интереса у Банци.

Тако чланове Управног вијећа ЦББХ (које је највише управно тијело ЦББХ) и Гувернера бира Предсједништво БиХ као највиши државни орган и то на период од шест година⁴⁸ што је дуже од једног изборног циклуса. Такође је прецизирано да чланови Управног вијећа не могу бити смјењени⁴⁹ осим у четири тачно дефинисана случаја и да

⁴⁵ Овај износ се значајно мијењао током времена. Највеће пребацивање средстава Трезору се одиграло 2008. године када им је ЦББХ пребацила 119,7 милиона КМ (извор: *Годишњи извјештај ЦББХ за 2008*, Сарајево, 2009, стр. 7).

⁴⁶ ЦББХ, *Билтен 4-2010*, табела бр. 10, Сарајево, 2011.

⁴⁷ Закон о ЦББХ, члан 3, Службени гласник БиХ 76/06.

⁴⁸ Закон о ЦББХ, члан 8, став 4, Службени гласник БиХ 76/06.

⁴⁹ Закон о ЦББХ, члан 11, Службени гласник БиХ 76/06.

посједују имунитет који може да uklони само Парламентарна скупштина БиХ. Персонална независност се појачава и члановима 21. и 23. којима се управи и особљу ЦББХ забрањује да обављају неко друго запослење или примају кредит од било кога другог осим од Централне банке.

2.1.5. Искуства са монетарним одбором у БиХ у протеклих тринаест година (у периоду 1997 – 2010. године)

У овом дијелу ћемо да изложимо искуства резидената са монетарним системом БиХ од увођења валутног одбора. Ова анализа ће добити посебну тежину након што упоредимо искуства у све три земље. Ипак, није једноставно говорити о резултатима било ког монетарног система, будући да је неопходно обухватити и оно што је очито и остварено због чега доминантно обликује субјективни утисак јавности о монетарном систему, али и све оне друге трендове и посљедице које уочава само стручна анализа која има у виду дужу временску перспективу или чак укључује и неостварене али присутне шансе и пријетње. Осим тога, на неке варијабле монетарна кретања имају само дјелимичан или индиректан утицај па је доношење закључака на основу њиховог посматрања само дјелимично утемељено.

Да би наша анализа била што објективнија определијелили смо се за широк дијапазон критеријума који ће нам дати темељну слику резултата примјењених монетарних система. Тако наши критеријуми обухватају:

- 1.) Цјеновну стабилност*
- 2.) Стабилност девизног курса*
- 3.) Кретање реалног девизног курса*
- 4.) Утицај монетарног система на фискалну дисциплину*
- 5.) Утицај изабраног режима девизног курса на финансијску стабилност у земљи*
- 6.) Подложност спекулативим ударима*
- 7.) Кретање домаће штедње*
- 8.) Капитализованост банкарског сектора*
- 9.) Девизне резерве, инфлација и неликвидност (политика стерилизације)*
- 10.) Искуства са кризом 2008.*

Наравно, имамо на уму да између већег броја ових критеријума постоје блиске међусобне везе због чега им је резултате тешко „хируршки“ одвојити.

2.1.5.1. Цјеновна стабилност и стабилност девизног курса

Монетарни одбор ужива широку подршку у БиХ, углавном, због тога што је у кратком року показао *способност стварања и оджавања цјеновне стабилности и стабилности девизног курса*. Иако се ради о два одвојена ефекта, њих јавност у БиХ посматра заједно будући да је моментално по увођењу овог система (што је укључивало фиксирање девизног курса) дошло до стабилизације цијена и тај период траје до данас. Конкретни подаци о кретању стопе инфлације су дати у табели бр. 7.

Табела бр. 7.

Стопа инфлације у БиХ у периоду 2000 – 2010. године												
Год.:	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	Просј.
ИПЦ	4,8	3,1	0,4	0,6	0,4	3,8	6,1	1,5	7,4	-0,4	2,1	2,7

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табела бр. 5, Сарајево, 2011.

Просјечна стопа инфлације од 2.7% годишње у протеклој деценији сврстава БиХ у групу привилегованих земаља са високом цјеновном стабилношћу и говори врло похвално о монетарном систему БиХ.

Што се тиче стабилности девизног курса нећемо дати посебну табелу будући да смо још у табели бр. 2. показали да је он од 1998. непромјењив спрема евра, што је једна од основних карактеристика оваквог монетарног одбора.

2.1.5.2. Кретање реалног девизног курса

Као што смо у уводном дијелу показали теорија сугерише да је битно кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса, док је кретање било ког билатералног реалног девизног курса од мање⁵⁰ важности. Ми ћемо овдје приказати

⁵⁰Ипак треба примјетити да ако једној земљи нека валутна област представља доминантног трговинског партнера (као што БиХ, Србији и Хрватској доминантног партнера представљају земље ЕМУ и земље које су своје валуте везале за евро, онда и такав билатерални реални курс може бити од велике важности.

кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса (табела бр. 8). Одмах на почетку је битно примијетити да ниска просјечна стопа инфлације у земљи у посматраном периоду, сугерише да акумулирана разлика у инфлацијама између БиХ и главних трговинских партнера не би требала бити изражена. Штавише да би за БиХ реалније било да је дошло до депресијације реалног девизног курса.

Табела бр. 8.

Кретање РЕЕР 20 ⁵¹	
Година:	РЕЕР 20 (2005. = 100)
2002.	98,93
2003.	98,50
2004.	100,10
2005.	99,98
2006.	97,88
2007.	100,44
2008.	99,09
2009.	98,41
2010.	99,94

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табела бр. 50, Сарајево, 2011.

Претходна табела потврђује оваква очекивања будући да се из ње види да је мултилатерални (ефективни) реални девизни курс од тренутка када је ЦББХ почела да га израчунава и објављује био врло стабилан.

2.1.5.3. Утицај монетарног система на фискалну дисциплину

Систем монетарног одбора је, у оквиру својих могућности, максимално извео државу на чистац када се ради о буџетском дефициту и начину његовог финансирања. Тако држава нема могућност добијања кредита од централне банке, па нема ни могућност да финансира буџетски дефицит из примарне емисије. Поред тога немогућност да државне ХоВ послуже другим субјектима као колатерал за добијање кредита је онемогући чак и индиректно финансирање буџетског дефицита. Тако је држави практично ускраћена могућност наплате прикривеног „инфлаторног“ пореза. Умјесто тога држава је приморана

⁵¹ Ради се о истих 20 земаља које смо навели у фусноти бр. 4 приликом објашњења значења РЕЕР-а 20 ЦББХ датог у табели бр. 1.

да евентуалне буџетске дефиците покрива задуживањем по комерцијалним условима. С обзиром на релативно низак кредитни рејтинг БиХ ово представља озбиљно фискално ограничење.

Кретање буџетског суфицита/дефицита власти БиХ у периоду 2003⁵²-2010. године дато је у табели бр. 9.

Табела бр. 9.

Владине⁵³ финансије у БиХ								
Година:	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Буџетски суфицит/дефицит опште Владе БиХ (у мил. КМ)	102,6	253,9	410,8	550,9	258,1	-539,3	-1.070	-611,9

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 2-2011*, табела бр. 40, Сарајево, 2011.

Као што се види буџетски суфицит/дефицит власти у БиХ постоји, али ниједну КМ власти БиХ не дугују ЦББХ, а и у вријеме када је земља биљежила буџетски суфицит спољни дуг земље се смањивао. Разлоге за промјену из суфицита у дефицит општег сектора Владе БиХ од 2008. године ћемо посебно обрадити у трећем дијелу овог рада.

2.1.5.4. Утицај изабраног режима девизног курса на финансијску стабилност у земљи

Веза курса и стабилности финансијског система полази од валутне (не)усклађености активе и пасиве банака и утицаја који би промјена девизног курса могла да има због тога.

Наиме, приватизација банкарског сектора БиХ изведена је на начин да се исти по њеном окончању нашао у доминантно страном власништву што је поред позитивних ефеката створило и одређене околности које би се могле негативно одразити на

⁵² Период посматрања почиње од 2003. године јер је ЦББХ тек од ове године почела да публикује овај податак.

⁵³ У *Владине финансије*, према методологији ЦББХ кориштеној у табели бр. 40, Билтена 2-2011, спадају буџети институција БиХ, ентитета (Републике Спске и ФБиХ) и дистрикта Брчко.

финансијску стабилност земље и њен дугорочан развој поготово ако се период економске нестабилности настави.

Конкретније, нека⁵⁴ истраживања показују да су банке у власништву државе склоније да се понашају контрациклично (повећавајући понуду кредита у периодима кризе, а ограничавајући раст недепозитних извора у периодима просперитета), док се банке у приватном власништву понашају проциклично.

Осим тога различита емпиријска истраживања показују да постоји разлика у понашању приватних банака у зависности да ли је ради о домаћем или страном власништву на начин да се банке у страном власништву лакше одлучују за смањење понуде кредита или чак повлачење капитала из земаља са дуготрајним економским проблемима⁵⁵.

Тако су и у случају БиХ банке у страном власништву биле носиоци брзе кредитне експанзије у периоду релативног просперитета, али нису нашле за сходно (или им није било довољно економски исплативо) да испрате исту подстицањем домаће штедње. Умјесто тога, оне су се значајно ослониле на недепозитне изворе средстава углавном у облику задуживања у иностранству. То им је наметнуло обавезу да усагласе валутну структуру активе и пасиве, што су оне и учиниле индексирањем кредита – чиме су валутни ризик пребациле на грађане и привреду. Тако је крајем 2010. године, у Републици Српској 89%⁵⁶ укупне активе валутно осјетљиво (углавном путем индексације обавеза клијената на девизни курс, а мањим дијелом директним одобравањем кредита и других банкарских пласмана у страној валути). Захваљујући томе што су обавезе мање од активе, док капитал није било могуће индексирати, укупна отворена дуга девизна позиција је

⁵⁴ Bertay, A., Demirgüç-Kunt, A., Huizinga, H., „*Bank Ownership and Credit over the Business Cycle: Is Lending by State Banks Less Proccyclical?*” The World bank, WBS 6110, Washington D.C, 2012, стр. 15. (преузето са: http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469382&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000158349_20120629103609 датум приступа: 14. 4. 2012. године).

⁵⁵ Cull, R., Martínez Pería, M., „*Bank Ownership and Lending Patterns during the 2008–2009 Financial Crisis Evidence from Latin America and Eastern Europe*”, The World bank, WBS 6195, Washington D.C, 2012, стр. 19. (преузето са: <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-6195>, датум приступа: 12.4.2012. године).

⁵⁶ Агенција за банкарско Републике Српске, *Извјештај о стању у банкарско систему Републике Српске за период 1.1.2010.- 31.12.2010*, Бања Лука, 2011, стр. 48.

13⁵⁷%, што се чини значајним али је испод законског максимума од 30%. Међутим, захваљујући фиксном девизном курсу валутни ризик у БиХ се није остварио.

Осим тога, битно је нагласити да различита истраживања⁵⁸ показују да већа стабилност девизног курса (као и виши степен финансијске интеграције) позитивно утичу на стабилизацију прекограничних банкарских позајмица између мајки–банака из развијених земаља Европе и банака–кћери из мање развијених земаља ЈИ Европе. То у одређеној мјери говори у прилог систему валутног одбора и начину на који је изведена реформа банкарског сектора у БиХ.

Међутим, подаци који не говоре у прилог одржавању стабилности финансијског система су пораст проблематичних кредита и пад профитабилности банкарског сектора БиХ у периоду 2008- 2010. Тако је проценат проблематичних кредита порастао са 3,1⁵⁹% на 11,4%, док је профитабилност пала са 4,3⁶⁰% на -5,5%.

Међутим, ови подаци се не могу директно довести у везу са кретањем девизног курса који је остао стабилан.

2.1.5.5. Подложност шпекулативним ударима

ЦББХ је успјела да задржи непромијењен номинални девизни курс у реално тешким околностима крајем 2008. Додуше, ово је пошло за руком свим европским земљама (односно њиховим монетарним властима) које функционишу по принципу валутног одбора (Естонији, Литванији, Бугарској). То се може објаснити и *инхерентним декужирањем шпекулативних удара* од стране валутног одбора, што је још једна предност овог система.

Зашто систем монетарног одбора није подложен шпекулацијама, иако се зна да су фиксни режими девизног курса плодно тло за њих? Прије свега систем монетарног одбора

⁵⁷ Ibid.

⁵⁸ Herrmann, S., Mihaljek, D., „The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: New empirical evidence on the spread of financial crises”, BOFIT Discussion Papers 3/2011, Helsinki, 2011, стр. 31. (преузето са: www.bis.org/publ/work315.htm, датум приступа: 23. 5. 2012. године).

⁵⁹ Coccozza, E., Colabella, A., Spadafora, F., „The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe”, IMF, WP 11/300, Washington D.C, 2011, стр. 54. (преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11300.pdf>, датум приступа: 15.7.2012. године).

⁶⁰ Ibid.

има девизне резерве на нивоу 100% и више монетарне пасиве и ова институција гарантује само за тај новац. Монетарне власти немају обавезу да интервенишу на девизном тржишту како би одржале курс (за разлику од класичног фиксног курса) тако да се не упуштају у „надмудривање“ да ли су девизне резерве довољне. То шпекуланте ограничава на калкулисање да ли је социјални притисак одржавања система монетарног одбора превисок, док је са практичне стране јасно да је девизни курс фиксан све док постоји и једна јединица домаће валуте у промету. Шпекулације су у БиХ још теже изводљиве, због тога што није изграђено тржиште финансијских деривата, па шпекуланти не могу да користе сложене механизме шпекулативних удара, већ морају „ићи пешке“. Тако би шпекуланти, ако би жељели да изврше притисак на спољну вриједност КМ морали бити у стању да у самој земљи прибаве довољне количине домаће валуте коју би онда мијењали за девизе које би износили из земље до нивоа када би пад новчане масе изазвао дубоку економску кризу. Овакве шпекулације у БиХ у протеклом периоду нису забиљежене.

2.1.5.6. Кретање штедње

Посљедица монетарне стабилности је и раст повјерења јавности у монетарне власти које је дуго било на ниском нивоу као посљедица лоших искустава из претходног периода. Тиме су створени повољни услови за све даље реформе, што се посебно показало приликом реформи финансијског сектора, где је поред приватизације банака, монетарна стабилност пресудно утицала на повратак традицији штедње која је била практично прекинута када су штедишама из доба СФРЈ одузета њихова права. О повратку повјерења у домаћи банкарски систем и посебно у домаћу валуту говори табела бр. 10.

Табела бр. 10.

Штедња у БиХ			
Година:	Штедња у домаћој валути (у мил. КМ)	Штедња у иностраној валути (у мил. КМ)	Укупна штедња (у мил. КМ)
1997.	188,7	1.028,4	1.217,1
1998.	194,3	1.062,0	1.256,3
1999.	658,7	1.161,2	1.819,9
2000.	903,9	1.049,8	1.953,7
2001.	1.264,3	2.006,4	3.270,7
2002.	1.758,5	1.965,8	3.724,3
2003.	2.274,2	2.091,8	4.366,0
2004.	2.897,2	2.681,2	5.578,4
2005.	3.623,4	3.252,8	6.876,2
2006.	4.800,1	3.998,3	8.798,4
2007.	6.138,1	5.962,7	12.100,8
2008.	5.909,6	6.028,7	11.938,3
2009.	6.217,5	5.970,7	12.188,2
2010.	6.446,5	5.968,5	12.525,0

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табела бр. 20, Сарајево, 2011.

Као што се види од увођења система монетарног одбора у БиХ штедња је порасла преко 10 пута. Штедња у домаћој валути је расла и брже, али тај податак ипак није довољно поуздан будући да је прелазак на КМ са других валута које су кориштене у БиХ био постепен и свакако није завршен те 1997. године. Горе изнијети подаци, само прерачунати у релативне величине како би се јасније видио раст повјерења у монетарне власти (кроз валутну структуру штедње) су дати у табели бр. 11.

Табела бр. 11.

Валутна структура штедње у БиХ (као % укупне штедње)										
Година:	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Штедња у КМ	38,6	47,2	52	52	52,7	54,6	50,7	49,5	51	51,5
Штедња у страним валутама	51,4	52,8	48	48	47,3	45,4	49,3	50,5	49	48,5

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табела бр. 20, Сарајево, 2011.

Ипак, укупни обим штедње је и даље далеко испод очекиваног нивоа што је последица других фактора (прије свега ниског животног стандарда), који, за разлику од монетарне стабилности и приватизације банкарског сектора, нису ишли на руку бржем расту штедње.

2.1.5.7. Капитализованост банкарског сектора

Изабрани оквир монетарне политике БиХ (валутни одбор) оставио је трага и у овој области. Тако је последица чињенице да ЦББХ не може давати кредите банкама утицала на то да се од банкарског система очекују нешто више стопе адекватности капитала. То се показало нарочито битним у вријеме кризе, будући да се губици по основу ненаплативих кредита покривају из резерви за губитке које су дио властитог капитала банака. Солидну капитализованост банака у БиХ можемо видјети из наредне двије⁶¹ табеле.

Адекватност капитала банака са сједиштем у Републици Српској приказана је у табели бр. 12.

Табела бр. 12.

Адекватност капитала банака у Републици Српској			
	31.12.2008.	31.12.2009.	31.12.2010
Адекватност капитала ⁶² (%)	15,7	15,77	16,94 ⁶³

Извор: Сачињено на основу података АБРС-а из *Извештаја о стању у банкарском систему Републике Српске на 31.12.2010*, Бања Лука, март 2011, стр. 35.

Адекватност капитала банака са сједиштем у ФБиХ приказана је у табели бр. 13.

Табела бр. 13.

Адекватност капитала банака у ФБиХ			
	31.12.2008.	31.12.2009.	31.12.2010
Адекватност капитала ⁶⁴	16,4	16,1	16,2

Извор: Сачињено на основу података ФБА из *Информација о банкарском систему ФБиХ на 31.12.2010*, Сарајево, фебруар 2011, стр. 29.

⁶¹ Надлежност за праћење адекватности капитала банака у БиХ је подјељена по територијалном принципу између двије банкарске агенције (Агенције за банкарство Републике Српске и Федералне банкарске агенције), због чега су и ови подаци приказани у одвојеним табелама.

⁶² Израчуната као омјер властитог капитала банака спрам ризиком пондерисане активе у складу са Безелским споразумом I о минималној капитализованости банака.

⁶³ У току 2010. АБРС је измјенила методологију извјештавања тј. ускладила је са Међународним рачуноводственим стандардима (МРС). Уз ову новију методологију коефицијент адекватности капитала је пао на 16,19%, али смо ми ради упоредивости података у табелу унијели коефицијент по старој методологији извјештавања

⁶⁴ Ibid.

За тумачење података треба знати да је у БиХ на снази споразум Базел I који захтијева од банака у ЗУТ 12% покриће у властитом капиталу за ризиком пондерисану активу. Као што се види, стопа адекватности капитала банака у БиХ је за око 25% већа од законског минимума.

2.1.5.8. Девизне резерве, инфлација и неликвидност (ефикасност стерилизације)

Основна мана коју теорија приписује монетарном одбору је вођење пасивне монетарне политике која не одговара потребама домаће привреде⁶⁵. Наиме, у овом систему новчана маса (бар када се ради о нижим новчаним агрегатима) доминантно зависи од кретања девизних резерви. Ово је случај и у БиХ која је, како је то објаснио проф. др Рајко Томаш, „Избором валутног одбора и евра као резервне валуте одбацила вођење монетарне политике и препустила то, прије свега, Дојч банци, а онда и Европској централној банци⁶⁶“.

Последица овог поступка је да, услед различите динамике привредних циклуса⁶⁷ у ЕУ и БиХ и чињенице да ЦББХ не води ни политику девизног курса ни политику стерилизације⁶⁸, долази до цикличних смјена кризе девизног курса и кризе девизних резерви у интервалима од свега неколико мјесеци⁶⁹. Ово доводи до нестабилних услова за пословање због чега је БиХ постала жртва „кризе валутне заразе⁷⁰“.

Из свега претходног јасно се види да систем монетарног одбора игнорише постулате класичне монетарне политике какву је препоручивао један од најзначајнијих монетарних економиста XX вијека Милтон Фридман. Подсетимо се, Фридман је сугерисао да се здрава монетарна политика заснива на стабилном расту новчане масе у току дужег

⁶⁵ Јовановић-Гавриловић, П., „Међународне пословне финансије“, Економски факултет Београд. Београд, 2000, стр. 145.

⁶⁶ Tomaš, R., „Limited Possibilities of Adopting the Economy of Bosnia and Herzegovina to the External Pressures of the Economic Crisis“, *Acta economica*, Banja Luka, 2012, стр. 15. (преузето са: <http://www.actaeconomica.efbl.org/broj17/e-ActaEconomica-broj17-RTomas.pdf>, датум приступа: 27.6.2012. године).

⁶⁷ Ibid, стр. 18.

⁶⁸ Ibid, стр. 27.

⁶⁹ Ibid, стр. 18.

⁷⁰ Ibid, стр. 27.

временског периода, док се та стабилна стопа раста израчунава на основу свега неколико битних макроекономских варијабли (Friedman's k-percent rule)⁷¹.

Ипак, док је Фридман овакву политику препоручивао већим и развијенијим земљама како би избјегле проблеме инфлације и неликвидности, сама чињеница да земље које су прихватиле валутни одбор воде пасивну монетарну политику сугерише потенцијално постојање једног од два проблема:

1. Инфлације у случају да прилив девиза надмашује потребе земље за новцем,
2. Неликвидности у случају да долази до брзог пада девизних резерви уз одржавање привредне активности на дотадашњем нивоу.

Како бисмо проверили да ли се овај проблем материјализовао у БиХ у протеклом периоду саставили смо табелу бр. 14. у којој смо представити кретање девизних резерви, РБДП-а и инфлације.

Табела бр. 14.

Кретање девизних резерви, РБДП-а и инфлације у БиХ у периоду 1999 - 2010.			
	Године		
	Промена нето девизних резерви (у % у односу на претходну годину)	Стопа раста РБДП-а (у %)	Стопа инфлације мјерена ИПЦ
1999 ⁷² .	206,0	10,0	
2000.	18,5	5,5	4,8
2001.	163,6	4,5	3,1
2002.	-8,3	5,5	0,4
2003.	12,4	3,8	0,6
2004.	24,5	6,3	0,4
2005.	21,4	3,9	3,8
2006.	29,0	6,1	6,1
2007.	22,9	6,2	1,5
2008.	-6,0	5,7	7,4
2009.	- 1,3	-2,9	-0,4
2010.	+3,9	0,5	2,1
Раст у посматраном			

⁷¹ Ip G, Whitehouse M, "How Milton Friedman Changed Economics, Policy and Markets". *The Wall Street Journal* (2006-11-17), Washington D.C, 2006. (преузето са: <http://www.columbia.edu/~esp2/WSJ%20Whitehouse%20Article.pdf>, датум приступа: 7. 6. 2011. године).

⁷² Серија података почиње од 1999. године јер је те године, условно речено, дошло до довршавања увођења КМ у платни систем БиХ будући да је до те године Република Српска користила србијански динар као средство плаћања. Тада су и девизне резерве Народне банке Републике Српске пренесене на ЦББХ због чега је дошло до брзог раста истих.

периоду

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 4-2003*, табела бр. 2, Сарајево, 2004. и *Билтена 4-2010*, табела бр. 2, Сарајево, 2011.

Из претходне табеле је тешко извући недвосмислене закључке. Очито је период, 1999 – 2007. (осим 2002. године) карактерисао много бржи раст девизних резерви од раста РБДП-а, док је у 2008-2010. дошло до кумулативног пада девизних резерви, а раста РБДП-а. Ипак, низак ниво инфлације у првом периоду (који можемо видјети у трећој колони) демантује постојање проблема који би се бар (теоретски) могао очекивати, док дефлација само у једној години (2009.) демантује дубљи проблем неликвидности. Објашњење за прву појаву (недостатак инфлације) се може наћи у запажању БИС-а како отварањем земље трговински дефицит постаје канал који неутралише утицај раста новчане масе на цијене у земљи⁷³. С друге стране разлика у расту РБДП-а и пада девизних резерви је тако мала, а период посматрања тако кратак, да није било за очекивати дубље проблеме неликвидности узроковане падом девизних резерви.

Ипак, да не бисмо преко проблема потенцијалне неликвидности тек тако прешли, кроз табелу бр. 15. дајемо кретање неких показатеља за БиХ за које теорија сугерише да би требали да показују евентуално присуство неликвидности:

Табела бр. 15.

Показатељи (не)ликвидности у БиХ					
	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Мо	5.056,6	6.229,0	5.704,0	5.648,0	5.899,7
М1	5.070,7	6.159,8	5.995,3	5.888,4	6.342,9
М2	10.032,2	12.211,7	12.703,7	13.003,0	13.868,0
Незапослених из Анкете (000)	366	347	272	272	315
Регистрована незапосленост (000)	524	515	483	510	522
Просјна бруто надница (КМ)	910	994	1.163	1.223	1.250
Просјна нето надница (КМ)	613	681	785	802	818
Активне каматне стопе на краткорочне кредите у КМ приватним предузећима (%)	7,66	7,03	7,42	8,10	7,84
Активне каматне стопе на дугорочне кредите у КМ приватним предузећима (%)	7,39	7,13	7,36	7,78	8,25
Активне каматне стопе на краткорочне кредите у КМ становништву (%)	9,55	10,54	9,14	9,79	9,67
Активне каматне стопе на дугорочне кредите у КМ	9,34	9,95	10,93	8,26	9,10

⁷³ Рохатински, Ж., *Монетарна политика*, Излагање на конференцији у Опатији, Опатија, 2008. стр.1.

Извор: Сачињено на основу података АСБХ из *Мјесечних извештаја за децембар 2006, 2007, 2008, 2009. и 2010.* Сарајево, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, те података ЦББХ из *Билтен 4-2010*, табела бр. 8, Сарајево, 2011.

Из табеле се може видјети да је стварно дошло до пада ужих новчаних агрегата у 2008. и 2009. и раста незапослености од 2008. на овамо, што би требале бити одлике и посљедице раста неликвидности у земљи. Међутим, кретање каматних стопа и надница демантује претходни закључак како је ово посљедица неликвидности. Тако је кретање каматних стопа било доста промјењиво. У 2008. и 2009. су порасле, али не драматично, каматне стопе пословним субјектима (што одражава велики пораст ненаплативих кредита овом сектору, прије него неликвидност банака које имају вишак резерви врло близу нивоу обавезних резерви), док су се каматне стопе сектору становништва кретале и на горе и на доље. Када се ова кретања сумирају долази се до слике према којој су каматне стопе становништву у 2010. за нешто мање од 1% ниже него 2007, док су привреди за нешто мање од 1% више него 2007. Да је раст каматних стопа посљедица опште неликвидности он би погодио све секторе економије, а не само поједине. Због тога сматрамо да горњи подаци показују како није дошло до монетарно изазване неликвидности већ да за формирање ланаца неликвидности треба тражити друге узроке у финансијској, реалној, па и правној сфери.

2.1.5.9. Искуства са кризом 2008 - 2010. године

Претходно смо разматрали проблем неликвидности који се потенцијално могао јавити у БиХ. Међутим, у сврху поређења перформанси монетарних система три земље, жељели смо да размотримо шири круг привредних показатеља како бисмо повезали економске ефекте у земљама са различитим режимима девизног курса. Теорија сугерише да би у периодима кризе валутни одбор због своје ригидности (немогућности значајније стерилизације, о чему смо већ говорили али и немогућности било какве депресијације), могао имати теже посљедице по привреду БиХ од друга два система који имају одређене „вентиле“. Да бисмо одговорили да ли је то тачно, питање посљедица подијелићемо у два под-питања: 1. шта су монетарне власти БиХ предузеле да умање посљедице кризе, 2. како су се кретали неки од основних макроекономских агрегата, што ће нам касније, кроз

поређење са друге двије земље, показати и да ли је БиХ заиста била „погођена“ ригидношћу њеног монетарног система.

Потези које је ЦББХ предузела да помогне стабилност финансијског система су сљедећи. Прво – крајем 2008. године смањила је стопу обавезних резерви са 18% на 14%, да би затим диференцирала стопу обавезних резерви по року доспјећа обавеза, након чега је за дугорочне обавеза смањила стопу са 14% на 10%. Друго – учествовала је у стварању „Бечке иницијативе“ којом су се мајке банке обавезале да неће смањивати своју изложеност ка банкама кћерима у БиХ. ЦББХ, за разлику од већине централних банака се није обавезала на нарочите уступке (осим већ поменутог смањења стопе обавезних резерви), јер јој то систем валутног одбора није дозвољавао. Ипак, треба знати да је Бечка иницијатива настала уз асистенцију ММФ-а и да постоји за све земље у региону.

А сада ћемо видјети како су се кретали основни макроекономски агрегати у периоду 2008-2010. године (табела бр. 16.), што ће добити на значају када их упоредимо са кретањима у друге двије земље у завршном дијелу рада.

Табела бр. 16.

Кретање основних макроекономских агрегата БиХ 2008-2010. године			
	2008.	2009.	2010.
Инфлација (%)	7,4	-0,4	2,1
Кретање кредита (ланчани индекс)	100	96,9	103,4
РБДП	5,7	-3	0,7
Индустријска производња РС	116,8	119	105
Индустријска производња ФБиХ	107,9	88,4	104,2
Број запослених (Анкета о радној снази)	890.000	859.218	842.831
Трговински биланс (у мил. КМ)	-9.432	-6.669	-6.353

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 2-2011*, табела бр. 3, Сарајево, 2011.

Као што се може видјети, долазак свјетске кризе крајем 2008. на ове просторе довео је до пада РБДП-а, броја запослених и кредитних пласмана у БиХ у 2009. То је очекивано оборило инфлацију, док је раст индустријске производње у Републици Српској последица приватизације Нафтне индустрије након чега су нови власници покренули производњу у дотад неискориштеним, а за БиХ значајним капацитетима. За 2010. би се могло рећи да је година благог привредног опоравка с тим да је незапосленост наставила расти.

2.1.6. Претходна искуства са монетарним властима у БиХ

Више свјетла на успјех монетарног система БиХ базираног на валутном одбору баца поређење са искуством које је му је претходило.

Наиме, Босна и Херцеговина, у модерној историји, све до распада СФРЈ није била независна држава због чега није имала ни властиту валуту па ни властити монетарни систем. Због тога искуства становништва БиХ са „домаћом“ валутом се вежу за валуте Отоманског царства, затим Аустро-Угарског царства и краљевства, те за искустава из доба Краљевине Југославије и ФНР Југолавије. Ипак, у сјећању грађана БиХ најдубље и најтрауматичније искуство се веже за период од првих вишестраначких избора у СФРЈ (1990. година) до увођења КМ и валутног одбора. То је период галопирајуће инфлације некад заједничког динара, а затим период грађанског рата у којем је БиХ фактички била подијељена на три валутна подручија између који није било званичне монетарне сарадње: босанског динара, југословенског динара и хрватске куне. О нестабилности сва три валутна подручја говори и то да је у сваком од њих дошло до значајне валутне супституције у њемачку марку, што опет не чуди знајући околности у којима се све то дешавало.

Да бисмо само укратко дали представу о каквим искуствима резидената БиХ се ради у периоду прије увођења валутног одбора дали смо табелу бр. 17. која нам говори о цјеновној стабилности као основном критеријуму на основу кога се оцјењује успјешност сваког монетарног система:

Табела бр. 17.

Стопа(е) инфлације БиХ у периоду 1990 – 1997. године			
Година	босански динар	Динар	хрватски динар/ куна
1990.	593,18	580,4	н п
1991.	114,00	118,1	123,0
1992.	73.280,70	19.810,2	666,5
1993.	44.069,00	40 x 10 ¹³	1.517
1994.	780,00	3,3	97,6
1995.	-16,50	78,6	2,0
1996.	-22,10	94,3	3,5
1997.	10,80	21,3	3,6

Извор: Сачињено на основу података из: Козарић, К., „*Модели монетарне политике са освртом на валутни одбор валутни одбор БиХ*“, ЦББХ, преузето са: http://www.cbbh.ba/files/specijalne teme istrazivanja/STI01_07_I%20tema.pdf, (датум увида: 15.3.2011), те података Народне банке Србије из *Статистичког билтена за јануар 2005*, табела бр. 26, Београд, 2005. и података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 66*, табела Х9, Загреб 2005.

Дакле, све до 1994. године може се искључиво говорити о великој цјеновној нестабилности у свим дјеловима БиХ (додуше донекле различитог интензитета).

Ипак, након монетарних реформи у тадашњој СР Југославији из 1994, долази до прелијевања те стабилности и у Републику Српску која је тада користила југословенски динар. Нажалост овај период није дуго трајао, јер се висока инфлација враћа већ 1995, али је бар период хипер-инфлација окончан. Дијелови БиХ у којима су кориштени босански динар и хрватска куна од 1995. улазе у период трајне монетарне стабилности.

Ако бисмо требали да сумирамо садашњи институционални оквир ЦББХ могли бисмо рећи да се ради о институцији истински посвећеној искључиво једном циљу (монетарној стабилности) персонално и финансијски ⁷⁴ независној, која је успјела значајно вратити повјерење у монетарне власти ове земље.

⁷⁴ Закон о ЦББХ, члан 27:

„Ако Централна банка оствари чисти профит у било којој години, чисти профит распоређује Управно вијеће примјењујући следећи редослијед приоритета:

а. дио чистог профита издваја на рачун генералне резерве Централне банке, тако да износ почетног капитала и генералне резерве буде еквивалентан износу од пет процената укупог износа новчане пасиве (како је дефинисано чланом 31. Закона) приказане на рачунима Централне банке за крај те финансијске године;

б. остатак чистог профита распоређује се тако да 40 процената Управно вијеће распоређује својом одлуком за повећање капитала и резерве за генералне резерве Централне банке, а 60 процената Централна банка уплаћује на рачун институције задужене за Буџет Босне и Херцеговине, у периоду од четири мјесеца након завршетка буџетске године.“, Службени гласник БиХ бр. 76/06.

2.2. Институционални оквир Народне банке Србије

Поред неколико битних монетарних реформи у правцу усвајања модерних принципа функционисања централне банке власти у Србији никада нису направиле тако драматичан рез са прошлошћу као што су то учиниле власти Босне и Херцеговине увођењем валутног одбора. Због тога су и принципи функционисања монетарних власти и искуства резидената Србије значајно различита у односу на сусједне земље. Да бисмо ово показали прво ћемо представити основне интенције Закона о Народној банци Србије (у даљем тексту Закон), Статута Народне банке Србије (у даљем тексту Статут) у њиховом актуелном издању са краја 2010. године како бисмо видјели правни оквир у којем НБС дјелује, те представили искуства грађана и привреде Србије са монетарним системом у периоду 2001 – 2010.

2.2.1. Циљеви НБС

Пред Народну банку Србије, бар декларативно, постављена су три хијерархијски устројена циља:

- Примарни: цјеновна стабилност,
- Секундарни (не доводећи у питање примарни): стабилност финансијског система,
- Терцијални (не доводећи у питање претходна два): подршка економској политици Владе Републике Србије.

За циљеве који су постављени пред НБС се може рећи да су прешироки и контрадикторни при достизању. Превелика ширина постављених циљева се огледа у томе што је слједећи циљ стабилности финансијског система Народна банка постала и регулаторно тијело за све банке, лизинг куће и осигуравајуће куће које дјелују на подручју Републике Србије. Иако је могуће дати различита објашњења и наводити примјере централних банака резвијених земаља које такође имају ове функције, остаје чињеница да је са овим функцијама НБС је престала да буде чисто монетарна институција. Тиме јој је дата могућност да чак и ако не постигне свој основни циљ (цјеновну стабилност), а

оствари одређене резултате на пољу адекватности капитала и слично, користи ове споредне циљеве као својеврсно покриће за лоше резултате у области која би јој и по природи и по закону морала бити основна.

Проблем контрадикторности циљева се веже за два питања: да ли је могуће истовремено постићи и цјеновну стабилност и стабилност финансијског система, односно да ли је могуће постићи и цјеновну стабилност и подржавати економску политику Владе Србије.

Прва контрадикторност се веже за теорију немогућег тројства која каже како ово није могуће. Наиме, Србија је либерализовала токове капитала са иностранством чиме се одрекла или аутономне монетарне политике или контроле девизног курса. Међутим, како девизни курс има потенцијално значајан утицај на стабилност финансијског система (о чему ћемо такође више говорити касније) НБС покушава да спријечи претјеране флукуације истог. Друга контрадикторност се своди на питање да ли НБС може да утиче на Владу при доношењу економске политике на начин да економска политика не захтијева одрицање од циља цјеновне стабилности. Одговор на ово питање даје члан 72 Закона о НБС који каже да Влада, односно министарства, достављају НБС нацрте закона ради добијања мишљења. Овај члан даље не прецизира, али очито да та мишљења нису обавезујућа због чега су и први и трећи циљ често контрадикторни. Из претходног извлачимо закључак како НБС нема потпуну независност циља (који би тебала бити цјеновна стабилност) будући да увијек мора бар дијелом размишљати и о стабилности финансијског система и што је много горе, о жељама законодавне и извршне власти.

2.2.2. Инструменти монетарне политике које користи НБС

Да је творац Закона о НБС једноставно написао да ова институција може да користи све инструменте и мјере монетарне политике које нађе за сходно, његова намјера би била јаснија. Умјесто тога он се одлучио за набрајање у коме се наводе практично сви инструменти и мјере монетарне политике, да би у завршном ставу чак експлицитно дао за право да НБС утврди и друге инструменте и мјере који нису претходно наведени у Закону. Из овога се може извући закључак да Народна банка бар формално има потпуну независност у одабиру инструмен(а)та за вођење монетарне политике.

2.2.3. Девизне резерве

Земље које се одлуче за у потпуности флукутабилан девизни курс, бар теоретски, не морају да посједују девизне резерве којим би интервенисале на девизном тржишту. Међутим, у пракси је ситуација доста друкчија. Посједовање значајних девизних резерви помаже рејтингу земље у изградњи перцепције о сигурној дестинацији за улагања тако да већина иностраних кредитора тражи информацију о односу девизних резерви и спољног дуга (посебно краткорочног), девизних резерви и нижих новчаних агрегата и односу увоза и девизних резерви. Када се ради о девизном покрићу нижих новчаних агрегата, оно је за посматрани период приказано у табели бр. 18.

Табела бр. 18.

Покривеност примарног новца и готовог новца у оптицају девизним резервама						
	Девизне резерве (у мил. евра)	Девизне резерве (у мил. динара)	Примарни новац	Готов новац у оптицају	Покриће примарног новца девизним резервама	Покриће готовине у оптицају девизним резервама
2001.	2.420,43	144.500	58.052	25.266	2,50	5,72
2002.	2.185,84	134.462	101.908	43.719	1,32	3,08
2003.	2.835,60	193.699	115.430	42.979	1,68	4,51
2004.	3.103,72	244.837	147.948	45.165	1,65	5,42
2005.	4.921,30	420.770	247.808	53.650	1,70	7,84
2006.	9.020,03	712.582	396.972	68.461	1,80	10,41
2007.	9.634,33	763.328	439.172	77.000	1,74	9,91
2008.	8.161,84	723.147	514.125	90.075	1,41	8,02
2009.	10.600,70	1.016.607	533.776	95.519	1,90	10,64
2010.	10.001,43	1.055.151	537.338	91.750	1,96	11,50

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 2, Београд, 2011.

Из табеле се види да је покривеност примарног новца током посматраног периода износила изнад 1,3 (130%), просјечно 177 %, док је на крају посматраног период нарасла на близу 200%. Покривеност готовине у оптицају девизним резервама износила је најмање 300%, просјечно 770% при чему на крају посматраног период расте на преко 1100%.

Ови релативно високи омјери се могу објаснити са два фактора;

1. Девизни курс није у потпуности препуштен односу понуде и тражње због чега НБС требају девизне резерве да интервенише на тржишту чији је обим трговања у 2010. години износио преко 59 милијарди евра⁷⁵,

2. Србија има висок трговински дефицит због чега јој је неопходно да посједује високе девизне резерве како би у случају краткотрајног прекида прилива девиза економија могла наставити нормално да функционише.

2.2.4. Персонална независност

Насупрот помало нејасном циљу и одрјешеним рукама Народној банци за кориштење било ког инструмента монетарне политике, творац закона је очито имао снажну жељу да НБС учини персонално независном институцијом. Тако се питањем персоналне независности баве чланови 2, 19, 22, 26, 28 и 86а.

Већ у члану бр. 2. став 2 каже се како чланови НБС: *„у обављању својих функција не примају нити траже упутства од државних органа и организација, као ни од других лица. Државни органи и организације, као ни друга лица, не могу угрожавати самосталност и независност Народне банке Србије, нити могу вршити утицај на Народну банку Србије, органе Народне банке Србије и чланове ових органа у обављању њихових функција.“*

Међутим од ове декларативне независности много су битнији чланови 19, 22, 26 и 28 у којим се дефинише начин избора и разрјешења највиших службеника Народне банке.

Тако члан 19 дефинише да гувернера бира Народна скупштина на приједлог председника Републике Србије чиме се кроз подјелу права на именовање између председника Републике и Народне скупштине покушава подићи независност гувернера. Осим тога у истом члану се дефинише мандат гувернера од шест година што је дуже од мандата председника⁷⁶ или посланика у Народној скупштини, а што је опет у складу са препорукама ЕМИ тј ЕСЦБ-а.

Члан 22 дефинише избор Савјета гувернера на начин да је ова одлука у потпуности препуштена Народној скупштини. Тиме се ствара равнотежа између Народне скупштине и

⁷⁵ НБС, *Статистички билтен за април 2011*, табела бр. 19, Београд, 2011.

⁷⁶ *Устав Републике Србије*, члан 116, Службени гласник Републике Србије бр. 83/06.

предсједника Републике будући да је гувернер уједно и предсједник Извршног одбора НБС.

У члановима 26 и 28 се на доста рестриктиван начин дефинишу услови за смјену гувернера Народна банке Србије свдећи их на истек мандата, вољу гувернера и разрјешење које је могућа само у пет тачно дефинисаних случајева (ако се накнадно утврди да није испуњавао услове за избор на функцију гувернера или да је дао лажну изјаву, ако здравствена установа утврди његову радну неспособност, ако буде правоснажно осуђен за дијело привредног криминала и ако се утврди да је услед његовог нестручног и несавјесног обављања функције дошло до појаве инфлације. Практично једина могућност за коју се власти могу ухватити ако желе смјенити гувернера прије истека мандата је неиспуњење циља ниске инфлације, међутим и тада само ако могу доказати да је ова инфлација узокована његовом нестручношћу.

Ови чланови Закона су допуњени и неким члановима Статута (као што је чланом 30 којим се гувернеру и вицегувернерима забрањује да шест мјесеци по истеку дужности прихвате посао у некој оф финансијских институција над којима НБС врши надзор).

Члан 86а Закона штити руководиоце (садашње и бивше) НБС од одговорности за штету која је настала у обављању послова за Народне банке Србије.

2.2.5. Искуства са монетарним системом Србије у периоду 2001 – 2010. године

Како је у домену монетарне политике постојао одређен континуитет социјалистичког система наслијеђеног из доба СФРЈ, определијели смо се да размотримо искуства резидената Србије са монетарним системом земље након демократских промјена крајем прошлог вијека. Ово је логично с обзиром да се та „нова“ власт на одређен начин обавезала да ће и у домену монетарне политике наступати друкчије и одговорније. Осим тога, овај период се у великој мјери подудара са периодом који смо разматрали у случају БиХ, што је погодно за компарацију и извлачење закључака.

2.2.5.1. Цјеновна стабилност

Као што смо претходно показали цјеновна стабилност је према Закону основни циљ Народне банке Србије. У којој мјери је НБС успјела да испуни овај циљ у протеклом периоду можемо видјети из табеле бр. 19.

Табела бр. 19.

Кретање инфлације у Србији у периоду 2001 – 2010. године										
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
ИПЦ	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11	8,6	6,6	10,3

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за децембар 2007*, табела бр. 26, Београд, 2008, те из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 27, Београд, 2011.

Са просјечном стопом инфлације од скоро 14% годишње у посљедних 10 година Србија је далеко од подручија монетарне стабилности. Ипак, ако бисмо из рачунања искључили 2001. годину као годину почетног прилагођавања просјечна стопа инфлације би се смањила на 10,8%. То и даље сврстава Србију у земље са високом инфлацијом, али на доњу границу са које је могуће уз пар година нижих стопа инфлације прећи у групу економија са умјереном инфлацијом (од 5 до 10% годишње).

2.2.5.2. Стабилност девизног курса

Иако стабилност девизног курса формално није циљ НБС (тј. чак је формално одабран режим контролисаног флукутирања), она под одређеним околностима утиче на бројне битне макроекономске величине (најуочљивији је утицај на инфлацију и стабилност финансијског система што ћемо посебно размотрити), али и значајно детерминише утисак шире јавности о стабилности монетарног система (бар у ЗУТ код којих је у прошлости постојала блиска корелација у кретању инфлације и номиналног девизног курса).

Због тога кроз табелу бр. 20. дајемо податке о кретању неколико најважнијих номиналних девизних курсева.

Табела бр. 20.

Кретање номиналног девизног курса динар/евро, амерички долар, швајцарски франак			
Година:	Динар/евро	Динар/амерички долар	Динар/швајцарски франак
2001.	59,7055	67,6702	40,3159
2002.	61,5152	58,9848	42,3047
2003.	68,3129	54,6372	43,7847
2004.	78,8850	57,9355	51,0913
2005.	85,5000	72,2189	54,9380
2006.	79,0000	59,9757	49,1569
2007.	79,2362	53,7267	47,8422
2008.	88,6010	62,9000	59,4040
2009.	95,8888	66,7285	64,4631
2010.	105,4982	79,2802	84,4458

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена* за април 2011, табела бр. 21, Београд, 2011.

Из претходне табеле се види да је у појединим кратким периодима курс динара био уско везан за евро (нпр. у периодима 2000-2002. и 2006-2007.), али и да је у појединим годинама долазило до значајних промена курса.

2.2.5.3. *Апресијација реалног девизног курса*

Званичне податке о кретању мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса динара већ смо презентовали у табели бр. 3. у облику ланчаног индекса, када смо поредили кретање номиналних и реалних курсева. Ипак, за потребе наше анализе адекватније је представљање у облику базичног индекса (између осталог и зато што су друге двије централне банке дале податке о овим курсевима у облику базичних индекса), што је учињено у табели бр. 21. Наравно за базу узимамо почетну годину посматрања.

Табела бр. 21.

Кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса	
	база 2000. = 100
2000.	100,00
2001.	130,00
2002.	151,84
2003.	154,73
2004.	152,87
2005.	155,31
2006.	177,37
2007.	194,57
2008.	185,00
2009.	180,80
2010.	175,20

Напомена: Вриједност изнад 100 означава апресијацију мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса, а испод 100 депресијацију истог.

Извор: Властита калкулација на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за јануар 2010*, табела бр. 21, Београд, 2010.

Као што се види реални мултилатерални (ефективни) курс динара је, ако гледамо цијели период, снажно апресирао. Међутим, та апресијација није била линеарна. Тако је до највеће апресијације дошло у прве двије године посматраног периода. Међутим, након што се НБС у 2003. одлучила за промјену оквира монетарне политике (у правцу пузајућег курса) реални мултилатерални (ефективни) курс је сљедеће три године, очекивано, био стабилан. Ипак, нова промјена оквира монетарне политике у 2006. (у праву таргетирања инфлације уз напуштање курса као инструмента за постизање платно-билансних циљева) је довела до новог таласа апресијације. На крају, у задње три године посматраног периода, захваљујући снажној депресијацији номиналног курса спрам евра, долази до лагане депресијације и реалног курса. Ипак, у збиру, апресијација мултилатералног (ефективног) курса динара од 75% је свакако значајна.

2.2.5.4. Фискална дисциплина и монетарне власти

У теорији се често наводи како је најчешћи узрок инфлације у ЗУТ монетаризација буџетског дефицита. Ова лоша пракса, добро позната и на овим просторима, била је мета бројних критика. Због тога се поставља питање да ли је у протеклом, посматраном,

периоду напоскон искоријењена. Одговор на то питање ћемо покушати да нађемо на више начина:

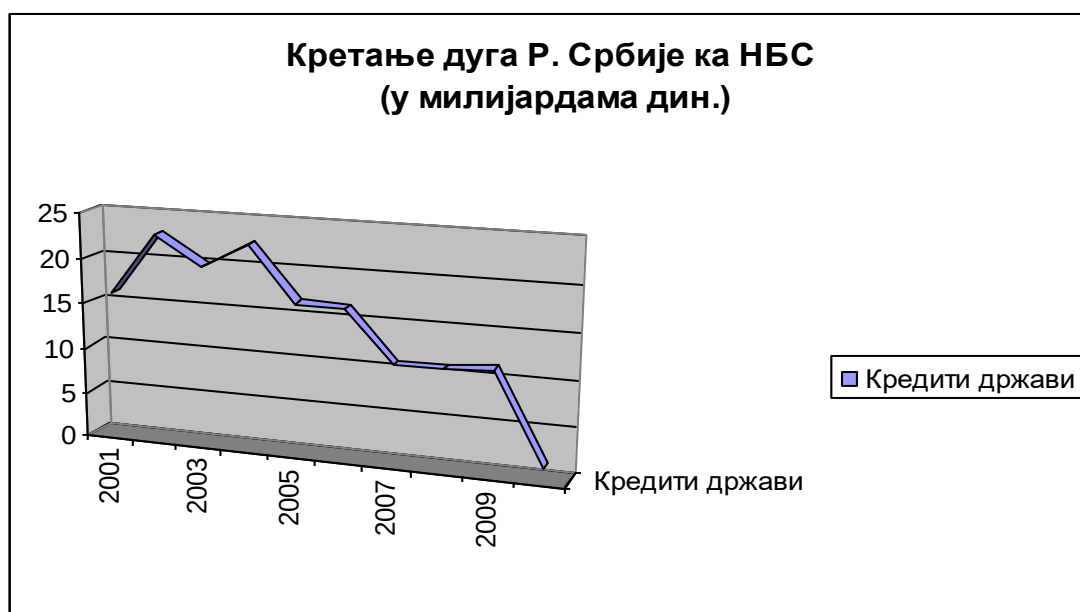
1. Користећи податке из Биланса стања НБС утврдићемо колико је средстава ова институција позајмила држави и како се тај дуг кретао.

2. Упоредићемо кретање државног дуга НБС израженог у еврима са кретањем инфлације у земљи.

3. Размотрићемо податке о кретању базичне⁷⁷ инфлације која на одређен начин своди инфлацију на монетарни феномен отклањајући битне узроке који долазе из реалног сектора.

Кретање дуга Републике Србије ка Народној банци приказано је помоћу графика бр. 2.

График бр. 2.



Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 2, Београд, 2011.

Из претходног се може видјети да је позамљивање државе од НБС на самом почетку посматраног периода брзо расло, да би затим пар година стагнирало, а од 2005. године је у сталном паду. Из тога би се могло закључити да се НБС више не користи као извор средства за покривање буџетског дефицита. То се види и из табеле бр. 22. у којој је

⁷⁷ До 2007. базна инфлација је искључивала административно контролисане цијене и цијене пољопривредних производа, док се од 2007. искључују и цијене нафтних деривата.

дуг Републике Србије ка НБ Србије изражен у еврима, а његова динамика приказана упоредо са кретањем инфлације у земљи.

Табела бр. 22.

Кредити државе код НБС и стопа инфлације		
Година	Кредити држави у милионима евра ⁷⁸	Стопа инфлације
2001.	270,75	40,7
2002.	370,73	14,8
2003.	289,30	7,8
2004.	284,00	13,7
2005.	193,10	17,7
2006.	208,20	6,6
2007.	136,45	11,0
2008.	123,17	8,6
2009.	117,85	6,6
2010.	12,50	10,3

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билатена* за април 2011, табела бр. 2, Београд, 2011.

Шта више, из табеле бисмо могли закључити да овај дуг у посматраном периоду није ни био нарочито значајан узрочник инфлације. Тако је у 2002. овај дуг порастао чак 37%, али се инфлација значајно смањила. У осталом дијелу периода дуг се континуирано смањује, а инфлација има властиту динамику, очито вођењу неким другим разлозима. На крају, и резултати примијене регресионе анализе потврђују закључак о маргиналном утицају овог дуга на инфлацију. Тако израчунати⁷⁹ коефицијент прости линеарне корелације износи 0,338, а коефицијент детерминације 0,114.

С друге стране, кретање базичне инфлације и њен просјечан ниво од чак 8,1% у посматраној деценији (табела бр. 23.) показују да су монетарне власти Србије својим чињењем или нечињењем несумњиво утицале на стварање високих стопа инфлације у земљи.

Табела бр. 23.

Кретање базичне инфлације у Србији										
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Базична	20,5	4,4	6,1	11	14,5	5,9	7,9	10,8	3,6	8,6

⁷⁸ Кредите држави смо морали изразити у еврима по тада важећем девизном курсу како би се избјегло да имамо исту величину на обје старне израчунате корелације.

⁷⁹ За израчунавање смо користили IBM-ов програм SPSS Statistics 19.

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за јули 2007*, табела бр. 26, Београд, 2007. и из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 27, Београд, 2011.

Ипак, битно је нагласити да претходна анализа показује да узрочнике инфлације више не треба тражити у штампању новца без покрића ради покривања буџетског дефицита.

2.2.5.5. Курс и стабилност финансијског система

Овдје се на кратко морамо вратити на објашњење начина транзиције финансијског система Србије како бисмо објаснили околности које су довеле до појаве значајнијег утицаја девизног курса на стабилност самог система. Наиме, након промјене власти 2000. године нове власти су затекле потиснути, доминантно државни, банкарски сектор који је чинио основу⁸⁰ финансијског система. Донекле слушајући упозорења неких од еминентнијих представника академске заједнице⁸¹ да се транзицији банкарског система мора прићи пажљиво водећи рачуна о специфичности истог (вриједност банака зависи од здравља реалног сектора коме су банке пласирале кредите), власти Србије су, реформу банкарског система започеле нешто касније и проводиле нешто дуже него власти у већини ЗУТ.⁸²

Тако је држава све до 2003. била већински власник у 11 банака и мањински у 5 банака. До овог власништва држава је дошла након што је на себе преузела обавезе по основу старе девизне штедње и обавезе према Париском и Лондонском клубу повјерилаца које су направиле ове банке. Тиме је ишчистила пасиву ових банака, али не и активу, што их је свакако учиниле много атрактивнијим. Процес приватизације, али и гашења дијела

⁸⁰ Београдска берза као алтернатива банкарског позајмљивању је те 2000. године тек почела да се развија о чему свједочи и слједећи цитат „Иако је 1991. године обављено прво трговање акцијама (предузећа Синтелон и Ауто куће Кикинда), значајнији помак у трговању на Берзи остварен је тек 2000. године, када су у секундарно трговање укључене акције из претходних поступака приватизације, а трговање се још интензивније наставља од 2001. године.“, преузето са преузето са Београдске берзе, доступно на: http://www.belex.rs/o_berzi/istorijat (датум увида: 8.4.2011),

⁸¹ Нпр. проф. др Милутин Ћирић у својој књизи *Банкарство*, Bridge company, Београд, 2001. године у дијелу Реструктуисање банкарског сектора говори о овоме.

⁸² Cottareli, C., Dell Ariccia, G., Vlakova – Hollar, I., „*Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to Private Sector in Central and Eastern Europe and Balkans*“ IMF Working Paper wp/03/213, (преузето са: www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16855.0, датум приступа: 9.4.2011. године).

мањих банака проведен је у периоду 2003- 2006, када је држава продала шест⁸³ великих банака (Ју Банку, Војвођанску банку, Новосадску банку, Континентал банку, Панонску банка и Нишку банку). Тако је Комерцијална банка остала једина „велика“ банка у већинском државном власништву.

Након провођења процеса приватизације банкарског сектора дошло је до очекиваних ефеката: велике експанзије кредитне активности и то превасходно приватном сектору (привредним друштвима и становништву) што је повољно утицало на раст стандарда грађана, али је и одгодило потребу за хитним провођењем темељних реформи.

Динамика кредитирања и структура кредита по секторима у протеклој деценији дати су у табели бр. 24.

Табела бр. 24.

Кретање кредита у Србији по секторима 2001-2010. године (у мил. динара)

	Држава на свим нивоима	Јавна предузећа	Привредна друштва	Становништво
2001.	24.947	37.885	209.944	5.277
2002.	35.785	9.326	144.317	16.139
2003.	33.666	11.739	185.580	29.536
2004.	45.270	16.166	248.322	66.514
2005.	42.314	19.358	351.417	132.146
2006.	39.929	17.096	364.339	203.631
2007.	26.212	18.050	490.117	305.967
2008.	29.612	25.470	638.514	428.683
2009.	130.657	50.317	756.490	462.971
2010.	212.089	69.522	961.235	571.946

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 4, Београд, 2011.

За нашу анализу у овом моменту је битно нагласити да тада већ доминанто стране банке у Србији, слично пракси у другим ЗУТ, нису нашле за сходно да испрате кредитни бум подстицањем домаће штедње. Умјесто тога оне су се у значајној мјери ослониле на задуживање у иностранству. Због обавезе да усагласе валутну структуру aktive и пасиве прибјегле су индексирању кредита чиме је валутни ризик пребачен на грађане и привреду Србије. Уз флукутирајући курс овај ризик је (у првом реду по грађане, а онда и по банке) био изражен од почетка. Међутим, како је у првој деценији транзиције Србија успјела да привуче значајне износе страног капитала, па чак је и у периоду 2005 – 2007. дошло до

⁸³ За ових шест банака Србија је приходовала укупно нешто мање од 1 милијарду евра.

ап्रेसијације номиналног курса, упозорења НБС на валутни ризик велики број субјеката једноставно није послушао. Тако је крајем 2010. године 66⁸⁴ % кредита било валутно осјетљиво (индексирано или одобрено у страниј валути), а курс је у периоду 2008 – 2010, депресирао око 20%. У истом периоду је проценат ненаплативих кредита порастао са 5,29⁸⁵ % са краја 2008. на 16,9⁸⁶ крајем 2010, док је профитабилност банкарског сектора (поврат на властити капитал) смањена са 9,3⁸⁷% на 5,4%. Међутим, треба водити рачуна како се не може комплетан овај раст проблематичних кредита приписати порасту рата кредита услед девалвације.

Ипак, битно је истаћи закључак како је девалвација номиналног курса динара спрам евра и швајцарског франка, свакако у одређеној мјери негативно утицала на стабилност финансијског система превасходно кроз пораст динарских обавеза корисника банкарских услуга по основу неотплаћених кредита и најмова (лизинга).

Осим кроз банкарски сектор курс је потенцијално имао негативан утицај на финансијску стабилност земље и кроз привлачење шпекулативног капитала у периоду раста тј. кроз материјализацију „дилеме Тошковског“⁸⁸. Наиме, као што смо већ нагласили, Србију у периоду 2005-2007. одликује апресијација номиналног курса динар/евро, пораст куповне моћи, кредитни бум и високе каматне стопе (посебно на новчаном тржишту што је последица промјене оквира монетарне политике о чему ће бити више ријечи) што су све оптимални услови за привлачење шпекулативног капитала чији долазак у већим износима чини финансијски систем рањивим.

Ипак, и о овој потенцијалној проблему биће више ријечи у дијелу рада који се бави проблемима са којима се суочавају монетарне власти у ове три земље.

⁸⁴НБС, *Извештај о стању у финансијском систему за 2010*, Београд, 2011, стр 9.

⁸⁵ НБС, *Контрола пословања банака – Извештај за IV тромјесје 2009. године*, табела бр. 12 Београд, 2010.

⁸⁶ НБС, *Контрола пословања банака – Извештај за IV тромјесје 2010. године*, графикон бр. 4, Београд, 2011.

⁸⁷ Cocozza, E., Colabella, A., Spadafora, F., *“The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe”*, IMF, WP 11/300, Washington D.C, 2011, стр. 54. (преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11300.pdf>, датум приступа: 15.7.2012. године).

⁸⁸ Ковачевић М, “Резултати транзиције и ризици дестабилизације“, *Економска мисао*, Београд, 2006, стр. 48.

2.2.5.6. Шпекулативни удари

Због примораности Народне банке да утиче на стабилизовање девизног курса како би подржала стабилност цијена, али и финансијског система, јавља се овај проблем. Наиме, када би се курс у потпуности одређивао на тржишту и одражавао стварно стање привреде Србије шпекуланти не би имали велики простор за зараду. Међутим, управо због чињенице да НБС повремено интервенише на девизном тржишту, чинећи курс мање „тржишним“ ствара, на одређен начин, прилику шпекулантима за зараду. Поред тога значајан утицај капиталних токова на номинални курс, а врло ограничен на промјену привредне структуре, дјелује као сигнал шпекулантима да је курс дугорочно неодржив што појачава обим шпекулација.

О мјери у којој је НБС реаговала на ове шпекулације и утицала на кретање курса можемо судити на основу података из табеле бр. 25.

Табела бр. 25.

Интервенције НБС на девизном тржишту (у милионима евра)			
	2008.	2009.	2010.
Интервенције НБС ради ублажавања осцилација	1.335,5 ⁸⁹	656,9 ⁹⁰	2.300 ⁹¹

Извор: Табела сачињена на основу података из извора датих у фуснотама.

Као што се може видјети иако се НБС формално определијелила за контролисано флукутирајући девизни курс, НБС је у протеклом периоду доста интервенисала на девизном тржишту (поготово у 2010). Како је циљ НБС само да спријечи претјеране дневне осцилације девизног курса, овакав обим интервенције говори о постојању јаких притисака на исти.

2.2.5.7. Раст домаће штедње

Раст домаће штедње је једна од варијабли на које монетарна стабилност свакако значајно утиче, али иста није једини битан фактор који је одређује. Тако примјер Србије јасно показује да на обим штедње утиче и читав низ других фактора (повјерење у

⁸⁹ НБС, *Годишњи извјештај о пословању и резултатима рада за 2008*, Београд, 2009, стр. 96.

⁹⁰ НБС, *Годишњи извјештај о пословању и резултатима рада за 2009*, Београд, 2010, стр. 100.

⁹¹ НБС, *Годишњи извјештај о пословању и резултатима рада за 2010*, Београд, 2011, стр. 48.

банкарски сектор, (не)постојање агенције за осигурање депозита, могућност да се штеди у иностраној валути, могућност изношења девиза из земље итд.) будући да уз ниску цјеновну стабилност штедња значајно расте и то не само у динарима (што би била последица инфлације) него и изражено у еврима.

Тако се из табеле бр. 26. види да је штедња у Србији у посматраном периоду порасла са 1.675,4 милиона евра у 2001. на 11.897 милиона евра у 2010. години, што значи пораст од 7,1 пута или 610%.

Табела бр. 26.

Кретање штедње у Србији (у мил.)										
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Дин.	100.022	147.671	199.748	271.666	398.079	555.575	816.210	887.705	1.096.936	1.255.140
Евро	1.675,4	2.401,2	2.924,6	3.443,2	4.655,9	7.032,6	10.305,7	10.019,2	11.438,3	11.897

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 3, Београд, 2011.

Као додатну информацију која показује повјерење у домаћи монетарни и финансијски систем дајемо и рочну и валутну структуру депозита (табеле бр. 27. и 28).

Табела бр. 27.

Рочна структура штедње у Србији										
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Крат.	96,8	98,4	97,3	94,5	91,8	90,5	92,2	92,6	92,7	89
Дуг.	3,2	1,6	2,7	5,5	8,2	9,5	7,8	7,4	7,3	11

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табеле бр. 5 и 5а, Београд, 2011.

Из претходног се види да су практично цијели посматрани период краткорочни депозити чинили преко 90% депозита (у западним земљама сматра се да је нормалан омјер 1/3 краткорочних, 2/3 дугорочних) што само по себи говори да повјерење у финансијски систем још увијек није успостављено. За оцјену повјерења у монетарни систем још је битнија информација о валутној структури депозита дата у табели бр. 28.

Табела бр. 28.

Валутна структура штедње у Србији (као % укупне штедње)										
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Дин.	42,7	45,4	40	35	33	36	37	32,7	30	24,3
Дев.	57,3	54,6	60	65	67	64	63	67,3	70	75,7

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 3, Београд, 2011.

Као што се може видјети од 2001. основни тренд је раст штедње у иностраној валути што говори о неповјерењу у вриједност динара или о утицају флексибилног курса на преусмјеравање штедње у стране валуте са предвидљивијом вриједношћу. Практично једини период када је расла штедње у домаћој валути је период 2005 – 2007. за који смо рекли да је период раста вриједности динара спрам евра.

2.2.5.8. Капитализованост банкарског сектора

Добру капитализованост банкарског сектора БиХ дијелом смо приписали систему монетарног одбора у којем монетарне власти не могу да одобравају кредите комерцијалним банкама због чега исте морају да имају већи капитал него у системима гдје централна банка може играти улогу „последњег уточишта, креатора последње шансе“ итд. Међутим, ако погледамо податке за банке у Србији (табела бр. 29.) можемо видјети да је банкарски систем Србије чак и боље капитализован од банкарског система БиХ. Заправо из компаративних истраживања⁹² можемо видјети да је Србија у регионалном врху по нивоу капитализованости банкарског сектора.

Табела бр. 29.

Адекватност капитала банака у Србији			
	2008.	2009.	2010.
Адекватност капитала ⁹³ (на датум 31.12.)	22	21,4	19,9

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Извештаја о стању у финансијском систему за 2009*, Београд, 2010, стр. 51. и *Извештаја о стању у финансијском систему за 2010*, Београд, 2011, стр. 28.

За ово постоји једноставно објашњење. Наспрам могућности узимања кредита од монетарних власти, банке у Србији се налазе под већим валутним ризиком од банака у земљама са стабилним девизним курсом, што оправдава потребу за већим резервама, односно капиталом. Додуше, валутна усклађеност активе и пасиве банака теоретски би неутралисала овај ризик, па и потребу за додатним капиталом, али како то практично није

⁹² “Банке по адекватности капитала у европском врху, бољи Србија и Турска“, *Bussiness hrvatska*, преузето са: www.business.hr/hr/Naslovnica/Ekonomija/Banke-po-adekvatnosti-kapitala-u-europskom-vrhu-bolji-Srbija-i-Turska, датум увида: 17.6.2011).

⁹³ Израчуната као омјер властитог капитала банака спрам ризиком пондерисане активе у складу са Безелским споразумом II о минималној капитализованости банака.

могуће или није исплативо банке у Србији имају ниску отворену девизну позицију (крајем 2009. девизни ризик⁹⁴ је оцјењен са 3,6%). Међутим, овако низак девизни ризик односи се само на директну штету која би наступила значајнијом депресијацијом девизног курса, док би већа штета могла настати кроз раст обима ненаплативих кредита о чему ћемо више говорити у дијелу који се односи на искуства Србије са финансијском кризом која је почела 2008. године. Ипак, стручна јавност оцијењује⁹⁵ да је банкарски сектор добро капитализован.

2.2.5.9. Подстицајна инфлација

Међу присталицама кејзијанске економске школе широко је распрострањено мишљење како постоји позитивна корелација између реалног привредног раста и нешто виших, али и даље не претјерано високих стопа инфлације (тзв. подстицајна инфлација). С друге стране, присталице класичне економске школе тврде да инфлација у суштини не може утицати ни на шта, али како цјеновна стабилност ипак ствара повољне услове за привредни раст. Да бисмо испитали која је од ове двије теорије тачнија, бар за двије досад посматране земље саставили смо табелу бр. 30.

Табела бр. 30.

Кретање РБДП-а у Србији и БиХ у периоду 2001 – 2010. године											
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	Просјечно
Стопе раста РБДП-а у Србији	5,3	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,8	3,80
Стопе раста РБДП-а у БиХ	4,5	5,5	3,8	6,3	3,9	6,1	6,2	5,7	-2,9	0,5	3,96

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табеле бр. 22, Београд, 2011, те података ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табеле бр. 2, Сарајево, 2011.

Из претходног се може видјети да је просјечан реални раст обје економије у посматраном периоду био практично на истом нивоу. Ипак, овдје не можемо са

⁹⁴ Укупна ризична девизна позиција банке (збир дугих и кратких отворених нето девизних позиција по одређеним валутама и племенитим металима) у односу на капитал банке.

⁹⁵ Такву оцјену је изнио Гувернер НБС Дејан Шошкић на конференцији под називом: „Финансирање система осигурања депозита и фондова за заштиту инвеститора“ која је одржана у Београду 30.5.2011. а ту његову изјаву је пренио пренио Танјуг 30.5.2011. (доступно на: <http://www.seebiz.eu/guvernernbs-bankarski-sistem-srbije-jedan-od-stabilnijih-u-regionu/ar-35948/>, датум приступа: 17.6.2011.)

сигурношћу извући закључак, с обзиром на мноштво фактора који утичу на кретање РБДП-а.

2.2.5.10. Кретање девизних резерви и инфлације

У режиму таргетиране инфлације теоретски је могуће вођењем рестриктивне монетарне политике неутралисати (стерилисати) утицај прилива девиза у земљу на инфлацију (ако таквог утицаја има⁹⁶). Међутим, ово је деликатан па и потенцијално скуп задатак ако монетарне власти желе стерилизацију проводити на тржишним принципима (операцијама на отвореном тржишту).

Да бисмо кроз једноставну анализу дошли до основне информације да ли је НБС вршила значајнију стерилизацију прилива девиза у периоду 2001 – 2010, сачинили смо табелу бр. 31. у којој су представљена кретања девизних резерви и инфлације у Србији.

Табела бр. 31.

Кретање девизних резерви и инфлације у Србији		
Год.	Девизне резерве (у милионима евра)	Инфлација (мјерена индексом потрошачких цијена, у % годишње)
2001.	1.169,1	40,7
2002.	2.185,8	14,8
2003.	2.835,5	7,8
2004.	3.103,7	13,7
2005.	4.921,3	17,7
2006.	9.020,0	6,6
2007.	9.633,6	11,0
2008.	8.161,8	8,6
2009.	10.601,9	6,6
2010.	10.001,6	10,3

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2007*, табела бр. 17, Београд, 2007. и *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 27, Београд, 2011.

Овдје прије свега морамо да примијенимо логичку анализу базирано на запажању како кретање износа девизних резерви доминантно не зависи од воље централне банке

⁹⁶ Овдје ипак треба подсетити да инфлацију у Србији ограничава отвореност ове земље према иностранству због чега се вишак тражње неутралише и увозом.

(већ од девизних прилива и одлива из земље) те да у годинама када девизне резерве расту брже постоји могућност инфлаторних притисака узрокованих растом тражње у земљи.

Ипак, из претходне табеле не можемо извући недвосмислен закључак о повезаности у кретању ове двије величине у Србији, што објашњавамо како отвореношћу земље (због чега се инфлаторни притисци дијелом неутралишу кроз трговински дефицит), тако и релативно честим промјенама оквира монетарне политике због чега је операцијама стерилизације придавана различита важност чак и у оквиру овог релативно кратког (десетогодишњег) периода.

Тако у првој половини посматраног периода брз пораст девизних резерви прате и релативно високе стопе инфлације, што би требало да значи да операцијама стерилизације није посвећено пуно пажње.

У другом пак дијелу овог периода и поред значајног раста девизних резерви инфлација је знатно нижа, што се подудара са промјеном оквира монетарне политике из 2006. када се НБС одлучила за достизање цјеновне стабилности као основног циља, због чега период 2006-2008. одликују обимне операције стерилизације (референтна каматна стопа је половином 2006. достигла 23⁹⁷%, имобилисани новчани сток је у септембру 2008. достигао 4,7⁹⁸ милијарди амерички долар, док су трошкови репооперација у 2007. достигли 240⁹⁹ милиона евра).

Ситуација се значајно мијења крајем 2008. године када са доласком свјетске кризе инфлаторни притисци слабе.

2.2.5.11. Неликвидност

Неликвидност смо уврстили у списак посматраних карактеристика монетарних система да бисмо могли да нагласимо једну од, додуше, потенцијалних предности усвојеног монетарног рјешења у Србији (и Хрватској) над примјењеним у БиХ. Тако док привреди БиХ пријети проблем неликвидности и из чисто монетарних разлога Србија нема тај проблем што доказују и стопе инфлације. Због тога закључујемо да је

⁹⁷ Китановић, Д., Крстић, М., „Утицај девизног курса на привредни раст Србије“, *Економске теме* 1/2010, Ниш, 2010, стр. 18.

⁹⁸ Ibid.

⁹⁹ Ibid.

неликвидност стриктно повезана са ситуацијом у привреди, док сама НБС својом политиком не изазива неликвидност.

2.2.5.12. Искустава са кризом 2008 – 2010. године

Извлачење оцјене о ефектима кризе из 2008. на привреду Србије, донекле је компликованија него код друге двије земље, будући да су власти Србије поред одређене релаксације монетарне политике прибјегле (или бар допустиле) и девалвацију девизног курса. Тако, за нас, примарна тема постаје утицај курса на ублажавање спољног шока што нисмо имали код друге двије земље.

Мишљена о користима и штетама које је одабрани режим девизног курса донио Србији од почетка кризе из 2008. године врло су подијељења. На једној страни налазе се економисти који сматрају да је постојећи режим био одличан у ублажавању шока и они су углавном окупљени око НБС. Тако се у полу-званичној стратегији развоја Србије под називом: „Посткризни модел раста и развоја Србије 2011- 2020.“, на стр. 113., постојећи режим девизног курса хвали као спасиоц: *„Емпиријски, текућа криза је чини се јасно „пресудила у корист “ флексибиланог курса: највећи пад производње су имале привреде са фиксираним курсом. То су пре свега балтичке земље – једна од њих (Литванија) бележи већи пад него Америка у Великој депресији 1929-1933. Али и Бугарска, која такође има чврсто фиксирани курс бележи пад знатно већи од Србије. Флексибилан девизни курс је омогућио Србији, као и другим транзиционим земаљама у Европи (Пољској на пример), да удар кризе амортизује депресијацијом домаће валуте и тако спречи да се цео удар пренесе на велики пад производње.“*, и наставља, *„Режим циљања инфације и флексибилног курса показује своје предности и код изласка из кризе. Наиме, Србија у првој половини 2010. бележи значајно убрзање извоза (20% изражено у еврима, у односу на прву половину 2009. године), док увоз знатно скромније расте (4%). Укупно, додуше скромно, оживљавање производње у овом периоду потиче од раста извоза. Тако се макар у скромним назнакама види излазак из кризе на економски одрживим основама, вођен растом нето извоза (извоз минус увоз). Претходно можда назначује и почетак неопходног преусмеравања привреде Србије од увоза ка извозу“*.

Дакле овдје се наглашава да је флексибилан девизни курс спријечио пад производње и извршио прилагођавање (еуфемизам за смањење реалних зарада и пензија)

на основу којег Србија смањује спољнотрговински дефицит у кризи (кроз смањење фонда зарада и пензија, а то значи и агрегатне потрошње¹⁰⁰) и након кризе (кроз јефтинији радну снагу). Међутим, ми нисмо сигурни колико су ови ставови одрживи посебно ако се узме у обзир раст незапослености у Србији у овом периоду (ММФ процјењује пораст незапослености на 400.000¹⁰¹ радника, Републички завод за статистику каже да их је реално 219.000¹⁰² више), што је у контрадикцији са у стратегији хваљеним одржањем производње. Такође је дискутабилна и чињеница да се у горе поменутој стратегији за поређење са Србијом бирају земље које су доживјеле највећи пад РБДП-а у посматраном периоду, мада постоји велики број земаља са различитим режимима девизних курсева (укључујући и оне са фиксним курсом) које су забиљежиле мањи пад производње, мањи пораст незапослености и које су такође значајно смањиле трговински дефицит, а да при томе нису уопште или бар значајно смањиле износ зарада изражених у еврима.

Ово нас наводи на закључак да је изабрани режим девизног курса био добар у смиривању шире јавности у ситуацији када је постојала неопходност реалног прилагођавања зарада, док циљ избјегавања преношења ефеката кризе на привреду Србије и са њим повезани социјални циљеви нису значајније остварени. Да бисмо ово још једном провјерили у табели бр. 32. дајемо податке о кретању неких основних макроекономских варијабли за Србију које ћемо касније упоредити са БиХ и Хрватском.

Табела бр. 32.

Кретање основних макроекономских агрегата у Србији 2008-2010. године			
	2008.	2009.	2010.
Инфлација (мјерена ИПЦ)	8,6	6,6	10,3
Кретање кредита ¹⁰³ (ланчани индекс)	100	115	118
РБДП	3,8%	-3,5%	1%
Индустријска производња (ланчани индекс)	101,4	87,4	102,5
Број запослених ¹⁰⁴ (према анкети)	1.990.000	1.857.000	1.771.000
Трговински биланс (у милионима евра)	-8.686	-5.100	-4.768

¹⁰⁰ Николић, Г., *Динар 10 година после: компаративна анализа* ЦНП, Београд, 2010, стр. 2.

¹⁰¹ Ову процјену је усмено изнио шеф мисије ММФ-а у Србији г. Албер Јегер приликом састанка са представницима Савеза синдиката Србије, 17.2.2011. у Београду (извор: <http://gorannecin.rs/mmf-bez-posla-u-srbiji-ostalo-400-000-ljudi/>, датум приступа: 29.5.2011.)

¹⁰² РЗЦ, Анкета о радој снази за 2008, 2009, 2010. (доступно на: <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=27>, датум приступа: 29.5.2011).

¹⁰³ Због значајне инфлације у Србији ове смо кредите изразили у €, по курсу на крају године (када је сачињен и биланс стања банака).

¹⁰⁴ Држави завод за статистику Републике Србије је у укупно запослене убројао: Запослене, samozапослене и помажуће чланове домаћинства.

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за јун 2011*, табеле бр. 14а, 22, 23 и 26, Београд, 2011.

Због значаја стања у финансијком систему на кретање горњих макроекономских варијабли за крај смо оставили мјере које је НБС предузела да смањи утицај кризе на банкарски систем Србије. Укратко НБС је у оквиру Бечке иницијативе предузела следеће мјере: смањила је референтну каматну стопу са 17,75% са почетка 2009. на 9,5% крајем године, обезбиједила је посебану линију краткорочних динарских кредита, омогућила је да се издвајања за девизне обавезне резерве врше у динарима, дала је могућност динарско-девизних свопова са Народном банком, те ублажила критеријуме класификације активе признајући негативне посљедице депресијације динара. Поред тога, у оквиру посебних – привремених мјера НБС је дозволила повећање нето отворене девизне позиције са 10% на 20%, као и укључивање секундарних обвезница изнад 75% капитала у одбитну ставку допунског капитала I, са циљем додатног задуживања код мајки банака.

Поред ових мјера Народне банке и Влада Србије је створила посебан програм кредитних субвенција у 2009. који је такође помогао наставак кредитног раста и за кога је ММФ процијенио да је утицао на ублажавање пада БДП-а који би без овог програма износио чак 5,6¹⁰⁵% БДП-а (умјесто 3,5%). То је свакако утицало и на ублажавање раста проблематичних кредита и пада профитабилности банака због чега се искуства са кризом још мање могу директно приписати изабраном оквиру монетарне политике.

О свему овоме ће бити више ријечи када будемо обрађивали Извјештај о финансијској стабилности Народне банке Србије у оквиру проблема са којима се суочава монетарни и финансијски систем Србије.

2.2.6. Претходна искуства са монетарним властима у Србији

Иако Србија има много дужу историју монетарног суверенитета (од 1884. године) од осталих посматраних земаља, ради се о врло хетерогеним искуствима која су везана за различите државне оквире и друштвена уређења у којима са налазила Србија у посљедњих 127 година. Због тога смо за излагање претходних искустава одабрали период који почиње

¹⁰⁵ Podpiera, J., „*Using Credit Subsidies to Counteract a Credit Bust: Evidence from Serbia*”, IMF, WP/11/285, Washington D.C, 2011, стр. 18. (преузето са: www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25408.0, датум приступа: 17.5.2012. године).

од 1990. године (као и у случају БиХ) и завршава 2000. године са демократским промијенама у Србији.

С обзиром да би анализа свих искустава Србије у овом периоду било сложено питање, које би изашло из оквира овога рада, презентоваћемо кретање само двије величине: инфлације (табела бр. 33.) и девизног курса (табела бр. 34.) из чега се, мислимо, може стећи представа о општим монетарним кретањима у том периоду.

Табела бр. 33.

Кретање инфлације у Србији у периоду 1990 – 2000. године											
	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.
ИПЦ	580,4	118,1	19.810,2	40 x 10 ¹³	3,3	78,6	94,3	9	44,4	45,4	111,9

Извор: Сачињено на основу података у: Ацић С, „Инфлација као резултат неуређености привредног система и економске политике – студија случаја за Србију“, Економија, 15(2), Београд, 2008, стр. 467- 496.

Као што се види, кретање инфлације у посматраном периоду било је прилично динамично, што је у економским појмовима изразито лоша појава. Руку под руку са овако нестабилним нивоима инфлације кретао се и тржишни девизни курс, што потврђују подаци из табеле бр. 34.

Табела бр. 34.

Званични и тржишни девизни курс у периоду 1990 – 2000. године		
	Званични девизни курс (динар/ ДМ)	Тржишни девизни курс (динар/ДМ)
1990.	7,00	8,08
1991.	13,00	95,00
1992.	465,3140	1.800,00
1993.	4.115,00	5.000.000.000.000,00
1994.	1,00	1,65
1995.	3,30	3,40
1996.	3,30	3,95
1997.	3,30	5,00
1998.	6,00	8,30
1999.	6,00	21,00
2000.	30,00	30,50

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из табеле: *Званични и тржишни курсеви 1990-2000.* (преузето са: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/kursevi/index.html>, датум увид: 28.4.2011).

Све у свему, период 1990 – 2000. остаће упамћен у Србији као један од најтежих периода монетарног хаоса у историји ове земље. То баца нешто лепше свијетло на период 2001 – 2010.

Ако бисмо требали да сумирамо промјене статуса Народне банке Србије и искуства резидената ове земље са монетарним властима у протеклој деценији онда бисмо могли рећи следеће. Народна банка Србије је данас модерно уређена монетарна институција, по Закону независна у свим аспектима. Њен основни циљ је цјеновна стабилност (мада постоји проблем широко дефинисаних циљева), инструменте монетарне политике може слободно да бира у складу са процјеном њихове ефикасности, персонално и финансијски¹⁰⁶ је независна. Међутим, резултати њеног рада нису тако импресивни, поготово у домену цјеновне стабилности и повремених значајних осцилација девизног курса, што се једним дијелом може објаснити и драматичном прошлошћу, због које је повјерење јавности у монетарне власти генерално релативно ниско, мада се временом поправља.

2.3. Институционални оквир Хрватске народне банке

¹⁰⁶ Према члановима 23 став 2 и 3, те члану 74 став 2, Закона о НБС (Службени гласник Републике Србије бр. 44/2010), НБС је финансијски независна институција чији органи самостално састављају и усвајају финансијски план који само ради информисања достављају Народној скупштини. Према члану 77, добит коју оствари НБС се расподјељује прво у капитал (основни капитал и посебне резерве) до износа који је крајем 2010. године скоро 15 пута већи од износа капитала НБС. Тек када НБС достигне овај износ, а што се према динамици кретања капитала у прошлости неће десити скоро, добит (и то не цијела већ умањена за добит из курсних разлика и ревалоризационих резерви) ће се распоредити 70 % у Буџет Републике Србије, а 30% ће задржати НБС.

Уређење Хрватске народне банке са краја 2010. се базира на Закону из 2008. (у даљем тексту само Закон). Међутим, овај закон није донио значајније промјене у односу на старији текст Закона и праксу ХНБ прије тога, осим што је извршио припреме монетарних власти за чланство земље у ЕУ и ЕМУ. Прије него што укратко анализирамо садржај овога закона како смо то учинили и за БиХ и Србију желимо да нагласимо како смо у случају Хрватске имали нешто више недоумица како одабрати период за који ћемо анализирати праксу ХНБ-а. Иако у самој Хрватској већина аутора сматра период од 2000. до 2010. посебним периодом, кога је обиљежила личност гувернера ХНБ Рохатинског, чињеница је да се постојећи оквир монетарне политике заснива на стабилизационом програма Хрватске са краја 1993. године. Наиме, још тада је ХНБ везала курс тадашњег хрватског динара (назив куна је уведен 1994.), за њемачку марку. Од тада до данас се овај курс релативно мало мијењао (иако у Закону нису наведене интервентне тачке гувернер Рохатински је више пута помињао да се ради о промјени курса за $\pm 5\%$, док је у почетним годинама тај интервал био и ужи тј. $\pm 2^{107}\%$), а од овог номиналног стабилизовања курса постојала су само два периода релативних изузетка у којима је долазило до бржих и трајнијих промјена курса и то од половине 1998. до половине 2000. и од краја 2008. до средине 2009. што се веже за периоде криза (1998. године криза у Русији која се пренијела у Источну Европу, а 2008. свјетска криза). Због тога смо се на крају одлучили да за Републику Хрватску анализирамо период од 1996. године, како бисмо искључили ратни период а ипак имали исте критеријум за све три земље.

2.3.1. Циљеви ХНБ-а

Слично Народној банци Србије, и пред Хрватску народну банку циљеви су постављени хијерархијски. Тако је њен основни циљ цјеновна стабилност, док је секундарни циљ (који се остварује не доводећи у питање основни) подршка економској политици Републике Хрватске (не каже се стриктно Владе већ уопштено *Републике*) при

¹⁰⁷ Carmen, R., Kenneth, R., "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," National Bureau of Economic Research, WP 8963, Cambridge— Massachusetts, 2002. стр. 64. (преузето са: www.nber.org/papers/w8963, датум приступа: 5.7.2012. године).

чему је наглашено да та помоћ, ако се пружа мора бити учињена у складу са начелима тржишне економије и слободне конкуренције.

Једино што донекле чуди код циљева ХНБ-а је што се ни једном ријечју не спомиње финансијска стабилност, иако је Банка преузела улогу Агенције за банкарство¹⁰⁸ и централне институције платног промета¹⁰⁹, што значи да јој је посао да брине о овој стабилности. Ово још више чуди будући да ће наша каснија анализа показати да су неки од кључних потеза ХНБ-а повезани управо са њеном бригом за финансијску стабилност. Међутим, практично објашњење за ово лежи у чињеници да је ХНБ при дефинисању циљева практично преписао члан 2 из Протокола¹¹⁰ на статут ЕСЦБ и ЕЦБ како би се припремио за улазак у ЕУ.

2.3.2. Инструменти монетарне политике

ХНБ, има, бар са становишта закона, одријешене руке, када се ради о избору инструмената монетарне политике¹¹¹ које жели да користи за достизање зацртаних циљева.

2.3.3. Девизне резерве

Однос девизних резерви и монетарних агрегата је уведен у ову анализу преваходно због БиХ како бисмо јасније дефинисали о каквом облику монетарног одбора се ради (односно да ли је ради о 100% или већем покрићу монетарне пасиве). Ипак, овај однос је битан и за друге централне банке односно за резиденте и инвеститоре, због чега податке о покрићу различитих новчаних агрегата девизним резервама дајемо у табели бр. 35.

Табела бр. 35.

¹⁰⁸ Закон о ХНБ-у, члан 29.

¹⁰⁹ Закон о ХНБ-у, чланови 33 и 34.

¹¹⁰ Protocol (no 4) on the Statute of the European System of The Central Banks and The European Central Bank, Official Journal of the European Union, 9.5.2008.

¹¹¹ Закон о ХНБ-у, чланови 9,10,11, 12, 13 и 14, Народне новине бр. 75/08.

Девизне резерве, готов новац и примарни новац ХНБ-а

	Девизне резерве (у мил. евра)	Девизне резерве у мил. куна	Примарни новац	Готов новац изван монетарних власти	Покриће примарног новца девизним резервама	Покриће готовине девизним резервама
1996.	1.842	12.818,9	8.770,4			
1997.	2.316	16.003,5	10.346,1	5.524,4	1,55	2,90
1998.	2.411	17.593,0	9.954,2	5.970,2	1,77	2,95
1999.	3.001	23.134,3	10.310,0	6.341,0	2,24	3,65
2000.	3.936	28.747,4	11.717,3	7.169,0	2,45	4,00
2001.	5.334	39.311,6	17.803,2	9.046,2	2,20	4,35
2002.	5.651	42.056,4	23.027,9	10.895,7	1,83	3,86
2003.	6.554	50.117,8	30.586,2	12.256,3	1,64	4,10
2004.	6.436	49.371,8	33.924,4	12.837,6	1,45	3,85
2005.	7.438	54.859,7	40.390,8	14.374,5	1,36	3,82
2006.	8.725	64.086	46.331,2	17.307,3	1,38	3,70
2007.	9.307	68.174,7	51.923,9	19.313,3	1,31	3,53
2008.	9.121	66.805,8	49.743,0	20.479,3	1,34	3,26
2009.	10.376	75.809,1	56.141,9	18.941,7	1,35	4,00
2010.	10.660	78.726,2	56.249,1	19.311,4	1,40	4,10

Извори: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена број 66*, табеле Економски индикатори, А1 и Ц1, Загреб, 2001, *Билтена број 110*, табеле Економски индикатори, А1 и Ц1, Загреб, 2005, *Билтена број 165*, табеле: Економски индикатори, А1 и Ц1, Загреб, 2010. и *Билтена број 171*, табеле: Економски индикатори, А1 и Ц1, Загреб, 2011.

Овдје се практично понавља оно што смо већ истакли за Србију. Иако се обично хвали особина валутног одбора да има најмање 100% покриће за монетарну пасиву односно преко 100% за готов новац у оптицају, већина „класичних“ централних банака има овај однос и већи. То је случај и са ХНБ-ом, а касније ћемо показати да су, према оцјени ММФ-а, по овом критеријуму девизне резерве хрватске задовољавајуће.

2.3.4. Персонална независност

Може се рећи да је персоналној независности руководећог особља ХНБ-а посвећено доста пажње будући да се ове независности директно или индиректно тиче најмање једанаест чланова или ставова Закона. При томе се персоналној независности прилази на више нивоа.

Први ниво обезбјеђивања персоналне независности је и најдиректнији. Тако се у појединим члановима експлицитно забрањује запосленима да примају савјете од других орагана или лица¹¹².

Други начин обезбјеђивања персоналне независности тиче се начина избора, трајања мандата и начина разријешења са дужност руководећог особља ХНБ-а. Тако Гувернера бира парламент (Хрватски сабор) на приједлог Одбора за именовања и управне послове а уз мишљење Одбора за финансије и државни прорачун¹¹³. Иако је уочљива интенција законодавца да Гувернер прође неколико филтера при избору занимљиво је да се цјелокупна процедура завршава унутар парламента без укључивања председника државе или бар савјетодавног мишљења удружења заинтересованих за ово именовање. Избор чланова Савјета практично је исти као и за гувернера, док се код избора замјеника гувернера и вицегувернера процедура разликује само у томе што их предлаже Гувернер ХНБ-а. Мандат¹¹⁴ гувернера, замјеника, вицегувернера и чланова Савјета је шест година, што је дуже од једног изборног циклуса и у складу је са препорукама ЕЦБ. Што се тиче разлога за разрјешење¹¹⁵ са дужности у ХНБ-у, дефинисано их је тачно шест са експлицитном назнаком да није дозвољено разрјешење из били ког другог разлога.

Трећи начин обезбјеђивања независности се тиче прописивања сукоба интереса¹¹⁶ за руководство и запослене у ХНБ-у.

Четврти ниво персоналне независности се постиже тиме што се обезбјеђује да примања лица запослених у ХНБ зависе искључиво од одлука (правилника) донесених унутар Банке, на та примања у пуном износу руководство има право и одређен период након престанка обављања дужности па чак се и штите од одговорности за штету нанесену трећим лицима, осима ако се ради о намјери или грубој непажњи.

2.3.5. Искуства са монетарним системом Хрватске у периоду 1996 – 2010. године

¹¹² Закон о ХНБ-у (Народна новине бр. 75/08), члану 2. став 11 гласи: “Хрватска народна банка и чланови њених тијела не траже нити су везани уз упуте Републике Хрватске, њених институција или тијела, односно чланова тих тијела или других особа.”

¹¹³ Закон о ХНБ-у, члан 44, Народна новине бр. 75/08.

¹¹⁴ Закон о ХНБ-у, члан 44, став 6, Народне новине бр. 75/08.

¹¹⁵ Закон о ХНБ-у, члан 46, став 1, Народне новине бр. 75/08.

¹¹⁶ Закон о ХНБ-у, члан 45, члан 50, став 1 и члан 52, Народне новине бр. 75/08.

У складу са већ устаљеним критеријумима за оцјену резултата функционисања монетарних система дајемо податке и оцјене за Хрватску.

2.3.5.1. Ценовна стабилност

Ценовна стабилност је и према Закону основи циљ ХНБ-а. Из табеле бр. 36, може се видјети да овај циљ ХНБ већ деценију и по доста успјешно испуњава.

Табела бр. 36.

Кретање инфлације у Хрватској у периоду 1996 – 2010. године															
	96.	97.	98.	99.	00.	01.	02.	03.	04.	05.	06.	07.	08.	09.	10.
ИПЦ	3,4	3,8	5,4	4,4	7,4	3,8	1,7	1,8	2,1	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,1

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтен бр. 66*, табела: Економски индикатори, Загреб, 2001. и *Билтена број 171*, табела: економски индикатори, Загреб, 2011.

Са просјечном инфлацијом од 3,52% годишње у посматраном периоду Хрватска улази у круг земаља монетарне стабилности.

2.3.5.2. Стабилност девизног курса

Овдје је Хрватска типичан примјер земље код које постоји сукоб *de jure* и *de facto* режима девизног курса. Наиме, у већ поменутом годишњем извјештају ММФ-а Хрватска се изјашњава као земља у режиму контролисаног флукутирања. Међутим, из табеле бр. 37, можемо видјети да је Хрватска наставила валутно сидро из 1994, тј. да доста чврсто контролише курс куна/евро.

Табела бр. 37.

Кретање номиналног девизног курса куна/евро, амерички долар, швајцарски

франак			
	Куна/евро	Куна/амерички долар	Куна/швајцарски франак
1996.	6,8636	5,5396	4,0988
1997.	6,9472	6,3031	4,3320
1998.	7,3291	6,2475	4,5676
1999.	7,679	7,6476	4,7843
2000.	7,5983	8,1553	4,9897
2001.	7,3700	8,3560	4,9774
2002.	7,4423	7,1457	5,1202
2003.	7,6469	6,1185	4,9015
2004.	7,6712	5,6369	4,9713
2005.	7,3756	6,2336	4,7443
2006.	7,3451	5,5784	4,5712
2007.	7,3251	4,9855	4,4124
2008.	7,3244	5,1555	4,9111
2009.	7,3061	5,0893	4,9094
2010.	7,3852	5,5623	5,9299

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 66, табела Х9*, Загреб, 2001. и *Билетна бр. 171, табела Х9*, Загреб, 2011.

Као што се види, распон кретања курса куна/евро око курса са краја 2010. био је од + 4 % (1999.) до – 7% (1996.) што је интервал свега око 10% за петнаест година. Годишње промјене су биле још блаже осим у периоду 1998 – 2000, када је проведена контролисана¹¹⁷ девалвација курса како би се анулирала претходна реална апresiasiја.

Што се тиче курсва куна/амерички долар и куна/швајцарски франак њихово кретање је, наравно, због везаности курса куна/евро зависило од курса ових валута и евра.

Што се тиче разлога због којих је ХНБ везала курс куне за евро, ту већи значај играју трговинске веза Хрватске и земаља из Еврозоне и земаља које су своје валуте везеле за евро (нпр. БиХ) због чега је и утицај овог курса на цијене у Хрватској потенцијално значајан, те тежња Хрватске да убрза евро-интеграције. Наравно није занемарљива ни брига ХНБ-а о стабилности финансијског система (мада то није законски циљ ХНБ-а), као ни психолошки фактори (резиденти вјерују ХНБ-у ако успијева да очува стабилност курса).

2.3.5.3. Аpreciјација реалног девизног курса

¹¹⁷ Видјети Шоње, В., „Заблуда бр. 2: Течај је кључ конкурентности“, *Банка*, Загреб, јун 2011, стр. 2.

Како смо презентовали кретање инфлације у Хрватској и номиналних девизних курсева, овдје ћемо приказати кретање изведене, а битне варијабле тј. реалног девизног курса.

Када се ради о мултилатералном (ефективном) реалном курсу, његово кретање је дато у табели бр. 38.

Табела бр. 38.

Мултилатерални (ефективни) реални девизни курс куне (база 2005.)	
1997.	99,16
1998.	102,33
1999.	108,96
2000.	106,76
2001.	103,85
2002.	102,93
2003.	103,24
2004.	102,21
2005.	99,82
2006.	98,10
2007.	94,63
2008.	92,53
2009.	92,36
2010.	95,60

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 66*, табела X11, Загреб, 2001. и *Билтена бр. 171*, табела X11, Загреб, 2011.

Као што се види у посматраном периоду повремено је долазило до, гледано по годинама, благе али кумулативно значајне промјене мултилатералног (ефективног) реалног курса. Тако период 1997 – 2000. карактерише кумулативна депресијација од око 10%, док период 2001 – 2009. карактерише још значајнија апресијација¹¹⁸ (око 18%). Ове величине свакако нису занемарљиве.

2.3.5.4. Девизне резерве и инфлација/неликвидност

¹¹⁸ Занимљиво је мишљење аутора Александра Аристовика и Андреја Кумара изнијето у раду „Some characteristics of sharp current account deficit reversals in transition countries“, *South-Eastern Europe Journal of Economics* 1-2006, Thessaloniki, 2006, (преузето са: <http://www.asecu.gr/Seeje/issue06/aristovnik.pdf>, датум приступа: 22-6.2012. године), на стр. 23, према којем је апресијација реалног девизног курса у бројним ЗУТ била последица почетне потцјењености девизног курса (initial overshooting). Ово мишљење је супротстављено мишљењима како је апресијација реалног девизног курса последица БС-ефекта, нижег кредитног рејтинга ЗУТ што проузрокује више трошкове финансирања (и пословања) у земљи у односу на развијене земље, те бржег раста плата у односу на продуктивност у јавном сектору у ЗУТ, што онда повлачи последице сличне БС-ефекту итд.

(потреба за стерилизацијом)

Овим практично прелиминарно провјеравамо колико је ХНБ допустила да се токови девиза између земље и иностранства пренесу на новчану масу, односно да допринесу евентуалној појави инфлације или неликвидности у земљи. С обзиром да куна и поред везаности за евро представља једино законско средство плаћања на територији Хрватске, о утицају прилива девиза на инфлацију можемо судити преко кретања односа девизних резерви и различитих монетарних агрегата, што је и приказано у табели бр. 39.

Табела бр. 39.

Кретање девизних резерви, примарног новца, агрегата М1, РБДП-а и инфлације у Хрватској 1996 – 2010. године

	Девизне резерве ¹¹⁹ (у мил. куна)	Примарни новац (у мил. куна)	М1 (у мил. куна)	Раст РБДП-а у %	Инфлација (ИПЦ)
1996.	12.644,8	8.770,4	11.368,9	5,9	3,4
1997.	16.089,7	10.346,1	13.731,4	6,8	3,8
1998.	17.670,4	9.954,2	13.531,4	2,5	5,4
1999.	23.044,7	10.310,0	13.858,9	-0,9	4,4
2000.	29.906,9	11.717,3	18.030,3	3,7	7,4
2001.	39.311,6	17.803,2	23.703,5	3,7	3,8
2002.	42.056,4	23.027,9	30.869,8	4,9	1,7
2003.	50.117,8	30.586,2	33.888,7	5,4	1,8
2004.	49.371,8	33.924,4	34.562,1	4,1	2,1
2005.	54.859,7	40.390,8	38.817,1	4,3	3,3
2006.	64.086,0	46.331,2	48.521	4,9	3,2
2007.	68.174,7	51.923,9	57.878,3	5,1	2,9
2008.	66.805,8	49.743,0	55.222,3	2,2	6,1
2009.	75.808,0	56.141,9	47.181,7	- 6,0	2,4
2010.	78.726,2	56.249,1	49.151,7	-1,2	1,1

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 66*, табела: Економски индикатори, А1 и Ц1, Загреб, 2001. и *Билетна бр. 171*, табела: Економски индикатори, А1 и Ц1., Загреб, 2011.

Из претходне табеле можемо видјети да су девизне резерве, генерално, брзо расле због чега се, евентуално, могао појавити само проблем инфлације. Посматрањем кретања ових агрегата можемо закључити и да постоји блиска веза између девизних резерви и новчане масе (што је било за очекивати с обзиром на режим близак фиксном курсу).

¹¹⁹ Девизне резерве су изражене у кунама умјесто у страним валутама да би се могло поредити њихово кретање са кретањем новчаних агрегата. Износ у кунама је добијен када су званичне девизне резерве у еврима на крају године помножене са званичним курсем куна/€, такође, на крају године.

Међутим, док је правац кретања близак (или је бар био до 2008.) интензитет није. Заправо, агрегат М1 је 2006. износио око 75,7% девизних резерви, док је 2010. пао на 62% што значи да је ХНБ вршила операције стерилизације. И ниске стопе инфлације упркос бржем расту девизних резерви од стопа раста РБДП-а говоре у прилог тврдњи да је ХНБ проводила политику стерилизације.

Међутим, због постојања трговинског дефицита Хрватске који смањује инфлаторне притиске, ефикасности политике стерилизације ХНБ-а посветићемо више пажње у наредном дијелу рада.

2.3.5.5. Фискална дисциплина и монетарне власти

Жељели смо да у складу са методологијом коју смо претходно користили у случају Србије провјеримо и да ли је у Републици Хрватској у протеклом периоду постојала пракса финансирања буџетског дефицита из примарне емисије (свјесни смо да закон о ХНБ-у из 2008, члан 40. експлицитно забрањује овакву праксу), за шта нам је послужила табела бр. 40.

Табела бр. 40.

Кретање државног дуга ка Хрватској народној банци (у милионима евра)	
1996.	31,90
1997.	0,00
1998.	0,00
1999.	3,14
2000.	0,00
2001.	0,00
2002.	0,07
2003.	0,18
2004.	0,43
2005.	0,19
2006.	0,12
2007.	0,14
2008.	0,30
2009.	0,40
2010.	0,04

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 66*, табеле Ц1, Загреб, 2001. и *Билтена бр. 171*, табеле Ц1, Загреб, 2011.

Подаци из табеле бр. 40. показују да је са том праксом прекинуто још од релативно давне 1997. године, па немамо разлога да проводимо даље анализе као што смо то радили са Србијом код које је ова пракса постојала до прије пар година.

2.3.5.6. Курс и стабилност финансијског система

Како је и Хрватска земља са доминантно банкарским¹²⁰ финансијским системом, основни ризик потиче из валутне (не)усклађености активе и пасиве банака. Овај ризик је порастао, ако не и настао, са укључивањем хрватског банкарског система у глобалне токове. Тако је приватизацију банака Хрватска спровела прије друге двије посматране земље тј. у периоду 1997 – 2000. (током којег је удио банкарске активе у страном власништву у укупној банкарској активи порастао са 3¹²¹% из 1997. на 76,1¹²²% на крају 2000, да би 2010. дај удио достигао преко 90¹²³ %. То је очекивано довело до кредитне експанзије (табела бр. 41).

Табела бр. 41.

Кретање кредита по секторима у Хрватској, 1996 – 2010. године (мил. куна)				
	Становништву	Предузећима	Држави	Укупно
1996.	6.615,2	26.929,3	16.838,8	67.482,7
1998.	17.717,2	41.225,5	15.518,2	93.326,4
2000.	23.298,3	35.890,7	20.250,9	109.949,1
2002.	43.072,6	51.723,4	23.340,1	165.622,2
2004.	65.276,7	58.643,3	22.839,2	225.546,2
2006.	95.689,3	83.386,5	29.828,8	299.258,1
2008.	126.551,4	102.779,8	39.878,5	361.671,2
2010.	127.532,9	114.089,7	52.720,4	390.829,0

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 66*, табеле Д1, Загреб, 2001, *Билтена бр. 110*, табеле Д1, Загреб, 2005. и *Билтена бр. 171*, табеле Д1, Загреб, 2011.

Објашњење како је ова кредитна експанзија (раст одобрених кредита 5,8 пута, а нарочито кредита становништву) довела до пораста валутног ризика је (опет), слично ситуацији у другим ЗУТ била повезана са недовољношћу домаће штедње да испрати кредитни раст (мада је и таква недовољна домаћа штедња била углавном деномирана у

¹²⁰ Јаковчевић, Д., „Бурзе вриједносница“, Економски факултет Загреб, Загреб, 2011, стр. 3.

¹²¹ ХНБ, *Билтен о банкама бр. 1*, Загреб, 2001, стр. 26.

¹²² Ibid.

¹²³ ХНБ, *Билтен о банкама бр. 22*, Загреб, 2011, стр. 26.

стране валуте, па је већ ту постојао валутни ризик у случају пласмана средстава у кунама). У разлоге за недовољну акумулацију штедње у Хрватској у овом раду нећемо улазити, али остаје констатација да су и у њој доминантно стране банке значајна средства позајмиле у иностранству како би испратиле кредитну експанзију. То позајмљивање у девизама је продубило валутни ризик по банке. Како банке нису смјеле да преузму на себе овај ризик, ни по Закону о банкама гдје је његов ниво ограничен на мах 30% гарантног капитала, оне су га као и у сусједним земљама пребациле на грађане и привреду индексирањем пласмана.

Тако из билтена банака бр. 22. можемо видјети да је крајем 2010. године 65,8% активе било индексирано или одобрено у страној валути док је тај проценат на страни пасиве износио 59,4%. Отворена девизна позиција је износила релативно ниских 2,8% гарантног капитала захваљујући кориштењу терминских уговора.

Из оваквих података би површна анализа могла закључити како валутни ризик није висок. Чињеница да је ХНБ фактички фиксирала курс куна/евро само оснажује овакав закључак.

Међутим, тај закључак није у потпуности тачан из два повезана разлога. Први је претходно изнесена констатација да су банке валутни ризик пребациле на кориснике кредита што значи да су сигурне само од директних штета који настају из валутних разлика али не и од ризика невраћања. Овај ризик је опет повезан са чињеницом како је у Хрватској 17%¹²⁴ кредита одобрено у швајцарским францима (тај проценат је 2007. износио чак 27%), а на кретање курса швајцарског франка ХНБ практично нема никаквог утицаја (јер кретање курса куна/швајцарски франак зависи од кретања курса евро/швајцарски франак). Тако ап्रेसијација швајцарског франка води расту рата, што опет води расту ненаплативих кредита и тако потенцијално изазива кризу банкарског система. У току свјетске кризе је и дошло до апресијације швајцарског франка и до пораста ненаплативих и проблематичних кредита и то са почетног нивоа од 4,9¹²⁵% крајем 2008. на 11,5¹²⁶% крајем 2010. Ипак, чак и овакав пораст проблематичних кредита није значајније смањено профитабилност банкарског сектора Хрватске која је смањена са

¹²⁴ ХНБ, *Финансијска стабилност – јул 2011*, стр. 45.

¹²⁵ Конференције за новинаре ХНБ-а 24.10.2010, податке изнио Гувернер Рохатински, пренио ЗНЕТ(www.znet.hr), датум увида: 21.3.2011.

¹²⁶ ХНБ, *Финансијска стабилност - јул 2011*, Загреб, 2011, стр. 48.

9,9¹²⁷% поврата на властити капитал на 7% у 2010. Задржавање високе профитабилности свакако говори у прилог одржању финансијске стабилности јер смањује вјероватноћу да ће стране банке повући свој капитал. Међутим, како је сличан пораст евидентиран у великом броју других земаља (показали смо податке за БиХ и Србију), не можемо прихватити објашњење како је девизни курс куна/швајцарски франак основни узрок овог погоршања.

2.3.5.7. Шпекулативни удари

Чињеница да је Хрватска званично одабрала режим контролисано флукутирајућег курса док *de facto* води девизну политику блиску фиксном курсу чини се као врло погодно тло за шпекулативне ударе. Једноставно флукутабилнији девизни курс Србије више одговара тржишним кретањима док курс КМ бране једноставна правила која не остављају недоумицу у рјешеност власти да очувају фиксан курс. Хрватска нема ни једно од ове двије ствари. Ипак, као што смо нагласили, ако макроекономска кретања иду на руку могуће је стабилизovati курс и без значајнијих интервенција монетарних власти. Да ли је и колико ХНБ интервенисала како би спријечила промјене курса видјећемо из табеле бр. 42.

Табела бр. 42.

Интервенције ХНБ ради ублажавања осцилација на девизном тржишту			
	Купљено од банака (у мил. евра)	Продано банкама (у мил. евра)	Укупно
2010.	363,7	350,1	713,8
2009.	837,8	513,02	1.350,8
2008.	189,1	270,6	459,7
2007.	662,0	0,0	662,0
2006.	1.295,5	125,5	1.421,0
2005.	570,8	0,0	570,8
2004.	403,2	33,0	436,2
2003.	84,5	438,3	522,8
2002.	694,4	220,4	914,8
2001.	1.017,2	462,5	1.479,7
2000.	284,2	138,8	423,0

¹²⁷ Coccozza, E., Colabella, A., Spadafora, F., "The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe", IMF, WP 11/300, Washington D.C, 2011, стр. 54. (преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11300.pdf>, датум приступа: 15.7.2012. године).

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Монетарна политика, Девизне интервенције – Архив*, преузето са: <http://www.hnb.hr/monet/hmonet.htm>, датум увида: 17.4.2011.

Као што се види из претходне табеле, ХНБ је доста интервенисала на девизном тржишту у протеклом периоду, али зачуђујуће је да се ради углавном о заустављању раста вриједности домаће валуте (операције куповине девиза којима се повећава тражња за страном валутом и обара курс). Из тога можемо закључити да би без интервенција ХНБ-а реални курс још значајније апресирао. Девизне интервенције са циљем повећања понуде девиза којим би се ојачала вриједност куне су преовладавале само у 2003. и 2008. години. Интервенције у 2008. години (години када су валуте бројних источноевропских земаља значајно депресирале због чега би се могло очекивати и да се вриједност куне нашла на удару), чак нису биле ни нарочито значајне, тако да је продаја девиза премашивала куповину за свега 81 милион евра, што је са девизним резервама Хрватске прилично занемарљив износ. Како скоро сви шпекулативни удари садрже покушај обарања вриједности (фиксирани) валуте из претходног би се могло закључити да курс куна/евро није био предмет озбиљних шпекулативних удара и поред одређене теоретске подложности.

2.3.5.8. Раст домаће штедње

Видјели смо да је ХНБ у великој мјери успјела да постигне цјеновну стабилност и стабилност девизног курса. То би требало да се одрази и на раст штедње у Хрватској што се и десило као што можемо видјети из табеле бр. 43.

Из ове табеле се види да је укупна штедња у посматраном периоду порасла 5,66 пута (сјетимо се да су кредити порасли 5,8 пута), што се може сматрати импозантним растом, али нажалост још увијек недовољним (укупни кредити на крају 2010. износе око 390 000 милиона куна, што значи да су већи од штедње за око 150.000 милиона куна).

Табела бр. 43.

Кретање штедње у Хрватској			
Укупна штедња (у мил. кунама)		Валутна структура штедње	
		Штедња у кунама (као % укупне штедње)	Девизна штења (као % укупне штедње)
1	2	3	4
1996.	42.156,1	48,3	51,7
1997.	58.027,8	46,1	53,9
1998.	62.957,9	39,7	60,3
1999.	59.517,8	37,9	62,1
2000.	75.218,8	37,6	62,4
2001.	104.466,1	31,2	68,8
2002.	113.997,3	36,8	63,2
2003.	124.713,3	39,0	61,0
2004.	136.689,8	40,2	59,8
2005.	152.729,6	43,2	56,8
2006.	180.253,2	51,0	49,0
2007.	214.383,9	52,0	48,0
2008.	224.482,2	47,8	52,2
2009.	227.217,3	40,4	59,6
2010.	238.468,0	38,12	61,9

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 66, табела Д1, Загреб, 2001, Билтена бр. 110, табела Д1, Загреб, 2005 и Билтена бр. 171, табела Д1, Загреб, 2011.*

Међутим, у којој мјери је раст штедње посљедица раста повјерења у домаћи монетарни систем, а у којој мјери је посљедица других фактора директније је могуће сазнати кроз анализу валутне структуре штедње. Овај податак се, такође, налази у табели бр. 43. (колоне три и четири) из кога може видјети да хрватски грађани и поред 15 година монетарне стабилности нису вратили у довољној мјери повјерење у домаћу валуту.

2.3.5.9. Капитализованост банкарског сектора

Капитализованост банкарског сектора Хрватске значајно је изнад регулаторног минимума (табела бр. 44).

Табела бр. 44.

Адекватност капитала банка у Хрватској					
	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Адекватност капитала ¹²⁸	13,98	16,36	15,16	16,43	18,79

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена о банкама* бр. 14, слика 1.13, Загреб, 2007 и *Билтена о банкама* бр.21, слика 1.13, Загреб, 2010.

Занимљиво је и да се стопа адекватности капитала након избијања кризе 2008. значајно побољшала. Ово је чудно узимајући у обзир пораст ненаплативих и проблематичних кредита о којима смо већ говорили. Међутим, објашњење се можда може наћи у докапитализацији као мјери за јачање повјерења у систем (капитал је у односу на 2008. порастао за 11.509,5 милиона куна или за 20%), затим значајном порасту кредита држави, који због своје нискоризичности не улазе у израчунавање ризиком пондерисане активе (односно пондер им је 0), због чега и постојећи капитал постаје релативно већи.

2.3.5.10. Искустава са кризом 2008 – 2010. године

Сада је вријеме да погледамо шта је ХНБ урадила на превазилажењу посљедица кризе 2008. и да ли је то дало неког ефекта. Тако је ХНБ крајем 2008. смањила стопу обавезних резерви са 17% на 14%, смањила је стопу минимално потребних девизних потраживања са 32% на 28,5%, укинула граничне обавезне резерве, продавала девизе на тржишту (ради одржавања курса), истовремено омогућавајући банкама да дођу до ликвидних кунских средстава преко операција на отвореном тржишту и ломбардних кредита. Интервенције да се обезбједи ликвидност биле су таквог обима да је ради одржавања стабилности цијена ХНБ крајем године прибјегала поштравању услова кроз искључивање готовине у трезорима банака из обавезних резерви и поштравањем услова које ХоВ могу да послуже као колатерал код ломбардних кредита. Све у свему, ХНБ је доста интервенисала са циљем да одржи и курс и цјеновну стабилност и мотивише банке на даље позајмљивање хрватским резидентима како би се одржала привредна активност. Да ли је у овоме успјела прелиминарно можемо судити на основу података из табеле бр.

¹²⁸ Израчуната као омјер властитог капитала банака спреам ризиком пондерисане активе у складу са Безелским споразумом II о минималној капитализованости банака.

45, док ћемо коначан закључак донијети у закључном дијелу, када будемо поредили искуства све три земље заједно.

Табела бр. 45.

Кретање основних макроекономских агрегата у Хрватској 2008 - 2010. године			
	2008.	2009.	2010.
Инфлација	6,1	2,4	1,1
Одобрени кредити (ланчани индекс)	100	102	108
РБДП	2,2	- 6	- 1,2
Индустријска производња	10,6%	0,4%	-1%
Број запослених ¹²⁹ (према анкети)	1.633	1.594	1.528
Трговински биланс (у милионима евра)	-10.793,8	- 7.386,9	- 5.945,3

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 171*, табеле: Економски индикатори и Д1, Загреб, 2011, и подацима Државног завода за статистику Републике Хрватске – *Извјешће* бр. 8. Загреб, 2011, стр. 24.

Значи, када се ради о простом расту кредита ХНБ је учинила и постигла више од ЦББХ, а мање од Народне банке Србије.

2.3.6. Претходна искуства са монетарним системом Хрватске

Како је Хрватска до почетка ратних сукоба била дио монетарног система којим је управљала НБ СФР Југославије, преко републичких Народних банака, нема потребе да посебно понављамо кроз каква су искуства прошли грађани велике Југославије током 1980-их. Умјесто тога дајемо само податке о кретању инфлације у Хрватској у деценији која је претходила посматраном периоду (табела бр. 46.), те кретање девизног курса спреам ДМ у годинама које су претходиле монетарној реформи након које је ХНБ успјешно окончала период високих инфлација и стабилизovala девизни курс (табела бр. 47.), са свега неколико кратких објашњења битних догађаја који су утицали на конституисање и рад ХНБ-а.

Табела бр. 46.

Кретање инфлације у Хрватској у периоду 1986 – 1995. године										
	1986.	1987.	1988.	1989.	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.
ИПЦ	93	123	195	1.199	594	124	634	1.486	107	4

¹²⁹ Држави завод за статистику у укупно запослене убројао је: запослене, samozапослене и помажуће чланове домаћинства.

Извор: Сачињено на основу података у Тица Ј, *Монетарна политика у Хрватској*, графикон бр. 13, Економски факултет у Загребу, преузето са: http://web.efzg.hr/dok/MGR/Tica/gh/poglavlje_6.pdf, (датум увида: 27.4.2011).

Република Хрватска је исказала жељу за формирањем самосталне Централне банке након првих вишестраначких избора у Југославији, а та воља је и институционализована у Уставу из 1990. у коме се у члану 55 каже: „ХНБ је централна банка Републике Хрватске. ХНБ је одговорна, у оквиру својих права и дужности, за стабилност валуте и опћу ликвидност плаћања у земљи и иностранству.“ Ипак, ово је било противно¹³⁰ важећем уставу СФРЈ па је НБ Југославије са своје стране и даље наставила да третира ХНБ као свој интегрални дио. То се мијења 1991. када Савјет гувернера НБ Југославије након низа неспоразума са ХНБ-ом ускраћује право истој за повлачење готовинских средстава и приступ девизном тржишту.

У току првих година рата на овим просторима, ХНБ не успијева обуздати инфлацију. Међутим, 1994. ХНБ изводи другу монетарну реформу (први покушај је био 1992.) када проводи хетеродоксну антиинфлаторну стратегију (отприлике у исто вријеме и врло слично као Аврамовићева реформа) у којој мијења хрватски динар за куну, чију вриједност веже за њемачку марку.

Табела бр. 47.

Кретање курса динар/хрватски динар/куна/ДМ у периоду 1990 – 1995.						
године						
	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.
Куна/ДМ	7	13	0,495	3,8018	3,6321	3,7059

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена* бр. 66, табела Х9, Загреб, 2001.

Већ слједеће 1995. године инфлација се спушта на 4%, а та стабилност (и монетарна и курсна), видјели смо траје до данас.

Да сумирамо. Хрватска народна банка у протеклих 15-ак година показала се као врло успјешна институција која је у јавности Хрватске изградила имиџ „конзервативног банкара“ и у исто вријеме припремила се за улазак Хрватске у ЕУ. Изградњи позитивног имиџа највише је допринијело инсистирање на стабилности девизног курса које траје још од 1994, што је допринијело и цјеновној стабилности у земљи. У организационом смислу

¹³⁰ Петак З, „Економска позадина распада социјалистичке Југославије“, Friedrich naumann Stiftung (Дијалог повјеснчара – историчара), Загреб, 2005, стр. 62.

ХНБ је персонално и финансијски¹³¹ независна институција која слободно бира инструменте монетарне политике које ће користити. Ипак, уважавајући околности у Хрватској, ХНБ се у протеклом периоду више опредјелила за кориштење административних мјера (обавезне резерве, обавезан упис благајничких записа итд.) што није увијек било добро прихваћено од стране ММФ и других међународних организација, али је показало добре резултате у току кризе, што потврђује исправност овакве политике ХНБ у протеклом периоду.

¹³¹ За више информација о томе како је рјешено питање финансијске независности ХНБ-а погледати чланове 4, 5 став 2, 18 и 42 став 2, *Закона о ХНБ*, Народне новине бр. 75/08.

ДИО III – ПРОБЛЕМИ СА КОЈИМА СЕ СУОЧАВАЈУ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ ЗЕМАЉА У РЕГИОНУ И ПОСЉЕДИЦЕ НА ДЕВИЗНИ КУРС

Овај дио је логичан наставак претходног. Разлика је у томе што смо у другом дијелу тражили груб одговор на питање *да ли је пожељно* даље одржавати постојеће принципе функционисања монетарних власти с обзиром на искуства из протеклог периода, док у овом дијелу тражимо одговор на питање *да ли је могуће* одржати та рјешења, односно испитујемо које су основне препреке дуготрајној одрживости изабраних принципа функционисања.

3.1. Проблеми са којима се суочава ЦББХ

Када се ради о било ком облику фиксног девизног курса, а поготово када се ради о систему валутног одбора какав имамо у БиХ, *основна пријетња по одрживост монетарног система, односно основни проблем о којем власти морају да воде рачуна је кретање девизних резерви*. Одмах да нагласимо да власти у БиХ и ММФ оцјењују да је ниво девизних резерви крајем 2010. адекватан¹³². С обзиром на доста лоше перформансе БиХ привреде које се огледају, између осталог, у неконкурентности земље по оцјени свих познатих међународних организација, која је и најоучљивија по континуираном и високом спољнотрговинском дефициту, поставља се питање на који начин ЦББХ успијева прибавити девизне резерве и да ли ће то моћи чинити и у будућности¹³³? Иако смо свјесни да, чисто формално ЦББХ нема проблем одрживости валутног одбора све док постоје

¹³² ММФ, „Босна и Херцеговина: Консултације по члану IV за 2010. годину, друга и трећа ревизија stand-by аранжмана, захтјев за изузеће од непридржавања критеријума извршења, и репрограмирање откупа дугова“, децембер 2010 бр. *Извјештаја ММФ-а о земљи*: 10/348, (преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=24413.0>, датум увида: 28.6.2011. године).

¹³³ Аутори Александар Аристовика и Андреј Кумара у раду „Some characteristics of sharp current account deficit reversals in transition countries“, *South-Eastern Europe Journal of Economics* 1-2006, Thessaloniki, 2006, (преузето са: <http://www.asecu.gr/Seeje/issue06/aristovnik.pdf>, датум приступа: 22-6.2012. године), на стр. 27, на основу властитог истраживања закључују како ЗУТ које користе неки режим фиксног девизног курса и поред свих проблема са којима се суочавају посједују доста високе и „резистентне“ девизне резерве.

било какве девизне резерве, ипак, питање одрживости може и мора бити постављено не само као техничко питање (постојање било каквих девизних резерви) већ и као социјално питање (социјална прихватљивост трошкова одржавања постојећег монетарног система у лошијем привредном амбијенту). Због тога је социјална прихватљивост услов дугорочне одрживости па ће и она бити дио наше анализе. И једно и друго питање (техничка и социјална одрживост), сабирају се у питању ефикасности механизма прилагођавања, који у случају валутног одбора представља Хиксов механизам прилагођавања добро познат још од златног стандарда из XIX вијека.

Због тога, почетни тест којим провјеравамо да ли су постојали притисци на девизне резерве ЦББХ вршимо кроз анализу кретања истих у протеклом периоду (табела бр. 48).

Табела бр. 48.

Кретање девизних резерви ЦББХ 2000 - 2010. године											
	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Девизне резерве (у мил. КМ)	1.027,3	2.678,4	2.482,9	2.791,9	3.478	4.223,5	5.450,7	6.697,6	6.295,7	6.212,2	6.456,3

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табела бр. 33, Сарајево, 2011.

Као што се види девизне резерве су, практично, континуирано расле све до 2007. године, да би у 2008. и 2009. години забиљежиле пад. С обзиром да се почетак пада девизних резерви поклапа са доласком свјетске економске кризе на ове просторе, мораћемо ући у нешто дубљу анализу посљедица исте на економску ситуацију у БиХ како бисмо кроз ову анализу дали одговор на два питања:

1. Шта је разлог уоченог пада у 2008. и 2009. години тј. да ли се ради о краткотрајном паду који је дефинитивно иза нас или се ради о тренду који би реално могао довести до значајнијег пада девизних резерви, а самим тим и до нестанка система монетарног одбора у БиХ?
2. Какве су посљедице пада узимајући у обзир чињеницу да у систему валутног одбора какав се користи у БиХ ликвидност зависи од девизних резерви (у овом дјелу акценат је стављен на питање социјалне одрживости)?

Ова два питања се на крају могу сабрати у питању дугорочне одрживости валутног одбора у БиХ.

3.1.1. Девизне резерве БиХ – постојеће стање и очекивана кретања

Као што смо у уводном дијелу навели, почетак пада девизних резерви се поклопио са доласком последица америчко- европске економске кризе на ове просторе. Из тога би се могао извући површан закључак како је разлог за пад девизних резерви искључиво ова криза па се ради о краткотрајном проблему који ће проћи са опоравком њихових економија, због чега му не треба придавати претјерану пажњу. Нажалост, анализа кретања основних макроекономских варијабли у БиХ прије и после доласка кризе, показује да је вањска економска криза била само окидач¹³⁴ много дубље кризе у БиХ која је оставила трајне последице због чега се не може очекивати престанак притисак на девизне резерве у ближој будућности или се чак може очекивати погоршање¹³⁵ ситуације (ако се не предузму корективне мјере о чему ће бити више ријечи у петом дијелу рада). Да бисмо ово образложили поћи ћемо од излагања кретања основних макроекономских трендова прије и после кризе који су приказани у табели бр. 49.

Из доње табеле се види оштра промјена трендова са 2008. годином као прекретницом.

Тако су економска кретања прије избијања кризе карактерисали: експлозиван раст приватног дуга¹³⁶ (који је порастао преко једанаест пута) и девизних резерви (које су порасле око пет пута), значајан раст трговинског дефицита (око 50%) и РБДП-а (око 55%), уз стагнација јавног дуга и пад незапослености (стварне не статистичке).

¹³⁴ Tomaš, R., „Limited Possibilities of Adopting the Economy of Bosnia and Herzegovina to the External Pressures of the Economic Crisis“, *Acta economica*, Banja Luka, 2012, стр. 6. (преузето са: <http://www.actaeconomica.efbl.org/broj17/e-ActaEconomica-broj17-RTomas.pdf>, датум приступа: 27.6.2012. године).

¹³⁵ Ibid, стр. 25.

¹³⁶ Кредити држави су чак и у апсолутном износу смањени у периоду 2000 - 2008.

Табела бр. 49.

Макроекономски трендови у Босни и Херцеговини 2000 - 2010. Године											
Година	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Трговински дефицит (у мил. КМ)	5.868	6.470	6.892	7.180	7.193	7.749	6.661	8.101	9.432	6.669	6.352
Кредити (у мил. КМ)	3.017	3.339	4.281	5.121	5.927	7.544	9.308	11.949	14.556	14.101	14.579
Спољни јавни дуг (у мил. КМ)	4.055	4.420	4.290	4.013	4.031	4.338	4.071	3.961	4.240	5.234	6.289
Статистичка незапосленост (у 000)	415	416	435	468	488	508	524	515	483	510	522
Незапосленост из анкете о радној снази (у 000)	-	-	-	-	-	-	366	347	272	272	315
Бруто наднице (у КМ)		596	660	717	748	798	910	994	1163	1223	1250
Девизне резерве (у мил. КМ)	1.027,3	2.678,4	2.482,9	2.791,9	3.478	4.223,5	5.450,7	6.697,6	6.295,7	6.212,2	6.456,3
РБДП	5,5	4,5	5,5	3,8	6,3	3,9	6,1	6,2	5,7	-2,9	0,7

Извор: Сачињено на основу података АСБХ из *Анкете о радној снази* за 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, преузето са: http://www.bhas.ba/?option=com_content&view=article&id=113=ba (датум увида: 28.4.2011), и *Запослени по дјелатностима у децембру* 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, преузето са: http://www.bhas.ba/index.php?option=com_publikacija&view=publikacija_pregled&ids=1&id=2&n=Tr%C5%BEi%C5%A1te%20rada, (датум увида: 28.4.2011), те подацима ЦБХ из *Билтена 2-2011*, Главни економски индикатори, табела бр. 11, Сарајево, 2011.

Од избијања кризе трендови су драматично промијењени и то (углавном) на лошије. Тако у 2008. и 2009. години биљежимо сеобу капитала у развијеније земље што се одразило на пад девизних резерви који је кумулативно износио 440 милиона КМ или 6,6% истих у односу на врхунац из 2007, те смањење кредитних пласмана у 2009. години од 455 милиона КМ или 3,1% у односу на врхунац у 2008. години. Такође, биљежимо стагнацију привредне активности, раст незапослености (око 40.000 радника према званичној статистици) и спољног јавног дуга (за око 58% или 2.328 милиона КМ у односу на најнижи ниво из 2007. године). Једини јасно позитиван тренд је пад трговинског дефицита. Разлоге за овај, условно речено, позитиван тренд обрадићемо мало касније. Донекле, изненађујући тренд је наставак раста надница упркос расту незапослености. То говори о ригидности надница и несавршености тржишта рада.

Suma sumare, са становишта утицаја на структуру платног биланса тј. утицаја на кретање девизних резерви, посебно је битно уочити и детаљније анализирати три тренда:

1. престанак раста приватног дуга;
2. пад трговинског дефицита;
3. раст спољног јавног дуга.

То ћемо и учинити у наставку.

3.1.1.1. Разлози за прекид прилива девиза кроз банкарски сектор

Можда најочљивији тренд у предкризном периоду био је пораст дуга становништва и приватних привредних субјеката ка банкама. Са становишта платног биланса то не би представљало посебно битан тренд (бар не директно) када би тај раст био финансиран растом домаће штење. Међутим, значајан дио кредитне експанзије је финансиран дотоком капитала из иностранства о чему нам говори табела бр. 50, из које се види да су банке за свега 5-6 година (од 2002. године када је приватизација банака била у пуном налет до 2008. године) из иностранства донијеле (дио у облику откупа и улагања у властити капитал банака, дио у облику депозита мајки банака код банака кћери, дио директним позајмљивањем домаћих банака на европском међубанкарском тржишту), преко 3,8 милијарди евра¹³⁷ које су код ЦББХ претварале у КМ да би могле пласирати кредите у домаћој валути¹³⁸.

Чињеница која додатно свједочи о значају средстава позајмљених у иностранству за банке у БиХ је и то што је у већини кредита у земљи каматна стопа везана за кретање ЛИБОР-а, ЕУРИБОР-а ПИБОР-а или неке друге каматне стопе на иностраном међубанкарском тржишту, што не би био случај да се банке значајније ослањају на домаћу штедњу.

¹³⁷ До ове цифре смо дошли када смо властити капитал банака помножили учешћем странаца у власништву над банкарским сектором и томе додали раст стране пасиве од 2002. до 2008. године.

¹³⁸ Али са валутном клаузулом чиме су девизни ризик пребациле на клијенте, што се може видјети из извјештаја Агенције за банкарство Републике Српске и Федералне банкарске агенције.

Табела бр. 50.

Властити капитал и страна пасива банака у БиХ (у мил. КМ)			
Година	Властити капитал	Страна пасива	Укупно
2000.	1.096,2	1.577,1	2.673,3
2001.	1.118,8	1.526,5	2.645,3
2002.	1.213,6	1.793,7	3.007,3
2003.	1.305,4	2.437,0	3.742,4
2004.	1.472,1	2.651,1	4.123,2
2005.	1.712,5	3.559,3	5.271,8
2006.	2.071,8	4.032,8	6.104,6
2007.	2.530,0	5.159,5	7.689,5
2008.	2.977,2	6.309,7	9.286,9
2009.	3.143,9	5.747,1	8.891,0
2010.	3.711,1	4.782,2	8.493,3

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 2-2011*, табела бр. 11, Сарајево, 2011.

Овај прилив девиза је омогућавао раст потрошње у земљи изнад производње па чак и одређене вишкове који су се слијевали у девизне резерве и омогућавали систему монетарног одбора да нормално функционише. Тако је настао модел раста вођен (предимензионираном) потрошњом.

Како је са доласком кризе овај канал прекинут, а због његовог значаја у прошлости, поставља се питање може ли се очекивати „повратак на предкризни тренд “ након санирања посљедица економске кризе у развијеним земљама?

Наша анализа показује да се не може очекивати повратак на предкризни тренд и то из два разлога:

А) Први је што су унутрашње резерве за даље задуживање ионако биле скоро истрошене. О томе свједочи табела бр. 51.

Табела бр. 51.

Задуженост по запосленом у земљама Ј.И. Европе у 2010. Години	
Земља:	у еврима
Србија	2.000
Црна Гора	5.500
Хрватска	10.000
Босна и Херцеговина	5.500
Македонија	1.700
Словенија	7.200
Грчка	14.000

Извор: „Грађани Србије међу најмање задуженим“, Каматица, преузето са: <http://www.kamatica.com/istrzivanje/139/srbija-zaduzenost> (датум увида: 7.5.2011)

Као што се види становништво и привреда БиХ су задовољиле почетну „глад за кредитима“ због чега је било природно да се очекује успоравање кредитног раста у будућности.

Б) Други и непосреднији разлог је што чак и кад би стране банке мотивисане високим стопама поврата биле вољне да преузму ризик и позајмљују већ презадуженим субјектима, препоруке Базелског комитета из 2010. године (Базел III) али и препоруке националних регулатора (као што је Аустријска влада позвала домаће банке да не повећавају изложеност у земљама ЈИ Европе) ће их у томе ограничити. Наиме, трећа препорука тражи смањење изложености ризику земље, што значи да ће се стране банке, умјесто слања девиза из земаља гдје имају сједиште у земље у којима послују банке-кћери, морати оријентисати на прикупљање локалне штедње у земљама у којима послују, а ради финансирања кредитног раста у истим тим земљама. *Suma summare*, на стране банке као на значајан извор девиза у средњем року више не треба рачунати.

3.1.1.2. Пад трговинског дефицита

Други тренд који смо уочили је значајан пад трговинског дефицита. Разлоге за овај пад треба тражити, између осталог, у његовој повезаности са првим трендом (успоревањем кредитног раста). Наиме, око 70% прилива капитала из иностранства кроз банкарски сектор је кориштено за финансирање увоза¹³⁹. Због тога се овдје ради о два уско повезана тренда која треба посматрати заједно.

Кретање трговинског дефицита биће предмет дубље анализе у наставку.

3.1.1.3. Раст спољног јавног дуга

Трећи уочени тренд је раст спољног јавног дуга. Како је до њега дошло? Када је могућност новог задуживање приватног сектора у иностранству практично прекинута¹⁴⁰, иза претходног модела раста је очито остала привредна структура неспособна да генерише

¹³⁹ Кристић, И., „*Одрживост валутног одбора у БиХ*“, Дирекција за економско планирање Савјета министара БиХ, Сарајево, 2007. стр. 13.

¹⁴⁰ Власти БиХ су схватајући важност банкарског сектора за потрошњу у земљи предузеле одређене кораке од којих је најпознатија Бечка иницијатива када су са представницима банака потписали споразум у којем су иностране банке гарантовале да неће смањити изложеност ка својим банкама кћерима у БиХ.

довољне дотоке девиза да би економски и монетарни систем могли наставити нормално да функционишу. Одговор власти БиХ на ову ситуацију је било убрзано задуживање којим би се компензовао пад дотока девиза, а све под објашњењем привремености и давања времена домаћој привреди да се прилагоди.

Сама динамика раста дуга је била прилично драматична. Тако је спољни дуг за свега пар година порастао за 58% почетног нивоа чиме се попео са 18%¹⁴¹ БДП-а у 2007. на 25,7% БДП-а у 2010.

Поставља се питање може ли ово дугорочно да функционише? Једини одговор је да не може. Постоји граница до које се било која земља може задуживати (а поготово оне са слабијим кредитним рејтингом као што је БиХ чији је кредитни рејтинг на крају 2010. био В+ по Standard & Poor's односно В2 по Moody's, док су у 2011. обје агенције овај рејтинг додатно умањиле). При томе, и сама динамика задуживања БиХ, када би се власти одлучиле да то чини док год је могуће, одређена је европским амбицијама земље:

- Амбиције БиХ су везане за прикључење ЕУ и ЕМУ, што према Мастришким критеријумима подразумева, између осталог, да буџетски дефицит не би смио прелазити 3% БДП-а годишње, док јавни дуг не би смио прећи 60 % БДП-а¹⁴².
- Иако за многе чланице ЕУ нису поштовале горња ограничења приликом пријема у ЕМУ, као последица кризе јавног дуга земаља чланица, у току је процес стварања чвршћих буџетских ограничења, што је формално озваничено на састанку у Бриселу 9.12.2011.

3.1.1.4. Потенцијални проблем; прикривени пад девизних резерви

Из претходног начина превазилажења проблема уочљива је основна нелагода монетарних власти БиХ, а то је реалан ризик да би у блиској будућности могло доћи до много већег пада девизних резерви него што је то овај забиљежени у прошлости. Наиме, без раста спољног јавног дуга ¹⁴³, којим су власти у БиХ компензовале пад девизних

¹⁴¹ ЦББХ, *Билтен 4-2011*, табела бр. 32 и главни економски индикатори, Сарајево, 2012.

¹⁴² Ковачевић, Р., Међународне финансијске институције, Институт за спољну трговину, Београд, 1998 стр. 196.

¹⁴³ ЦББХ, *Билтен 4-2011*, табела бр. 32, Сарајево, 2012.

прилива по другим основама и под претпоставком да би остали трендови остали исти, пад девизних резерви би већ крајем 2010. био много значајнији¹⁴⁴, што се на срећу није десило. Из тога можемо извући, додуше још увијек недовољно поткован закључак, како је државна интервенција само одгодила пад девизних резерви односно да се фактички ради о прикривеном паду чији ће се ефекти брзо показати (чим држава престане да се задужује у иностранству).

У прилог претходној тврдњи иде и чињеница да узете кредите треба почети враћати у наредном периоду. Типичан примјер је аранжман са ММФ-ом који је склопљен на три године. Средства добијена овим путем (прве двије транше) су била намјењена¹⁴⁵ за несметано сервисирање спољних обавеза земље у току кризе за коју се претпостављало да ће брзо проћи, трећа транша би требала бити усмјерена у капиталне инвестиције док четврта и пета директно служе јачању девизних резерви. Тако након истека овог аранжмана (средином 2012. године) и грејс периода ова и друга позајмљена средства треба почети враћати. Тако само по основу аранжмана са ММФ-ом БиХ прелази из + 400¹⁴⁶ милиона евра годишње у (око) – 240¹⁴⁷ милиона годишње, с тим да ово представља само грубу апроксимацију. Чак и ако је уштедама у јавним буџетима, на којима је инсистирао ММФ, могуће прикупити ова средства, ово би могло представљати удар од око 600 милиона евра годишње на рачун девизних резерви у току периода враћања зајма (2014 – 2020). Међутим, историја јавног дуга на овим просторима нас учи да се јавни дуг смањивао (тј. отплаћивана главница без узимања нових кредита) само у временима „изобилја“, а често чак ни тада. У свим осталим временима се дижу нови зајмови којима се враћају стари, чиме се главница дуга не смањује. С обзиром на то да БиХ чак ни са овим новим дуговима не спада у презадужене земље, ово је вјероватнији развој догађаја. То би

¹⁴⁴ Вранкић, Д., „Stand-by аранжман БиХ са ММФ-ом и утицај на приватни сектор економије у свјетлу глобалне кризе“, Трезор БиХ, Сарајево, 2009.

¹⁴⁵ ММФ, „Босна и Херцеговина: Консултације по члану IV за 2010. годину, друга и трећа ревизија станд-бу аранжмана, захтјев за изузеће од непридржавања критеријума извршења, и репрограмирање откупа дугова“, бр. извјештаја ММФ-а о земљи: 10/348, преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=24413.0>, датум увида: 28.6.2011.

¹⁴⁶ Динамика повлачења средстава од ММФ-а није уједначена јер зависи од испуњености неколико услова тако да се не повлачи исти износ средстава сваке године, а постоје и назнаке да БиХ неће повући свих 1,2 милијарде € кредита. Ипак, апроксимативно се ради о средствима од око 400 милиона € годишње.

¹⁴⁷ Рок враћања кредита је 5 година, са грејс периодом од 3 године (за сваку траншу посебно) и промјенивом каматном стопом која је у тренутку узимања кредита износила 1,45%.

значило „само“ одрицање од тих 400 милиона евра али не и дубљи пад. С обзиром на престанак обимног дотока девиза кроз банкарски сектор поставља се питање да ли постоји још неки алтернативни извор девиза који би могао послужити одржању девизних резерви, односно, ако не постоји, колико дуго девизне резерве које су крајем 2010. године износе нешто преко 3,2 милијарде евра могу да издрже одливе које и даље репродукује (додуше смањени) трговински дефицит?

3.1.1.5. Сумарна анализа: повезивање уочених трендова са осталим ставкама платног биланса и пројекција кретања девизних резерви

За одговор на претходно питање морамо имати цјеловиту слику (а не само неке трендове) због чега ћемо извршити идентификацију и осталих важних извора и одлива девиза у протеклом периоду. Након тога ћемо приступити анализи која ће девизне резерве посматрати као резидуалну варијаблу тј. ону величину чији износ зависи од кретања осталих варијабли. Битно је да нагласимо да ћемо за полазну основу наше анализе користити анализу Дирекције за економско планирање БиХ (ДЕП БиХ) из децембра 2009. године под називом: Економски и Фискални програм 2010 – 2012, коју ћемо кориговати за новије јавно доступне податке и процјене публиковане од стране Централне банке БиХ, мисије ММФ-а¹⁴⁸ у БиХ и Истраживачког центра Reiffaisen банке БиХ (из 2010).

За идентификацију извора и одлива девиза користимо, очекивано, табелу платног биланса БиХ. Подаци о кретању вриједности основних ставки платног биланса БиХ у периоду 1998-2010¹⁴⁹. година дати су у табели бр. 52.

¹⁴⁸ *Макроекономска кретања у Босни и Херцеговини и stand-by аранжман*, Уред резидентног представника Међународног монетарног фонда за БиХ, Сарајево, 2010.

¹⁴⁹ Ради прегледности дајемо годишње податке за сваку четврту годину у овом интервалу.

Табела бр. 52

Платни биланс БиХ 1998 - 2010. године				
	1998.	2002.	2006.	2010.
Роба	-5.482	-6.892	-6.661	-6.352
Услуга	335	453	1.045	1.022
Доходак	1.424	1.055	611	635
Текући трансфери	3.117	2.933	3.472	3.332
Укупно	-607	-2.450	-1.532	-1.362
Капитални рачун	871	849	457	314
Финансијски рачун	-526	1.380	891	986
Укупно	346	2.228	1.349	1.300
Нето грешке и пропусти	262	222	184	62

Извор: ЦББХ, *Билтен 2/2011*, табела бр. 26, Сарајево, 2011.

Из претходне табеле произилази да је једина ставка која у нето износу биљежи континуиран одлив девиза, очекивано, рачун роба, док су ставке које највише доприносе дотоку девиза у земљу:

1. Текући трансфери (у 2010. покривао око 52% робног дефицита);
2. Рачун услуга (у 2010. покривао око 16% робног дефицита);
3. Финансијски рачун (у 2010. покривао око 15,5% робног дефицита);
4. Рачун дохотка (у 2010. покривао око 10% робног дефицита);
5. Рачун капитала (у 2010. покривао око 5% робног дефицита).

За сваки од ових рачуна битно је не само колико је покривао робног дефицита у прошлости већ и у којој мјери се радило о стабилном извору девиза.

Ипак, прије него што пређемо на детаљније разматрање детерминанти кретања сваке од ових ставки платног биланса у прошлости и предвиђање њихових кретања у будућности, жељели смо објаснити зашто се нисмо опредјелили за кориштење неког од савремених економетријских модела развијених управо у ове сврхе, већ за једну једноставну анализу базирану на претпоставци о наставку постојећих трендова.

3.1.1.6. Проблем примјене савремених економетријских модела на привредна кретања у БиХ

У прошлости је било више покушаја да се процјени кретање битних макроекономских варијабли у БиХ кориштењем савремених и сложених економетријских модела, али су они углавном завршавали закључком о њиховој непримјењивости или о упитности добијених резултата.

Један такав примјер је покушај примјене ММФ-овог динамичког модела названог *Оквир одрживости спољног дуга (External debt sustainability framework)* који се, као што му и име каже, користи за пројекцију будућих кретања спољног дуга. Овај модел је развијен 2002.¹⁵⁰ године, а покушај његове примјене на БиХ десио се 2006. године током редовних консултација особља ММФ-а са властима БиХ у складу са чланом IV Статута ММФ-а¹⁵¹.

Сама процјена будућег кретања спољног дуга базира се на једноставној почетној једначини:

$$CD_{m+1} = (1 + p)CD_m - TB_{m+1}$$

гдје су:

CD – спољни дуг у КМ

p – свјетска каматна стопа

TB – компонентна креирања новог дуга кроз рачуне роба и услуга

Затим се из почетне једначине низом прорачуна долази до слједеће једначине:

$$\partial_{m+1} = \frac{p - \varepsilon - \bar{b}(1 + \varepsilon) + e(1 + p)}{1 + \varepsilon + \bar{b} + \varepsilon\bar{b}} \partial_m$$

У претходној једначини симболи представљају:

∂ – рацио спољног дуга и БДП-а

¹⁵⁰ International Monetary Fund, „Assessing Sustainability“, IMF Policy Development and Review Department, Washington D.C. 2002.

¹⁵¹ ММФ, „Босна и Херцеговина: консултације по члану IV за 2006 – извјештај особља; Обавијест за јавност о разговорима Извршног одбора; и Изјава Извршног директора за Босну и Херцеговину“, Бр. извјештаја ММФ-а о земљи: 06/371, Сарајево, 2006.

z – стопа раста БДП-а

b – БДП дефлатор

e – стопа апresiasiје реалног девизног курса

Нажалост, захваљујући ниском квалитету улазних података добијених кориштењем званичне статистике у БиХ, није било могуће јасно идентификовати величину спољног дуга земље, те терет отплате.

Конкретније, добијени су квантитативни резултати у облику врло широког интервала што их чини практично неупотребљивим за било какво извлачење закључака¹⁵².

Други примјер покушаја кориштења моделирања на привреди БиХ веже се за низ радова ДЕП-а урађених уз финансијску подршку Европске комисије у облику плаћених менторстава од стране међународних консултаната. Тако у раду „*Current account deficit sustainability in Bosnia and Hercegovina*”¹⁵³ аутор Нермин Дидик покушава да примјени познати Милеси-Ферети и Разин модел (МФР модел) одрживости дефицита текућег рачуна.

Овај модел се базира на израчунавању „индикатора одрживости” који су подјељени у три групе:

- индикатори солвентности тј. способности отплате дуга;
- индикатори воље дужника да отплаћује дуг;
- индикатори воље инвеститора да посуђују новац.

Најважнија група индикатора су индикатори солвентности и њихово израчунавање почиње од формуле:

$$ДТР_m = c_m n_m^* HCA_m - c_{m-1} n_{m-1}^* HCA_{m-1} = \\ n_m (БДП_m - П_m - И_m) + p^* c_m n_{m-1}^* HCA_{m-1}$$

гдје су:

$ДТР$ – дефицит текућег рачуна

¹⁵² Nermin Didik, „*Current account deficit sustainability in Bosnia and Hercegovina*“, ЕРРУ, Сарајево, 2007. стр. 10. (преузето са: http://www.dep.gov.ba/dep_publicacije/doc/?id=105, датум приступа: 29.6.2012. године).

¹⁵³ Didik, N., „*Current account deficit sustainability in Bosnia and Hercegovina*“, ЕРРУ, Сарајево, 2007. (преузето са: http://www.dep.gov.ba/dep_publicacije/doc/?id=105, датум приступа: 29.6.2012. године).

$m\bar{b}$ – трговински биланс као проценат БДП-а

c – номинални девизни курс

n – домаћи БДП дефлатор

n^* - страни БДП дефлатор

NSA – нето страна актива

P – приватна потрошња

I – укупне инвестиције

nca – нето страна актива као проценат БДП-а

Након низа сређивања долази се до једначине „динамике дуга“ која гласи:

$$nca_m - nca_{m-1} = m\bar{b} - \frac{(1+p) - (1+e)(1+z)}{(1+e)(1+z)} nca_{m-1}$$

Ова једначина указује на чињеницу да ,чак и ако је текући рачун једнак 0, може доћи до промјене тежине спољног дуга под утицајем кретања свјетске каматне стопе, стопе раста БДП-а или реалне апresiasiје домаће валуте.

Из претходне једначине извлачи се *груби индикатор солвентности*:

$$m\bar{b} = - \frac{(1+p) - (1+e)(1+z)}{(1+e)(1+z)} nca_{m-1}$$

Иако аутори овог модела наглашавају да не постоје „магични“ број о томе колико велики дефицит текућег рачуна као проценат БДП-а може да буде прије него што он постане неодржив, већ да свака земља има свој број који одговара њеним околностима, добијање ових индикатора за БиХ било би од велике важности ради компарације са сличним земљама што би нам омогућило извлачење у великој мјери утемељених закључака .

Нажалост, опет се понавља ситуација да до коначних показатеља аутори не долази и то због због непостојања званичних података о нивоу нето стране активе, великом проценту грешака и пропуста у платном билансу, те значајном удјелу „сиве“ економије, због чега је чак и податак о БДП-у упитан. Све ово наводи аутора истраживања за БиХ да закључи да је кориштење индикатора солвентности за БиХ „тешко изводљиво“¹⁵⁴.

¹⁵⁴ Ibid, стр. 10.

Претходна два примјера навела су нас на закључак да не покушавамо примјену сложенијих економетријских модела с обзиром да претпоставке за њихово успјешно кориштење нису испуњене.

3.1.1.7. Средњорочна пројекција кретања основних ставки платног биланса БиХ

Рачун роба. Није једноставно направити утемељено предвиђање кретања ове ставке. ДЕП се ослонио на процјену домаће и иностране тражње и кретања свјетских цијена, али и на анализу по дјелатностима. Међутим, ДЕП-ове прогнозе већ за 2010. су се показале нетачним. Наиме, ДЕП је очекивао раст извоза за свега 7,4% и раст увоза за чак 12,6% чиме би трговински дефицит био продубљен. Међутим, према сада већ доступним подацима трговински дефицит у 2010. је чак незнатно мањи од онога из 2009. Због тога смо се ми умјесто за ДЕП-ове пројекције одлучили за једноставнију анализу која ће се базирати прије свега на процјени кретања компоненти домаће тражње. Закључци до којих смо дошли се поклапају са налазима Истраживачког центра Raiffeisen банке БиХ.

Тако је наша већ изнијета процјена да ће ниво јавне потрошње остати отприлике непромијењен у складу са договором са ММФ-ом из stand-by аранжмана постигнутог средином 2009, што је битно прије свега за разматрање кретања увоза.

Друга варијабла од које зависи прије свега увоз (али свакако и извоз), јесте кретање кредита приватном сектору.

Трећа варијабла на коју смо обратили пажњу је ниво привредне активности у земљи представљен кретањем РБДП-а. Објашњење за утицај ове варијабле на увоз је такође једноставно: БиХ је мала земља у којој природно постоји недостатак одређених (незамјењивих) сировина и роба чији је увоз неопходан зарад одржавања привредне активности. Опет, већи РБДП оставља могућност и за већи извоз.

Један од проблема који треба примијетити је да се БиХ у претходном периоду при израчунавању РБДП ослањала на потрошни метод израчунавања НБДП-а, а сама потрошња је зависила од обима кредита. Тако је и РБДП, заправо, једним дијелом зависио од обима кредита којима је финансирана потрошња. Прелазак на израчунавање НБДП-а по производном методу смањио би овај проблем.

У сваком случају, подаци за период 2002-2008. нам показују да је трговински дефицит растао по просјечној стопи од око 6 % годишње, јавна потрошња по стопи од око 11,5%, РБДП-а по стопи од око 5,3 % (што је како смо претходно објаснили прецијењена бројка), док је стопа раста кредита приватном сектору износила око 33% годишње.

Смањење трговинског дефицита (од чак 29%) из 2009. године се „поклопило“ са практично заустављањем раста јавне потрошње, смањењем обима кредита за 3,1% и падом РБДП за 2,9%. Посматрајући ове величине, долазимо до закључка да је падом кредита приватном сектору (са + 33% на — 4%) неутралисан у највећем дијелу онај дио трговинског дефицита који отпада на прекомјерну потрошњу (вишак потрошње у земљи над производњом). Друкчије речено, да је пад трговинског дефицита био посљедица пада привредне активности или стагнације јавне потрошње, он би само пратио пад РБДП-а па се могао очекивати благи пад дефицита рачуна роба, а не овако драматичан пад увоза (и посљедично трговинског дефицита). Из тога извлачимо закључак како је постојећи ниво трговинског дефицита (из 2009. и 2010.) близак нивоу испод кога БиХ са постојећом привредном структуром не може да иде. За брз повратак трговинског дефицита на предкризни ниво био би потребан брз раст кредита, што више није реално (Raiffeisen предвиђа 2 % у 2011. и 4% у 2012). *Због тога је постојећи ниво дефицита нова полазна тачка са које ће расти трговински дефицит у будућем периоду у складу са растом РБДП-а, израчунатог по производној методи увећаног за стопу инфлације.*

Шта се предвиђа када се ради о кретању РБДП-а, инфлације и кредита у будућности?

У ближој будућност ММФ и Raiffeisen предвиђају привредни опоравак са стопама раста РБДП-а од 2% у 2011, 4,5% у 2012. ММФ је крајем 2010. очекивао постепен опоравак БиХ економије до устаљивања стопе раста на око 4,5% годишње. Ослањајући се на ову процјену ММФ-а изнијету крајем 2010. и увећавајући стопе раста БДП-а за просјечну стопу инфлације у протеклих пет година (3,6%), у наш модел смо унијели раст трговинског дефицита по годишњој стопи од око 4 %, 6.5% и даље 7% годишње, одражавајући постепен опоравак привредне активности.

Као што смо на почетку напоменули, ова процјена се поклапа са закључцима исраживачког центра Raiffeisen БиХ који предвиђа стагнацију робног дефицита на нивоу 26,5 до 28,5% БДП-а у наредне двије године, што отприлике одговара садашњем омјеру, а

што је могуће само ако и Raiffeisen очекује раст трговинског дефицита у складу са растом НБДП-а.

Текући трансфери у ЗУТ се доминантно састоје из дознака које грађани који раде у иностранству шаљу својим породицама у земљи. За БиХ, као и за велики број мање развијених земаља, ово је изузетно значајан извор девиза. Традиционално ради се, у апсолутном износу, о доста стабилној ставци чије кретање зависи од економских услова у иностранству. Наиме, из табеле бр. 26. Билтена ЦББХ бр. 4-2010, види се да је још 1998. године износ текућих трансфера био на нивоу онога из 2009. године. Додуше, до пред почетак кризе овај износ је досегао 3,8 милијарди КМ (умјесто 3,2 милијарде из 2009). Ово умањење треба схватити као последицу отежених услова привређивања у развијеним земљама због чега су многи грађани БиХ који раде у њима остали без посла или су им приходи умањени. Због тога је за очекивати да како се буду опорављале економије развијених земаља (и по броју запослених, не само према величини НБДП-а или кретању РБДП-а) да ће се ова ставка вратити на предкризни ниво. ДЕП очекује овај повратак већ 2011. док за 2012. очекују чак 4 милијарде девизних прилива по овој основи. Међутим, подаци из 2010. не указују да је ово могуће. Заправо, у 2010. није забиљежен раст у односу на 2009. Због тога су наше прогнозе нешто опрезније. Очекујемо повратак на предкризни ниво тек у 2014. Једина ситуација коју ми видимо да би могла евентуално довести до бржег раста ове ставке је веће отварање тржишта рада земаља ЕУ за раднике из БиХ. Иако су за грађане БиХ од 2010. године укинуте визе за путовања у ЕУ, сматрамо да је реално очекивати да застој у европским интеграцијама БиХ у комбинацији са затварањем тржишта најразвијенијих чланица за радну снагу из „нових“ чланица доведе до тек умјерених стопа раста ове ставке.

Финансијски рачун је у протеклом периоду био најосјетљивији извор девиза за БиХ. С обзиром да овај рачун, између осталог, садржи и информације о кретању СДИ, кретању капитала (девиза) кроз банкарски сектор те кретању спољног дуга земље, његова величина али и структура нам дају битне информације за нашу анализу.

Тако из табеле бр. 29. Билтена ЦББХ (бр. 4-2010.) можемо видјети да је агрегатни износ овог рачуна, осим кратког периода стабилности (2002 – 2004.), за протеклих пет година карактерисала промјењивост тј и раст и пад и до 120% годишње при чему ни раст

ни пад никада нису трајали дуже од двије године заредом. Значи ова ставка је изразито нестабилна.

Једнако је битна и информација о структури финансијског рачуна. Повољном структуром се сматра значајно учешће СДИ (које су као што им и име каже инвестиција, а то значи и отварање нових радних мјеста), средње повољном опцијом се сматра значајно учешће портфолио инвестиција (којима се само мијења власничка структура, мада то може представљати предуслов за будући напредак), док се најнеповољнијом опцијом сматра значајан раст спољног дуга (остале инвестиције), било јавног или приватног, који је усмјерен у потрошњу.

Да бисмо видели од чега су се састојали токови капитала између БиХ и остатка свијета у протеклих пет година (које обухватају и 2007. и 2008. годину као „златне“ године СДИ), саставили смо табелу бр. 53.

Табела бр. 53.

Структура финансијског рачуна БиХ у периоду 2005 – 2010. године				
	<i>Учешће СДИ (у %)</i>	<i>Учешће порф. инв. (у %)</i>	<i>Учешће осталих инв. (у %)</i>	<i>Учешће резервне активе (у %)</i>
2005.	43,8	0,2	89,9	-33,9
2006.	133,4	0,2	104,5	-137,7
2007.	150,4	0,0	13,6	-64,0
2008.	43,2	-0,3	43,9	13,2
2009.	31,6	-23,1	83,4	8,1
2010.	26,0	-12,0	107,0	-20,9

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 4- 2011*, табеле бр. 29. и 30, Сарајево, 2011.

Као што се види учешће СДИ у финансијским токовима БиХ и иностранства се кретало између 26 и 150%. Просјечно учешће је било око 70% (тачније 71,4%).

Предвиђање кретања СДИ у пројекцијама ДЕП-а. ДЕП је за 2009. био предвидио СДИ на нивоу 450 до 650 милиона КМ, док је остварено свега 360 милиона. За 2010. је предвидио чак 1 милијарду, а подаци које данас имамо говоре о 278 милиона евра. Значи ДЕП-ове пројекције су значајно прецијениле прилив капитала по овој основи у БиХ.

За нашу анализу је једнако интересантна и ставка финансијског рачуна која се назива *Остале инвестиције* јер укључују кретање стране активе и пасиве комерцијалних банака у БиХ, зајмове сектору владе, док се подаци о кретању капитала за сектор назван

„остали“ (који обухвата све осим комерцијалних банака) заснивају на подацима о кретању зајмова приватном сектору код комерцијалних банака. Као што смо видјели наша истраживања указује да ће изложеност страних банака у БиХ вјероватно да се стабилизује на постојећем нивоу. То обухвата стабилизацију стране активе и пасиве (након што је значајан обим вишкова тј. слободних средстава повучених у претходне три године), али и да ће раст зајмова приватном сектору остати успорен и финансирати се углавном из домаће штедње. То дотока капитала кроз банкарски сектор у наредних пар година своди на ниво близак 0.

С друге стране очекујемо да ће раст државног дуга након још једног краћег периода раста (до краја 2012. јер су нове позајмице већ уговорене¹⁵⁵), стати и дуг се стабилизovati на достигнутом нивоу. Разлог за ово је што је већ дошло до драматичног раста овог дуга (58% за свега три године), што подиже ниво задужености БиХ на један нови ниво, повећава ризик земље и коси се са европским амбицајама БиХ. Из разматрања свих овдје изнесених чињеница смо закључили да ће ова ставка (Остале инвестиције) која је осам година гурана приливом капитала кроз банкарски сектор (2000-2008.), а затим још четири брзим растом државног дуга (2009 – 2012.), након 2012. пасти на ниво близак нули. Да је ово реално очекивање подсећа нас кретање од прије 2000. када је ово била нето негативна ставка. Међутим, ово не треба схватити као негативан развој догађаја већ као неизбежан крај једне утопије и пожељан притисак за прелазак са једног нереалног модела привредног раста на дугорочнији (који би се требао заснивати на СДИ и портфолио инвестицијама).

Што се тиче **рачуна услуга** чини се да и ту постоји релатива стабилност. Предкризни ниво је пао за свега 10-12% па је за очекивати да се земља убрзо врати на тај ниво. Са овим се слажу и у ДЕП-у где прогнозирају раст извоза услуга од 21,1 % до 2012. и раст увоза услуга за 7,5% до 8,5%. Резултат би био повратак на предкризни ниво до краја 2012. Међутим, одсуство значајнијег раста у периоду „просперитета“ 2005 – 2008, нас наводи на закључак да није реално очекивати значајан неки велики раст изнад достигнутог нивоа.

Рачун дохотка је представљао значајну ставку за БиХ у послеријатном периоду у којем се међународна заједница значајно ангажовала у БиХ где је боравило значајно

¹⁵⁵ Мислимо прије свега на аранжмане са ММФ-ом и Свјетском банком, ЕИБ-ом итд.

међународно особље (војно и цивилно) па чак су у значајној мјери били ангажовани и резиденти у улози помоћног особља. Са падом интересовања ова ставка је значајно смањена и сведена на ниво који је још увијек релативно већи од „просјечних“ земаља али за који се надати да неће расти. С друге стране, приходи од инвестиција резидената у иностранство (најзначајнија ставка су приходи ЦББХ по основу девизних резерви) су такође погођени падом каматних стопа у иностранству. Све у свему пројекција ДЕП-а са којом се ми слажемо је лагани пад (од 1 до 5%) до крај 2012. Након тога очекујемо стагнацију или исто тако лаган раст који би пратио инфлацију у земљи.

За **капитални рачун** у ДЕП-у сматрају да ће у будућности представљати све мање значајну ставку са чиме се (опет) и ми слажемо. Због тога ћемо претпоставити наставак трендова смањења ове ставке из протеклих година по просјној стопи од 4,5% годишње.

3.1.1.8. Пројена кретања девизних резерви ЦББХ у периоду 2011 – 2015. године

Битне претпоставке: Крајем 2012. држава престаје да повећава спољни јавни дуг, али успева да узме нове кредите за враћање рата тадашњег дуга. Неуспјех власти у привлачењу СДИ.

На основу ових претпоставки сачињена је табела бр. 54.

Табела бр. 54.

Пројена кретања девизних резерви БиХ у периоду 2011-2015. године					
Година	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Рачун роба	— 6.900	— 7.345	— 7.860	— 8.400	— 9.000
Текући трансфери	3.300	3.500	3.700	3.800	4.000
Финансијски рачун	1.100	1.100	0	0	0
Рачун услуга	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
Рачун дохотка	750	750	750	750	750
Капитални рачун	340	325	310	300	280
Промјена девизних резерви	— 210	— 470	— 1.900	— 2.350	— 2.770
Девизне резерве	6.190	5.720	3.820	1.470	—1.300

Извор: Власита калкулација изведена на основу претпоставке о наставку постојећих трендова.

Горња анализа показује да се уз наставак постојећих трендова (из 2009. и 2010.) може очекивати крах постојећег монетарног система већ у 2013. када би девизне резерве пале на 60% нивоа из 2010, чиме би дошло до значајног пада новчане масе у земљи (због директне зависности нижих новчаних агрегата од висине девизних резерви у систему валутног одбора). Ово не изненађује будући да би управо 2013. требала бити прва година када би држава престала да повећава спољни јавни дуг (задуживала би се само за ниво доспијелих рата дуга), а што је тренутно једина замјена за прилив капитала кроз банкарски сектор који је прекинут 2008.

Нажалост, доступни подаци у великој мјери потврђују наша негативна предвиђања. Тако су средином 2012. године нето девизне резерве БиХ износиле 5.885,6¹⁵⁶ милиона КМ уз негативан тренд, чиме су за око 9% ниже у односу на крај 2010. године тј. у односу на тренутак у којем почиње наша пројекција.

То само даје на снази нашем закључаку како постоји реална опасност по девизне резерве ЦББХ, а самим тим и по одрживост система валутног одбора. Пријетња долази од константно присутног трговинског дефицита који је од 1997. (године када је уведен валутни одбор) финансиран на три различита начина. Првих пар година значајан извор девиза представљала је страна помоћ за обнову земље. Затим је дефицит финансиран дотоком капитала кроз банкарски систем којим је (су)финансирана кредитна експанзија. Задњих пар година овај дефицит је дјелимично одржаван убрзаним задуживањем државе у иностранству. Како је трећи начин финансирања кратког даха већ се размишља о његовом наследику. Једини реални кандидат за ову функцију је доток девиза у облику СДИ и портфолио инвестиција. Овај извор девиза требао би не само служити за покривање трговинског дефицита већ и да га временом неутралише. Ово је његова кључна особина будући да без промјене привредне структуре ни значајне стране инвестиције не би могле учинити систем монетарног одбора дугорочно одрживим.

¹⁵⁶ ЦББХ, *Билтен бр. 2-2012*, табела бр. 33, Сарајево, 2012.

3.1.2. Процјене стабилности финансијског система БиХ (ФСАП БиХ)

Да бисмо објаснили зашто су ФСАП-ови релевантни за нашу анализу прво морамо да објаснимо везу монетарног и финансијског система односно повезаност њихових стабилности. Наиме, монетарни систем је основа на којој се развија финансијски систем. Не може постојати стабилан финансијски систем ако је монетарни систем нестабилан, док је супротно могуће али је у пракси ријетко.

Ситуација у БиХ поткрепљује ове тврдње. У БиХ је стабилност монетарног система у посљедњих петнаестак година омогућила брз развој финансијског система. Међутим, евентуална криза финансијског система која би угрозила доток капитала из иностранства би могла да пољуља стабилност и самог монетарног система. Тако се потенцијално првобитни шок који долази из финансијског система прелијева у монетарни, а онда као бумеранг враћа у финансијски систем у још горем облику. Да бисмо процијенили колико је све ово реално изложили смо процјене ММФ-а и (ФСАП БиХ 2006.) и ЦББХ (ФСАП БиХ 2010.), те препоруке Свјетске банке.

3.1.2.1. ММФ-ов ФСАП за БиХ 2006. године

Пуни назив овог извјештаја је IMF Country Report No. 06/403, „Bosnia and Herzegovina: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision and Corporate Governance“. Иако настао релативно давне 2006. године, представља задњу, јавно доступну, свеобухватну анализу ММФ-а о потенцијалним пријетњама по девизне резерве Босне и Херцеговине које долазе из финансијског сектора (изузимајући консултације по основу реализације stand-by аранжмана). Извјештај у складу са темом садржи велики број препорука квалитативне природе, са не ријетко политичком позадином. Међутим, оно што нас занима у овом извјештају не налази се у главном дијелу извјештаја већ у Додатку (Appendix-у) и носи назив Macro-Prudential Analysis and Stress Testing Methodology and Results. Као што се види ради се о стрес-тесту у коме су разрађена два сценарија, са три шока која доводе до три ефекта од којих се два тичу девизних резерви.

3.1.2.1.1. Сценарији ФСАП БиХ 2006. године

Стручњаци ММФ-а су закључили како финансијски систем БиХ није подложен „традиционалним“ банкарским ризицима, али је тешко завистан о позајмљивању капитала из иностранства. Заправо на стр. 18. они закључују (парафразирамо) како су токови капитала између банака кћери у БиХ и банака мајки из иностранства до сада (2006.) позитивно утицали на девизне резерве земље, али да могу учинити и супротно. Управо због тога су те 2006. уочили и разрадили двије могуће пријетње по токове капитала који постоје између банака у БиХ и њихових мајки-банака у иностранству (два сценарија). Први сценарио полази од претпоставке да банке у БиХ услед брзе кредитне експанзије нису примијетиле пораст ризика у активи, што је релативно уобичајна појава у периодима просперитета. Када мајке-банке примијете овај ризик преиспитују политику позајмљивања на начин да умањују токове капитала ка банкама у БиХ. Други сценарио је назван „сценарио регионалне заразе“ јер се базира на претпоставци да је све у реду са банкама у БиХ али не и са банкама и сусједних земаља. Како велике банке из развијених земаља посматрају ово подручје као једну инвестициону цјелину, аутори Извјештаја се питају да ли би ово довело до преиспитивања инвестиционе политике ка БиХ. Занимљиво је примијетити да у овим сценаријима ММФ нигдје не помиње могуће проблеме са банкама-мајкама који нису повезани са овим регионом, а управо је то оно што се првенствено догодило 2008. године.

Шта год био покретач кризе, сценарио разматра њен даљи развој на исти начин. Прво се смањују токови капитала ка банкарском сектору, то утиче на девизне резерве (индиректно, будући да девизне резерве постају извор за покривање трговинског дефицита), а пад девизних резерви изазива сумњу у здравље домаће валуте због чега резиденти БиХ почињу да мијењају готовину и депозите из КМ у евро, што представља директан напад на девизне резерве.

Као што смо већ рекли, ММФ је поставио конкретне стрес-тестове како би квантификовао утицај почетних шокова на девизне резерве. Тако су у овом извјештају анализирани:

1. Рекласификација 5, 10, 15% кредита у групу проблематичних¹⁵⁷ кредита,

¹⁵⁷ Испод стандардних, спорних кредита и губитака.

2. Пад девизних прилива за 10, 0, —10%,
3. Пад девизних резерви за 5, 10, 15%.

Резултати ових тестова су:

1. Банкарски сектор може да поднесе пад квалитета кредита будући да капитал под ризиком (КАР) остаје изнад регулаторне границе за све банке осим за групу великих страних банака (график бр. 1, у Додатку).
2. Монетарни и финансијски систем могу да поднесу почетни пад девизних резерви (график бр. 2, у Додатку).
3. Монетарни и финансијски систем могу „вјероватно“ да поднесу и директан удар на девизне резерве (график бр. 3, у Додатку).

На крају извјештаја налази се једна чудна реченица. Она каже да иако систем може да издржи сваки шок појединачно, њиховим комбиновањем се добија утицај на девизне резерве довољно значајан да оправда надзор над поменутиим изворима ризика. Ово сматрамо чудним управо због тога што ММФ у сценаријима објашњава повезаност ових шокова.

Посебна вриједност овог извјештаја је у томе што тачност његових прогноза можемо провјерити кроз дешавања из 2008. и 2009. године. Тада су токови капитала између банака у земљи и иностранству стварно редуцирани, депозити у КМ повлачени, а девизне резерве кренуле силазном путањом, али су финансијски и монетарни систем у складу са процјенама ММФ-а остали стабилни.

3.1.2.2. Извјештај о финансијској стабилности ЦББХ (ФСАП 2010.)

ЦББХ је након доласка кризе 2008. на простор БиХ почела да обавља редовне процјене стабилности финансијског система, а резултате ових истраживања публикује у облику Извјештаја о финансијској стабилности. До закључења писања овога рада објављена су свега два ова извјештаја (за 2009. и 2010). Ови извјештаји су вриједан извор информација јер нам дају увид у начин размишљања ЦББХ о стварним и потенцијалним пријетњама по стабилност финансијског система што је у условима БиХ (мала отворена европска земља) незаобилазно повезано са кретањем капитала између земље и иностранства и посљедично могућим притиском на девизне резерве и девизни курс.

Што се тиче пријетњи оне су у овом извјештају подијељење на спољне пријетње по стабилност финансијског система и унутрашње.

У оквиру спољних пријетњи ЦББХ првенствено анализира како би се на банке-мајке БиХ банака одразила криза у ЕУ. У ту сврху преноси резултате стрес-тестова које је за ове банке провела Европска агенција за банке (ЕБА) и ЕЦБ. Резултати тестова су доста охрабрујући. Од пет банкарских групација које дјелују у БиХ (Ерсте, Рајфајзен, Уникредит, Интеса и НЛБ) само једна групација (НЛБ) пада испод регулаторног минимума од 8% ризиком пондерисаног капитала у свим сценаријима.

Што се тиче слабости и потенцијалних ризика у БиХ наглашва се проблем буџетског дефицита који води сталном расту јавног дуга, а у комбинацији са политичким проблемима незаустављиво води снижењу кредитног рејтинга БиХ што може негативно утицати на токове капитала са иностранством.

Такође се анализирају негативна кретања у секторима домаћинстава и предузећа који воде расту проблематичних кредита и проблематичне активе банака.

Занимљиво је да се у овом извјештају даје и план сервисирања јавног дуга БиХ (стр. 21) у два сценарија (А и Б) који потврђују наша претходна запажања о потенцијалним проблемима БиХ са отплатом, прије свега, спољног јавног дуга чији се анuitети практично удвостручују у 2013-ој у односу на 2010-у.

На основу уочених ризика ЦББХ је спровела стрес-тестове банкарског сектора и процјену потребне докапитализације. Резултати су доста повољни будући да показују да

се очекује да и поред пораста неперформансних зајмова и резервисања банака по тој основи банкарски сектор остане стабилан. Тачније, банкарски сектор би у цјелини остао изнад регулаторног минимума од 12% мада се проблеми могу јавити код неких банака. Ради спрјечавања пада адекватности капитала требало би у 2011. и 2012. извршити докапитализацију у износу од 113,3 милиона КМ (у основном сценарију) и 199,7 милиона КМ (екстремни сценарио).

Да сумирамо. Иако циљ овог извјештаја није да процијени притиске на стабилност девизног курса, он доста говори о њима будући да стабилност финансијског система БиХ значајно зависи од токова капитала са иностранством од чега живиси и кретање девизних резерви и стабилност девизног курса.

Ако је судити по ЦББХ и поред одређених проблема ови притисци нису тако велики да би угрозили финансијски система па самим тим ни девизне резерве и стабилност девизног курса.

Ипак, поред свих ових умирујућих процјена ЦББХ треба обратити пажњу на запажања Свјетске банке како земља у фази приступања ЕУ треба да буду дио процеса изградње заједничког европског система за обезбјеђивање стабилности финансијског система. Због тога Свјетска банка властима ових земаља (укључујући и БиХ) препоручује фокусирање пажње на четири питања:

- „Супервизија, регулација и управљање системским ризиком повезаним са домаћим финансијским активностима страних банака и њиховом потенцијалном доминацијом домаћим финансијским системом;
- Одржавање приступа европском новчаном тржишту и уопште одржавање спољне ликвидности током времена кризе;
- Управљање високо флукутирајућим токовима капитала и њихим утицајем на стабилност домаћег финансијског система;
- Усвајање макроекономских алата за управљање кредитним балонима и кризама¹⁵⁸“.

¹⁵⁸ Schinasy, G., „*Financial-Stability Challenges in European Emerging-Market Countries*“, The World bank, WBS5773, Washington D.C, 2011, стр. 44. (преузето са: http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469072&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000158349_20110822113330, датум приступа: 21. 5. 2012. године).

С обзиром да се ради о новијим препорукама Свјетске банке (из 2011), њихово разматрање и евентуална имплементација су процеси на којима се тек ради у БиХ.

3.1.3. Социјални притисак за промијеном монетарног система

На почетку овог дијела рада објаснили смо да систем валутног одбора какав се користи у БиХ преноси ефекте кретања девизних резерви директно из монетарног сектора на привреду и преко ње на стандард грађана. Разлог је практична немогућност монетарних власти да врше стерилизацију утицаја кретања девизних резерви на ниже новчане агрегате, због чега ефекат неадекватне промјене новчане масе у комбинацији са кретањем неких других макроекономских варијабли у нежељеном правцу може бити значајан. Због тога постоји опасност од напуштања система монетарног одбора под социјалним притиском и много прије него девизне резерве евентуално буду сведене испод нивоа сталних девизних резерви којима се обезбјеђује минимум опште ликвидности у плаћањима према иностранству¹⁵⁹. То нас је нагнало да проведемо ову анализу за БиХ, а која неће постојати у случајевима Хрватске и Србије (јер је могућност стерилизације код ових земаља већа).

Почетак, те анализе је, наравно, упоредни преглед кретања девизних резерви и монетарних агрегата ЦББХ (табела бр. 55).

Табела бр. 55.

Кретање девизних резерви и новчаних агрегата ЦББХ											
Год.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Дев. рез.	1027,3	2678,4	2482,9	2791,9	3478	4223,5	5450,7	6697,6	6295,7	6212,2	6456,3
Мо	957,9	2,542,9	2318,5	2609,1	3240,8	3972,4	5056,6	6229	5704	5648	5899,7
М1	1401,7	2692,3	3007,6	3113,4	3535,4	4102,8	5070,7	6159,8	5995,3	5888,4	6342,9
М2	2467,3	4669,3	5071,3	5496,1	6831,6	8075,1	10032,2	12211,7	12703,7	13003,0	13868,0

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 1-2011*, табела бр. 8. и 33, Сарајево, 2011.

Из претходне табеле се види утицај пада девизних резерви на новчане агрегате ЦББХ. Тако сваки пад девизних резерви изазива приближно пропорционалан пад најнижег

¹⁵⁹Барјактаровић, Л., „Монетарно-кредитни и девизни систем“, Универзитет Сингидунум, Београд, 2010, стр. 342. (преузето са: www.singipedia.com/attachment.php?attachmentid=1665&d, датум приступа: 25.6.2012.)

новчаног агрегата Мо (погледати дешавања у 2002, 2008. и 2009.) што је очекивано с обзиром на примјену система валутног одбора у БиХ.

У исто вријеме кретање девизних резерви скоро да нема никакав утицај на највиши агрегат (М2), док је утицај на агрегат М1 доста ограничен.

Занимљиво је и примијетити да је пад агрегата Мо у периоду 2008-2009. (581 мил. КМ) био нешто већи од пада девизних резерви (485,4 мил. КМ) што се може приписати смањењу стопе обавезних резерви (агрегат Мо се састоји од готовине изван монетарних власти и депозита комерцијалних банака код монетарних власти).

Пад агрегата М1 је ограниченији (271,4), док је агрегат М2 наставио да расте у цијелом овом периоду што значи да је квази новац QМ растао довољно брзо да надокнади пад М1 и чак да повећа М2.

Већ из ових величина можемо видјети да пад девизних резерви и нижих монетарних агрегата није био нарочито значајан и свакако да сам по себи не би могао да изазове значајније економске проблеме.

Међутим, како претходна истраживања показују да постоје незанемарљива вјероватноћа да у будућности дође до много већег пада девизних резерви (и новчане масе) него што је онај из 2008/09. укратко ћемо анализирати карактеристике привреде БиХ које нам наговјештавају у којој мјери би могло доћи до раста социјалног притиска за напуштање постојећег монетарног система ако се неки од негативних сценарија остваре.

3.1.3.1. Фактори који утичу на величину социјалног притиска за промјеном постојећег монетарног система

Тежина социјалног притиска услед пада девизних резерви, осим од кретања новчаних агрегата зависи и од неколицине других фактора. Због тога ћемо да се присјетимо шта већина теоретичара сматра предусловима одржавања било ког облика везаних курсева, а онда погледати и ситуацију у БиХ.

Предуслови одржавања било ког облика везаних курсева могу се сумирати у сљедећим факторима:

1. Довољно високе девизне резерве, што смо већ објаснили.

2. Флексибилност цијена. У условима везаног девизног курса прилагођавање се врши преко нивоа цијена у земљи (односно њиховог односа спрема нивоа цијена у иностранству) умјесто преко прилагођавања девизног курса. У систему монетарног одбора овај механизам прилагођавања се назива Хјумовим механизмом.

3. Факторска мобилност. Овај услов је битан у случају непостојања флексибилних девизних курсева и факторских цијена у земљи. У том случају вишак незапослености које је произвела комбинација фиксног девизног курса и нефлексибилних цијена доводи до „миграције“ радне снаге ка економијама гдје за њима постоји потреба. Смањења потрошња у земљи и доходак који та радна снага шаље у земљу помаже одрживости платног биланса са дефицитом текућег рачуна.

4. Дубока финансијска интеграција. Земље које су интегрисане у међународни финансијски систем имају могућност да одређено вријеме финансирају дефицит приливом капитала којег привлачи виша каматна стопа у земљи (услјед вишег нивоа инфлације у земљи) у комбинацији са фиксним девизним курсом, што обезбјеђује више стопе поврата за иностране улагаче.

5. Ниво либерализованости текућег рачуна. Висок ниво либерализованости није услов за одрживост фиксног девизног курса (управо супротно, ограничење спољне трговине би, у складу са теоријом немогућег тројства, могло да смањи притисак на девизни курс), али је услов под којим евентуални вишак тражње у земљи може да се подмири увозом чиме се неутралише инфлаторни притисак. У вези са овим треба се сјетити да стабилност цијена у земљи има повратни ефекат на одрживост стабилног девизног курса (преко стабилизације реалног девизног курса).

Од ових пет услова БиХ тренутно практично испуњава само два:

1. Према оцјени ММФ-а БиХ посједује адекватне девизне резерве.
2. Има релативно либерализован текући рачун што се може видјети из тога што је збир извоза и увоза у 2010. био на нивоу од око 84 % НБДП-а.

Од остала три услова два нису испуњена (флексибилност цијена и факторска мобилност) што смо образложили у табели бр. 5, док се о испуњености трећег (финансијској интеграцији) још воде расправе.

За разматрање достигнутог нивоа финансијске интеграције треба знати да се финансијски систем БиХ доминантно састоји од банкарског сектора који је опет у доминантно страном власништву, што говори у прилог високе финансијске интегрисаности. Осим тога различити извјештаји (као што је Investing accros borders Свјетске банке) наводе како код БиХ не постоје значајна ограничења кретања капитала. Из свега тога би се могло закључити како је финансијски систем БиХ постао дио ширег финансијског система.

Ипак, због неиспуњености поменута два услова сматрамо да БиХ не посједује ефикасан механизам којим би се смањило евентуални притисак проузрокован значајнијим падом девизних резерви (тј. порастом неликвидности) на раст социјалних тензија. То практично снижава границу одрживости постојећег система, што би могло доћи до изражаја ако дође до погоршања економске ситуације.

3.1.3.2. Хјумов механизам¹⁶⁰, БиХ и одрживост валутног одбора

Када би се проблем неликвидности материјализовао треба знати да се бар теоретски не би радило ни о чему специфичном, чак ни негативном по БиХ, већ дијелом механизма прилагођавања. Наиме, овај процес прилагођавања је описан још у XVIII вијеку од стране шкотског филозофа Дејвида Хјума у његовој расправи против меркантилиста и њиховог става о неопходности сталног трговинског суфицита. Тај механизам је касније сматран основном полугом за постизање одрживости фиксних девизних курса у доба тзв. “златног стандарда“ (у доба док су развијене земље између себе користиле златне паритете, колоније су углавном користиле валутни одбор и на тај начин се укључивале у међународни монетарни систем).

У основи Хјумов механизам се базирао на логици како пад новчане масе изазван трговинским дефицитом (без могућности стерилизације) води рецесији, паду надница и посљедичној дефлацији. Дефлација са своје стране води до депресијације реалног

¹⁶⁰ У литератури се чешће среће под енглеским називом price-specie adjustment mechanism.

девизног курса чиме би се требала поправљати спољна конкурентност земље. Уз побољшану конкурентност земље требало би доћи до раста девизних прилива, новчане масе и тиме до поновног успостављења равнотеже на вишем нивоу БДП-а¹⁶¹.

Тако је у теорије, међутим пракса је нешто сасвим друго. У ситуацији у којој се налази БиХ овај механизам карактеришу сљедеће особине:

а) **Окрутан је** јер подразумејева даљи пад реалних надница у земљи у којој добар дио становништва већ живи испод границе сиромаштва.

б) **Спор је** јер овакав начин прилагођавања конкурентности земље захтијева године патњи за становништво. Због тога је Влада Велике Британије (тада је министар финансија био Винстон Черчил) између два свјетска рата проводила програм присилног снижавања цијена и надница како би постигла исте ефекте не чекајући овај механизам да дјелује. Данас почетком XXI вијека власти (малих земаља као што је БиХ) немају могућност присилног спуштања цијена и надница, па не могу ни да убрзају овај процес.

в) Постоје индиције да је овај процес **неефикасан** за БиХ. То значи да све и кад би се власти у БиХ одлучиле да сачекају дјеловање овог механизма прилагођавања поставља се питање да ли би до тога дошло. Ово из разлога што је привредна структура БиХ таква да се поставља питање утицаја реалног девизног курса на спољнотрговинску позицију земље. Ово питање је у средишту нашег рада и биће му посвећено још доста пажње.

3.1.3. Дугорочна пријетња по монетарни систем БиХ: бржи раст зарада од раста продуктивности

На овај проблем указују у ЦББХ, а темељно га је анализирао ДЕП 2007. године у извјештају под називом: „Одрживост система валутног одбора у БиХ“. У њему је на стр. 39 речено како: “ Према условима за одрживост које смо анализирали, постоји константно бржи раст плата него продуктивности у економији БиХ, што је показатељ потенцијалног инфлаторног притиска. Анализа је такође показала да су плате превисоке у односу на степен развоја БиХ у поређењу са другим земљама које су биле разматране. Поред тога, утврдили смо да је главни узрок овог потенцијалног инфлаторног притиска у економији брзи раст плата у јавном сектору. Како плате у том сектору стално расту брже него

¹⁶¹ Бурда, М., Виплош, Ч., *Макроекономија*, ЦЛДС, Београд, 2004., стр. 500.

продуктивност рада, овај сектор је главни покретач потенцијалног инфлаторног притиска и узрок слабљења конкурентности у БиХ економији. То није занемарљива чињеница, имајући у виду величину и утицај јавног сектора на раст плата у другим дијеловима економије.“

Како се ради о нешто старијем извјештају базираном на серији података која се завршава 2005, одлучили смо да и сами сачинимо кратку анализу како бисмо провјерили тачност горе изнијетих закључака узимајући у обзир новија дешавања. Тако смо саставили табелу бр. 56.

Табела бр. 56.

БДП/запосленом наспрам раста зарада 1999 -2010. године						
	БДП (у мил. КМ)	Број запослених ¹⁶²	БДП/ Запослени (у еврима)	Раст БДПа по запослен. (у %)	Бруто наднице (у еврима)	Раст бруто надница (у %)
1998.		651.314	-		454	
1999.	8.990	654.371	13.738	-	503	10,8%
2000.	10.050	639.053	15.727	14,5%	539	7,2%
2001.	10.960	598.416	18.315	16,5%	598	10,9%
2002.	11.650	624.914	18.643	2,0%	660	10,4%
2003.	12.303	637.575 ¹⁶³	19.297	3,5%	717	8,6%
2004.	15.946	638.721	24.966	29,0%	748	4,3%
2005.	17.157	643.988	26.642	6,7%	798	6,7%
2006.	19.272	658.472	29.268	10,0%	869	8,9%
2007.	21.778	683 629	31.856	8,8%	935	7,6%
2008.	24.717	706 088	35.006	10,0%	1.113	19,0%
2009.	24.004	686 044	34.989	0,0%	1.204	8,2%
2010.	24.750	683 399	36.216	3,5%	1.217	1,0%
				163,6%		141,9%

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена бр. 4/2001, 4/2002, 4/2006, 4/2007, 4/2008, 4/2009, 4/2010*, Главни економски индикатори и табела бр. 7, Сарајево, 2002, 2003. 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, те података Агенција за рад и запошљавање БиХ, *Билтен бр. 1, 3, 5*, преузето са: http://arz.gov.ba/publikacije/bilteni/Archive.aspx?template_id=88&pageIndex=1 (датум увида: 4.5.2011).

Према подацима до којих смо дошли и који су нешто свјежији не би се могло закључити како је у протеклом периоду дошло до бржег раста зарада од продуктивности. Заправо, док су зараде порасле 2,4 пута продуктивност мјерена БДП-ом по званично запосленом порасла је 2,6 пута. Ипак, овдје своју важност показују стварни подаци наспрам званичних. Тако је горе изнесено мишљење ДЕП-а вјероватно базирано на анкети

¹⁶² Овдје смо приморани користити званичне податке будући да се анкета о радној снази у БиХ проводи тек од 2006.

¹⁶³ У 2003. и 2004. овај број се односи на 30.9. будући да нисмо могли наћи податак за 31.12.

„Живјети у БиХ“ коју је финансирала Амбасада Британије у БиХ током 2001, 2002. и 2003. Онда је Агенција за статистику БиХ од 2006. почела са Анкетом о радној снази на основу методологије која се користи у свијету, али и у региону. Та анкета нам даје тачније податке о стварно запосленима (и незапосленима) који се значајно разликују од званичних података због великог значаја сиве економије у БиХ, тако да не можемо у потпуности да одбацимо закључке ДЕП-а.

3.2. Проблеми са којима се суочава НБС

У наслову овог дијела рада стоји „Проблеми са којима се суочавају централне банке при покушају одржавања стабилних девизних курсева“ што у случају Србије има специфично значење. Наиме, с обзиром да се НБС формално није одлучила за стабилизацију курса већ за монетарну политику код које су флуктуације девизног курса незаобилазан дио механизма¹⁶⁴ функционисања ове политике, кретање курса и девизних резерви не би требало ни да буде основни проблем монетарних власти Србије.

Међутим, теорија, али и искуство, бројних земаља показују да је за успјешно кориштење стратегије циљне инфлације неопходно да буду испуњени одређени услови. Ови услови се, прије свега, односе на:

1. величину и отвореност земље,
2. степен доларизованости (евроизације),
3. развијеност финансијског тржишта,
4. величину инфлаторних очекивања,
5. довољност дотока девиза,
6. ригидност цијена и
7. уравнотеженост фискалне политике.

Земља која би била идеална за кориштење ове стратегије би била велика, релативно затворена, ниско доларизована, са развијеним финансијским тржиштем, ниским инфлаторним очекивањима, релативно високим дотоком девиза из иностранства, флексибилним цијенама и на доље и на горе и фискалном политиком која не подстиче прекомјерну потрошњу.

Гдје је Србија у односу на овај идеал?

¹⁶⁴ У систему циљне инфлације основни инструмент монетарне политике је референтна стопа. Начин њеног функционисања је сљедећи. Када Централна банка оцјени да су инфлаторни притисци превелики и да угрожавају зацртани ниво инфлације, повећаће референтну стопу. Ово повећање референтне стопе би требало да доведе до раста активних и пасивних каматних стопа комерцијалних банака. Раст каматних стопа привлачи токове капитала из иностранства, што опет води апresiasi деизног курса. Тек апresiasi деизног курса је тај фактор који утиче на смањење инфлације директно (преко снижења цијена увозних производа) и индиректно (преко смањења тражње кроз смањење извоза).

Крајем 2010. ситуација у Србији се значајно разликује од идеалне за несметано функционисање овог оквира монетарне политике. Наиме, Србија је мала, отворена, високо евроизована земља, са релативно неразвијеним финансијским тржиштем, релативно високим инфлаторним очекивањима¹⁶⁵, цијенама ригидним на доље и предимензионираном јавном потрошњом.

Зашто су се онда монетарне власти Србије определијиле баш за овај оквир монетарне политике?

Овдје постоји неколико објашњења.

Прво и најочигледније је да је Србија прије увођења инфлаторног таргетирања била неславан лидер међу европским земљама по нивоу инфлације, а да искуства бројних¹⁶⁶ земаља потврђују да се просјечна стопа инфлације након увођења овог оквира монетарне политике (очекивано) значајно смањила.

Друго објашњење је теоријско. Како то објашњава проф. Диана Драгутиновић, циљана инфлација као оквир монетарне политике има теоријску предност над класичним режимом фиксног курса при постизању цјеновне стабилности. То је објаснила сљедећим ријечима: *„Интересантно је сагледати како канал девизног курса функционише у условима две различите монетарне стратегије. У режиму циљане инфлације и флексибилног номиналног девизног курса, прилив капитала долази прво на тржиште новца и девизно тржиште и утиче на номиналну апresiasiју девизног курса. Са погоршавањем спољне конкурентности, цене ће падати да би се успоставила одржива спољна позиција. Централна банка одржава стабилност цена смањењем рестриктивности монетарне политике што води депresiasiји курса и (жељеном) расту цена. На агрегатном нивоу, земља показује значајне флукуације номиналног и реалног курса које је враћају на "равнотежну" вредност у дугом року. У режиму фиксног девизног курса, прилив капитала улази директно на тржиште роба (јер је тржиште новца и девиза ограничено одржавањем фиксног курса). Прилив капитала утиче на раст агрегатне тражње. Цене почињу да расту. Ово погоршава спољну конкурентност и*

¹⁶⁵ НБС, *Извјештај о инфлацији – фебруар 2009*, Београд, 2009, на стр. 20 говори о инфлаторним очекивањима привреде и финансијског сектора на нивоу од 10,6% раста општег нивоа цијена годишње.

¹⁶⁶ Ball, L., Sheridan, N., *"Does inflation targeting matter?"*, NBER, WP 9577, Cambridge – Massachusetts, 2003, стр. 15. (преузето са: <http://www.nber.org/papers/w9577>, датум приступа: 11.5.2012. године).

*резултира погоршањем спољне позиције земље. На макроекономском нивоу, истрајна апресијација реалног девизног курса ће на крају довести до неодрживости спољне позиције. Једини начин да се ова ситуација учини одрживом јесте или раст продуктивности или таква фискална политика која ће утицати на пад агрегатне тражње. Дакле, циљана инфлација је ефикаснија кад је контрола цена у питању, док су ризици кад је платни биланс у питању слични*¹⁶⁷.“

Код излагања вицегубернерке Драгутиновић занимљиво је примјетити и да се размишљало о алтернативама: инфлаторно таргетирање – фиксан девизни курс, те да су надлежни дошли до закључка да се циљ цјеновне стабилности боље може постићи таргетирањем инфлације. То је у супротности са искуствима друге двије земље (БиХ и Хрватске) у којима је практично одмах по увођењу фиксних курсева наступио период цјеновне стабилности. Међутим, треба имати на уму да је Србија одмах након демократских промјена из 2000. покушала фиксирање девизног курса, али у њој ово није довело до успостављања цјеновне стабилности. Осим тога, различита истраживања¹⁶⁸ показују да су привредни циклуси у Србији и ЕМУ изразито некорелисани, те да шокови понуде и тражње у ЕУ имају значајан позитиван утицај на индекс цијена у Србији што све говори да ЕМУ и Србија не чине оптимално валутно подручје.

Треће практично објашњење се на одређен начин надовезује на горе изнијето теоријско објашњење вицегубернерке Драгутиновић. Наиме, када се 2006. године НБС определијела за прво имплицитно, а затим и експлицитно инфлације, Србија се налазила усред периода обимног дотока капитала који је водио апресијацији номиналног курса. Како су у НБС закључили како курсом не могу да постижу и спољнотрговинске и цјеновне циљеве, дефинитивно су се определијели за ове друге. Значи, апресијација номиналног девизног курса је виђена као начин за снижавање стопа инфлације које су били релативно високе током 2004. и 2005. године, када је НБС користила пузајући режим девизног курса (фиксирала реални курс) ради постизања спољно-трговинских циљева. Може се рећи да је те 2006. бар један услов за успјешно увођење циљне инфлације (обиман прилив капитала тј. девиза) био испуњен и да су се у НБС, вјероватно, надали да

¹⁶⁷ Драгутиновић, Д., „Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платно-билансних циљева и циљева инфлациј“, НБС, Стручни радови, Београд, 2008, стр. 19 - 20.

¹⁶⁸ Тасић, Н., Вучковић, В., „Перспективе монетарне сарадње држава Југоисточне Европе: јединствена валута, фиксни курс или статус *quo*“, Тржиште, новац, капитал, Привредна комора Србије – Центар за научно истраживачки рад, вол. 42, бр. 2, Београд, 2009, стр.40.

ће овај период потрајати, а како би га искористила да у току њега смање инфлаторна очекивања, изврше бар дјелимичну деевроизацију, развију финансијско тржиште, да влада смањи јавну потрошњу (у тим годинама држава је биљежила буџетски суфицит) чиме би били испуњени услови за функционисање овог оквира и након престанка дотока капитала.

Међутим, овај период релативног просперитета није дуго потрајао. Већ крајем 2008. године Србију захвата свјетска економска криза која драстично умањује прилив капитала из иностранства. Долази до девалвације курса (табела бр. 24.) чиме је постојећи монетарни оквир озбиљно уздрман. Поставља се питање његове будућности.

Из горе наведеног се види да су потенцијални¹⁶⁹ проблеми које НБС мора да ријеши, ако жели да очува постојећи оквир монетарне политике:

- висок степен евроизације привреде који уз плитко финансијско тржиште доводи у питање ефикасност основног инструмента монетарне политике (референтне стопе),

- релативно висока инфлаторна очекивања која захтијевају дуг период достизања зацртаних циљева како би се смањила негативна очекивања,

- апресијација из периода увођења овог оквира монетарне политике се у међувремену промијенила у депресијацију која сада дјелује против овог оквира, Између осталог, и због тога је битно процијенити будуће токове капитала између земље и иностранства,

- несарадња са фискалним властима која чини достизање зацртаних циљева тешко остваривим,

- ригидност цијена на доље.

Међутим, ни питања адекватности девизних резерви и стабилности девизног курса не могу бити у потпуности занемарена и то најмање због шест разлога:

1. Различита истраживања¹⁷⁰ показују да значајне промјене девизног курса утичу на инфлацију у Србији што директно подрива остварење основног циља НБС (стабилност цијена),

2. стабилност девизног курса утиче на стабилност финансијског система о чему, такође, брине Народна банка,

¹⁶⁹ У овом тренутку их још третирамо као потенцијалне, јер њихово постојање тек треба да докажемо.

¹⁷⁰ Тасић, Н., *"Pass – through" девизног курса на цене у Србији: 2001-2007*, НБС, Радни папир, Београд, 2008.

3. Србија се није одлучила за слободно флукутирајући девизни курс, па да НБС апсолутно не требају девизне резерве да интервенише на девизном тржишту како би отклонила (претјеране) краткорочне осцилације курса,

4. Свакој земљи која је значајно задужена у иностранству или има намјеру да се задужи неопходне су девизне резерве као одређена гаранција кредибилитета власти

5. Девизне резерве су неопходне и као извор девиза за финансирање увоза у случају краткорочних изненадних пресјецања дотока девиза,

6. НБС се у оквиру „Бечке иницијативе“ обавезала да ће омогућити девизне своп трансакције банкама како би им олакшала управљање девизним ризиком.

Због свега горе наведеног овај дио рада састојаће се од сљедећих дијелова:

- оцјена степена евроизације Србије (индиректна мјера неефикасности монетарне политике),
- процјена ефикасности инструмената монетарне политике, што се бар дијелом наставља на претходну оцјену степена евроизације,
- процјене средњорочног кретања девизних резерви (макроекономски трендови настали након кризе 2008.),
- оцјене стабилности финансијског система од стране ММФ-а и НБС,
- анализа односа између раста плата и раста продуктивности будући да је ово у многим ЗУТ битан (ако не и кључан) фактор који дугорочно нарушава конкурентност земље чиме се поткопавају и темељи стабилизације девизног курса.

3.2.1. Степен евроизације Србије

Са степеном евроизације Србије већ смо се два пута сретали у овом раду и то када смо говорили о девизној структури депозита и када смо говорили о структури пласмана банака. Ова два показатеља евроизације свакако спадају међу најважније, али њима није исцрпљен списак истих. Заправо, зависно од намјене могуће је конструсати практично бесконачан списак показатеља нивоа евроизације. Најчешће кориштени показатељи евроизације и њихове вриједности за Србију су дати у табели бр. 57.

Табела бр. 57.

Показатељи степена евроизације Србије на крају 2010. године	
	Вриједности за Србију
Удио индексираних кредита и кредита у страним валутама у укупним кредитима	66,0 %
Удио девизних депозита у укупним депозитима	75,7 %
Удио девизних депозита у агрегату МЗ	69,8 %
Јавни дуг у иностраној валути у укупном дугу	85,4 %

Извор: Властито израчунавање на основу података НБ Србије из *Статистичког билтен за април 2011*, табела бр. 4а (Монетарни преглед), Београд, 2011, те података Министарства финансија Републике Србије из *Билтена јавних финансија за децембар 2010*, Београд, 2011.

Поред горе наведених показатеља за мјерење евроизације се често користе и удио девизне aktive у укупној финансијској активи не-банкарског сектора као и однос између прилива капитала и дефицита текућег биланса. Ипак, овај први показатељ је доста тешко израчуната за Србију будући да би требао да обухвати не само власништво финансијских институција већ и привреде, грађана и државе над финансијском активом из земље али и иностранства (валутна структура финансијске aktive) али и валутну структуру свих емитованих обавеза свих домаћих сектора која је у власништву резидената и не-резидената (валутна структура обавеза). Други показатељ који индиректно указује на стварање евроизоване економије је однос између прилива девиза и дефицита текућег биланса јер говори о евентуалној акумулацији девиза у једној економији. За Србију је овај вишак девизних прилива над дефицитом текућег рачуна износио просјечно, у периоду 2001 – 2007, око 6,5¹⁷¹% БДП-а.

Из горе изнесених показатеља је неоспорно да је Србија високо евроизована земља.

3.2.2. Ефикасност инструмената монетарне политике НБС-а

Као што смо већ објаснили, Народна банка Србије има законодавну могућност да користи све инструменте монетарне политике које нађе за сходно. Које ће од њих заиста користити зависи од монетарног оквира. Ипак, ово није једносмјеран процес. Заправо,

¹⁷¹ Драгутиновић Д, „Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платно-билансних циљева и циљева инфлациј“, НБС, Стручни радови, Београд, 2008, стр 4.

ефикасност инструмената је један од битнијих критеријума при избору оквира монетарне политике.

3.2.2.1. Операције на отвореном тржишту (канал каматне стопе)

Већ смо објаснили да је, теоретски, кључни инструмент монетарне политике у систему циљане инфлације референтна каматна стопа. Ефикасност овог инструмента је била предмет бројних истраживања унутар и ван Народне банке Србије. Посљедње истраживање које се налази на званичном сајту НБС носи назив: „Канал каматне стопе у условима доларизације: случај Србије“ аутора: Милана Алексића, Љиљане Ђурђевић, Мирјане Палић и Николе Тасића.

Резултати овог истраживања су доста песимистични када се ради о ефикасности овог инструмента монетарне политике.

Директан утицај двонедељне референтне стопе НБ Србије на краткорочну кориговану¹⁷² активну каматну стопу је статистички безначајан (табела бр. 58).

Табела бр. 58.

Утицај референтне стопе НБС на краткорочну кориговану активну каматну стопу	
2W репо стопа НБС	-0,052 (0,118)
2W репо стопа НБС доларизација	
БЕЛИБОР 2 w стопа	
БЕЛИБОР 2 w стопа доларизација	
XX индекс актива банкарског система	0,018 (0,011)
Међугодишњи раст цијена на мало	-0,049 (0,096)
Економска активност	-0,081 (0,025)
Међугодишња промјена курса евра	-0,122 (0,057)
Стопа обавезне резерве	-0,084 (0,085)
ЕУРИБОР 1W	1,520 (0,473)
Константа	16,098 (5,884)
Број опсервација	41
R ²	0,791

¹⁷² Просјечна пондерисана каматна стопа банака која искључује међубанкарске кредите за ликвидност и кредите по хартијама од вриједности. Израчунато на основу података НБС.

Извор: Алексић, М., Ђурђевић, Љ., Палић, М., Тасић, Н., „Канал каматне стопе у условима доларизације: случај Србије“, НБС (Стручни радови), Београд, 2008, стр. 20.

Ипак, регресиони модел дат у истраживању показује да би референтна каматна стопа почела остваривати утицај на краткорочну кориговану активну каматну стопу банака тек када би степен доларизације¹⁷³ пао испод 61,1%. Како је степен доларизације тренутно знатно изнад овога нивоа референтна каматна стопе практично нема никаквог утицаја на одлуку банака о висини каматних стопа на краткорочне пласмане.

Када се ради о директном утицају на укупну активну каматну стопу резултат је, очекивано, још безначајнији (табела бр. 59).

Табела бр. 59.

Утицај референтне стопе НБС на кориговану активну каматну стопу	
2W репо стопа НБС	-0,005 (0,111)
2W репо стопа НБС доларизација	
БЕЛИБОР 2 w стопа	
БЕЛИБОР 2 w стопа доларизација	
XX индекс актива банкарског система	0,009 (0,009)
Међугодишњи раст цијена на мало	0,056 (0,094)
Економска активност	-0,081 (0,013)
Међугодишња промјена курса евра	-0,114 (0,049)
Стопа обавезне резерве	-0,191 (0,080)
ЕУРИБОР 1W	1,568 (0,391)
Константа	20,554 (4,949)
Број опсервација	41
R ²	0,737

Извор: Ор. cit., стр. 17.

Да би референтна каматна стопа НБС-а почела дјеловати на активне каматне стопе банака било би потребно да степен доларизације падне испод 64,2%.

Из табеле бр. 60, видимо да је директан утицаје референтне каматне стопе на пасивне стопе банака знатно јачи (коефицијенти детерминације статистички значајни), али

¹⁷³ Мјерене учешћем суме индексираних и девизних кредита банака недржавном сектору (искључујући међубанкарске кредите и кредите јавним предузећима) у укупним кредитима банака.

је интезитет слаб (због чега би биле потребне масивне интервенције НБС-а да би дале жељени резултат).

Табела бр. 60.

Утицај референтне стопе НБС на пасивну каматну стопу	
2W репо стопа НБС	0,126 (0,043)
2W репо стопа НБС доларизација	
БЕЛИБОР 2 w стопа	
БЕЛИБОР 2 w стопа доларизација	
XX индекс актива банкарског система	-0,000 (0,007)
Међугодишњи раст цијена на мало	0,127 (0,057)
Економска активност	-0,012 (0,007)
Међугодишња промјена курса евра	-0,096 (0,036)
Стопа обавезне резерве	0,018 (0,040)
ЕУРИБОР 1W	0,710 (0,217)
Константа	-0,028 (3,908)
Број опсервација	41
R ²	0,813

Извор: Оп. cit., стр. 26.

Поред директног, ово истраживање је обухватило и индиректан утицај референтне стопе (кроз БЕЛИБОР и БЕОНИА-у) на каматне стопе банака, узимајући у обзир и степен доларизације, а резултати су приказани у нашој табели бр. 61.

Табела бр. 61.

Директан и индиректан утицај референтне стопе на каматне стопе банка				
		Утицај на		
		Кориговану активну стопу	Кориговану краткорочну активну стопу	Пасивну стопу
Степен доларизације при ком репо стопа почиње да има утицај	Директан	64,45%	61,06%	95,19%
	Кроз БЕЛИБОР	50,13%	30,81%	99,02%
	Кроз БЕОНИА	95,79%	88,24%	Увијек
Максималан утицај репо стопе (при нултој доларизацији)	Директан	0,680	0,820	0,515
	Кроз БЕЛИБОР	0,393	0,350	0,412
	Кроз БЕОНИА	0,288	0,397	0,169

Извор: Оп. cit., стр. 29.

Коначан закључак овог истраживања је да је тренутно канал каматних стопа пригушен. Да би се овај канал бар дјелимично „отчепио“ било би потребно спустити ниво доларизације (евроизације) испод 64,5%.

Због високог нивоа евроизације, у садашњим околностима на активне стопе банака у Србији најснажнији утицај има кретање каматних стопа у еврозони.

Међутим, због каснијег искуства (у односу на период посматрања горе изложеног истраживања) са емитовањем краткорочних ХоВ Владе Србије деноминираних у динарима које су значајније утицале¹⁷⁴ на апresiasiју девизног курса динар/евро крајем 2010. и почетком 2011, жељели смо да проведемо и властиту анализу ефикасности канала каматних стопа на свјежијим подацима.

Ипак, како резултати до којих смо дошли само потврђују налазе из претходног истраживања аутора блиских Народној банци Србије, а при томе је и сама наша анализа проведена уз кориштење доста једноставнијих¹⁷⁵ статистичких модела и метода, ову нашу анализу нећемо детаљније излагати већ је дајемо у Додатку у облику табела бр. 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9 и 10 уз пратњу израчунатих коефицијента корелације, детерминације и регресионих модела.

Битно је нагласити како смо дошли до закључка да је ситуација са краја 2010. и почетка 2011, само краткотрајан стицај околности који не говори у прилог могућности трајног кориштења канала каматних стопа као инструмента монетарне политике уз овај ниво доларизације (евроизације). Заправо, ефекат који смо уочили је краторочан, јер је прилив капитала који га је изазвао шпекулативне¹⁷⁶ природе.

На крају, закључак о ефикасности канала каматних стопа до којег је дошла група аутора блиских Народној банци Србије је по нашем мишљењу неупитан. Народна банка Србије не може да ефикасно користи референтну каматну стопу за постизање зацртаних циљева због високог нивоа доларизованости (евроизације) србијанске економије.

¹⁷⁴ Нуро Алпе Адриа bank a.d. Beograd, *Economic Digest – мај 2011*, Београд, 2011, стр. 16.

¹⁷⁵ Због ове једноставности нисмо могли да добијемо различите резултате у зависности од степена евроизације финансијског система Србије што је од великог значаја с обзиром на циљ истраживања.

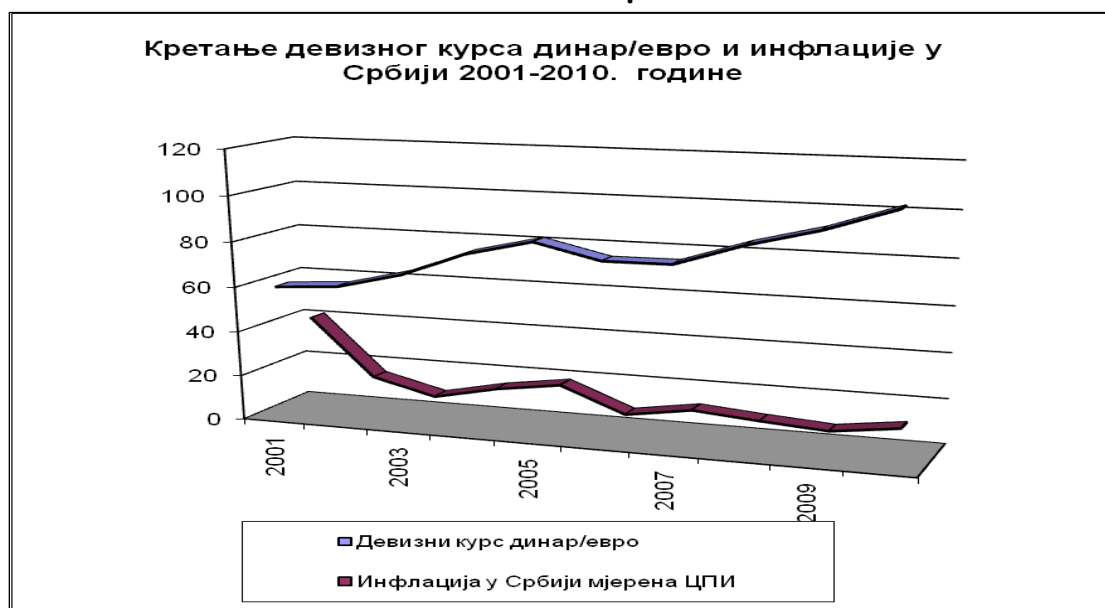
¹⁷⁶ Нуро Алпе Адриа bank a.d. Beograd, *Economic Digest – мај 2011*, Београд, 2011, стр. 7.

3.2.2.2 Канал девизног курса

У свакој малој отвореној економији политика девизног курса је битан елемент монетарне политике. У случају Србије, као што смо објаснили, девизни курс је дио механизма (канал) кроз који монетарна политика дјелује на крајњи циљ (инфлацију). Иако је тешко говорити о курсу као о инструменту монетарне политике (између осталог и зато што дугорочно кретање реалног курса не зависи од воље централне банке), два начина на који промјена курса утиче на инфлацију (директно преко дјеловања на цијене увозних производа и индиректно преко дјеловања на тражњу услед промјене реалног курса) чине питање кретања курса битним за монетарну политику.

Због тога дајемо преглед кретања номиналног девизног курса динар/евро и инфлације кроз график бр.3.

График бр. 3



Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена* за април 2011, табела бр. 21 и 27, Београд, 2011.

Из претходног графика тешко је уочити неку јасну и дуготрајну законитост. Очито је да је почетни период стабилности курса погодовао драстичном смањењу инфлације. Након тога долази период 2003–2006. у којем видимо одређену корелацију депресијације

курса и повећане инфлације. Међутим, требало би се присјетити да се у том периоду НБС определијелила за постизање платно билансних циљева због чега је стабилизовала реални девизни курс на уштрб виших стопа инфлације. То практично значи да је НБС допустила курсу да депресира као одговор на вишу ступу инфлације у земљи у односу на иностранство, чиме девизни курс постаје зависна варијабли (а инфлација независна) што је супротно његовом кориштењу као инструмента монетарне политике.

У периоду 2007-2009. имамо чак супротну тенденцију: депресијацију динара уз стално смањење инфлације.

Ипак, у свим овим контрадикторним кретањима, уз кориштење сложених статистичких и економетријских модела и метода могуће је извући одређене показатеље.

Резултати до којих је дошао посљедњи овакав рад¹⁷⁷ који се може наћи на сајту Народне банке Србије су слједећи: у кратком року девалвација од 10% води расту инфлације за 1,8% а у дугом за 4,9%. При томе је ефекат израженији у периодима депресијације (2,29% краткорочно и 6,64% дугорочно), а мање изражен у периодима апресијације (0,84% краткорочно и 2,37% дугорочно). Ова разлика се приписује ригидности цијена на доље.

Битно је нагласити да кориштење девизног курса за обарање инфлације подразумијева сценарио апресијације чиме се значајно умањује и ефикасност овог канала. Ипак, ако прихватимо да су релевантни само дугорочни ефекти, можемо закључити да је политика девизног курса релативно ефикасан инструмент монетарне политике.

3.2.2.3. Дисконтни шалтер (кредитни канал)

У великом броју земаља које желе да задрже аутономију монетарне политике, а немају развијено финансијско тржиште (посебно тржиште новца), дисконтни шалтер је основни инструмент монетарне политике. О томе у којој мјери је НБС у прошлости користила овај инструмент можемо судити на основу табеле бр. 62.

¹⁷⁷ Тасић, Н., „Утицај курса динара на инфлацију“, НБС, Радни папир, Београд, 2009.

Табела бр. 62.

Значај кредита НБС-а банкама			
	Кредити НБС банкама (у мил. динара)	Актива банака у Србији (у мил. динара)	Актива НБС (у мил. динара)
2000.	7.506	799.029	464.463
2001.	6.371	899.329	531.362
2002.	8.416	359.007	246.983
2003.	4.209	451.868	286.647
2004.	1.748	614.971	360.472
2005.	954	914.191	535.473
2006.	488	1.274.287	817.981
2007.	595	1.678.369	855.461
2008.	2.241	1.916.650	822.582
2009.	386	2.336.046	1.136.014
2010.	404	2.741.266	1.187.782

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 2 и 11, Београд, 2011.

Иако није неопходно да средства која су пласирале монетарне власти буду велика да би користиле овај инструмент монетарне политике (важнији је психолошки ефекат), сама чињеница да кредити НБС банкама чине свега 0,03 % њене активе говоре о томе да је овај инструмент у визири Народне банке неефикасан и да му је намијењена, прије свега, улога у стабилизацији финансијског система.

Тиме се НБС придржава класичног схватања дисконтног шалтера према коме се одобравање кредита комерцијалним банкама користи, прије свега, као инструменту подршке¹⁷⁸ стабилности финансијског система, а не као инструмент вођења монетарне политике. Наиме, по класичним постулатима централног банкарства¹⁷⁹ монетарне власти одобравају¹⁸⁰ кредите само неликвидним али солвентним банкама, уз залог и по каматним стопама већим од тржишне. Да би дисконтни шалтер постао инструмент монетарне политике потребно је да монетарне власти понуде значајне количине средстава по повољним каматним стопама и уз могућност неометаног обнављања позајмице.

¹⁷⁸ Мишкин. Ф., „Монетарна економија, банкарство и финансијака тржишта“, Дата статус, Београд, 2006, стр.402.

¹⁷⁹ Плакаловић, Н., „Монетарна економија: Теорија, институције и политика“, Завод за уџбенике и наставна средства Српско Сарајево, Српско Сарајево, 2004, стр. 164.

¹⁸⁰ Модерније и флексибилније схватање дисконтног шалтера прихватила је и НБС, тако да обухвата не само одобравање кредита комерцијалним банкама већ и примање (депоновање) њихових вишкова средстава на које се исплаћује и одређена каматна стопа. Тиме се омогућава фино регулисање ликвидности у банкарском систему.

Услови кредитирања НБС?

НБС нуди краткорочне кредита (кредитне олакшице), али само¹⁸¹ у облику дневних кредита за одржавање ликвидности и преконоћних кредита осигураних ХОВ и без могућности обнављања. Каматна стопа на ова средства је виша од тржишне о чему свједочи табела бр. 63.

Табела бр. 63.

Каматне стопе на кредитне олакшице и тржишне каматне стопе		
	Каматна стопа на кредитне олакшице	Каматне стопе на међубанкарске кредите за ликвидност
2006.	17,00	14,54
2007.	13,25	8,18
2008.	20,25	17,29
2009.	12,00	8,81
2010.	14,00	9,20

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 11. и 12, Београд, 2011.

Шта је разлог због кога је НБС практично одбацила дисконтну стопу као инструмент монетарне политике?

Да би се овај инструмент могао ефикасно користити било би потребно да банкама недостаје ликвидних средстава и да их не могу по повољним условима набавити другим путем. Међутим, банке у Србије генерално имају вишак ликвидних средстава о чему свједочи табела бр. 64. и по потреби могу прибавити додатна средства на свјетском финансијском тржишту посредством својих банака-мајки.

Табела бр. 64.

Обавезне резерве и вишак резерви код НБС-а		
	Обавезне резерве (у мил. динара)	Резерве банака код НБС (у мил. динара)
2006.	34.290	316.780
2007.	30.393	350.715
2008.	165.227	412.757
2009.	111.874	430.224
2010.	65.079	436.700

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 2 и 3, Београд, 2011.

¹⁸¹ Додуше, постоји и кредитна линија са роком доспијећа до једне године на коју се НБС обавезала у оквиру „Бечке иницијативе“ али је за кориштење ових средстава потребно испунити посебне услове због чега није доступна свим банкама па није погодна да буде инструмент монетарне политике.

Због тога би се кориштење дисконтне стопе као инструмента монетарне политике морало претворити у нуђење великих износа средстава по изузетно ниским каматним стопама. Имајући у виду да НБС нуди, генерално високе активне референтне каматне стопе и запошљава преко 2000 људи, средства које зарађује по основу управљања девизним резервама земље једноставно нису довољна за ове намјене. С друге стране, штампање новца без покрића за ове намјене било би кршење тржишних принципа пословања банкарског сектора и претворило би Народну банку у основни извор средстава, што се у данашњем свијету сматра недопустивим.

Да сумирамо. Због повезаности банкарског сектора Србије са свјетским финансијским тржиштем дисконтни шалтер (кредитни канал) је неефикасан инструмент монетарне политике.

3.2.2.4. Административне мјере

У административне мјере спадају¹⁸² обавезне резерве и прудициона контрола. Задатак ових мјера је да у зависности од намјера НБС смање или повећају трошак банкарског пословања и на тај начин утичу на обим кредитне експанзије чиме уједно утичу на кретање виших новчаних агрегата.

НБС је у прошлости доста користила ове мјере, прије свега мотивисана смањењем ризика у финансијском систему (до 2008. више пута је подизала стопу обавезних резерви, из обрачуна отворене девизне позиције искључен је капитал добијен од стране матичне компаније, пооштрен је максималан однос између капитала и потрошачких кредита, да би након 2008. релаксирала услове у циљу помоћи банкама да преброде кризу).

¹⁸² Док је за обавезне резерве неоспорно да спадају у инструменте монетарне политике, прудицијалну контролу за остваривање циљева монетарне политике НБС користи захваљујући чињеници да обавља и функцију регулатора банкарског сектора.

Међутим, подаци из табеле бр. 65. показују да ове мјере нису биле нарочито ефикасне у ограничавању кредитне експанзије иако је степен задужености¹⁸³ резидената Србије и даље међу најнижим у региону.

Табела бр. 65.

Динамика кредитне експанзије у Србији 2000- 2010. године		
	Стање кредита приватним предузећима и становништву на крају године (у милионима евра)	Као промјена у односу на претходну годину
2000.	3.129,7	-
2001.	3.604,0	+15,2
2002.	2.608,0	-27,6
2003.	3.145,6	+20,6
2004.	3.987,9	+26,8
2005.	5.650,0	+41,7
2006.	7.175,3	+27
2007.	10.028,6	+39,8
2008.	12.023,9	+19,9
2009.	12.692,1	+5,6
2010.	14.500,5	+14,2

Извор: Властито израчунавање на основу података НБС, из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 3, Београд, 2011.

На основу изнесених података види се да је просјечна стопа раста кредита у периоду 2005 – 2008, када су доношене ове „строге“ мјере, била невјероватних 32%, што се прије свега може објаснити претходно ниским нивоом задужености.

Иако је НБС учинила да банке буду добро капитализоване и да имају солидне обавезне резерве, средства које су банке донијеле у земљу превазилазе све ово, па чак и кредитну глад која је владала у Србији до доласка страних банака.

Занимљив је и степен, односно начин, кориштења ових мјера до сада, јер нам то говори о постојању простора за њихово кориштење у будућности. Тако је стопа

¹⁸³ Наиме, ако погледамо регионалну компарацију задужености коју смо већ изнијели у табели бр. 51 видјећемо да Србија спада међу најмање задужене земље, што се може приписати каснијем старту, али и овим мјерама Народне банке.

адекватности капитала (коју смо показали у табели бр. 33) међу највишим у Европи и тешко је очекивати њен раст¹⁸⁴.

Обавезне резерве су диференциране и по рочној и по валутној структури при чему су стопе обавезних резерви на депозите у страним валутама крајем 2011. године пет пута веће него стопе обавезних резерви за депозите у динарима (табела бр. 66), а што је требало да учини домаћу штедњу конкурентнијом и тиме приволи стране банке са подстакну штедњу у земљи, а смање финансирање кредитне експанзије позајмљеним средствима из иностранства.

Табела бр. 66.

Стопе обавезних резерви НБ Србије на различите врсте депозита		
	До 2 године	Преко 2 године
На динарске изворе	5	0
На девизне изворе	30	25

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Годишњег извјештаја о монетарној политици за 2011*, стр. 7, преузето са: [http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/ latinica/90/90_7/monetarna_politika_2011.pdf](http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_7/monetarna_politika_2011.pdf) (датум увида: 7.5.2011).

Из претходног се чини да је тешко очекивати да се обавезне резерве значајније користе као инструмент рестриктивне монетарне политике. Наиме, у НБС су свјесни да обавезне резерве (у случају да ЦБ не плаћа камату на њих) представљају својеврсну врсту пореза који чини банкарски сектор Србије мање интересантним за улагање у односу на оне земље које имају ниже стопе обавезних резерви на средства из иностранства.

Додајмо свему претходном да је релаксација административних мјера дио политике НБС-а за превазилажење последица кризе 2008. на овамо и видјећемо да је тешко очекивати поновно пооштравање ових мјера.

Ипак, промјена структуре стопа обавезних резерви повремено може послужити Народној банци Србије за краткотрајне¹⁸⁵ утицаје на девизни курс.

¹⁸⁴ Додуше, због великог обима ненаплативих кредита може се очекивати смањење ове стопе у будућности што би отворило простор за докапитализацију банака

¹⁸⁵ Нпр. када је Народна банка Србије, 12. 4. 2012, одлучила да смањи стопу обавезних резерви на девизне изворе, а повећа на динарске изворе, то је довело до краткотрајног раста понуде девиза и тражње за динарима што је већ 13.4.2012. изазвало апресијацију курса динара са 111,7 динара за евро на 111,2 динара за евро.

3.2.2.5. Канал инфлаторних очекивања

Овдје се не ради о „реалном“ инструменту монетарне политике на начин на који су то операције на отвореном тржишту, дисконтни шалтер или обавезне резерве. Међутим, инфлаторна очекивања имају особину самоостварења чиме ефикасно дјелују на достизање циљева монетарних власти или бар чине остварење ових циљева тежим, а трошкове прилагођавања непотребно великим. Због тога монетарне власти морају да дјелују на инфлаторна очекивања ако желе да ефикасно достигну циљ ниске инфлације. Могућност монетарних власти да ово чине зависи од њиховог кредибилитета, чије постојање се опет, значајно веже да достизање зацртаних циљева у прошлости¹⁸⁶. Може се рећи да НБС још увијек гради кредибилитет који би могла значајније да користи за утицај на инфлаторна очекивања. Још прије избијања кризе 2008. године ову чињеницу је признала тадашња вице-гувернерка НБС Диана Драгутиновић сљедећим ријечима: „Недостатак поверења у Народну банку Србије захтевао је далеко оштрију монетарну политику да би се постигао исти циљ¹⁸⁷“.

Искуства резидената Србије након преласка на потпуно циљање инфлације као нову¹⁸⁸ монетарну стратегију Народне банке Србије почетком 2009. су различита.

Наиме из табеле бр. 67, може се видјети да је у 2009. години инфлација остала у оквиру коридора (захваљујући рецесији у земљи и главним трговинским партнерима), али је већ у 2010. инфлација пробила горњу границу, што је уз значајно флукутирање девизног курса у широј јавности доживљено као знак слабости монетарних власти.

Табела бр. 67.

Планирана и остварена годишња стопа инфлације у Србији		
Година:	Планирана инфлација	Остварена инфлација
2009.	8+/-2%	6,6
2010.	6+/-2%	10,3
2011.	4,5+/-1,5%	7

¹⁸⁶ Прашчевић, А., „Избор правила монетарне политике; таргетирање инфлације“, *Економска мисао*, Београд, 2007, стр. 12.

¹⁸⁷ Драгутиновић, Д., Радни папир, „Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платнобилансних циљева и циљева инфлације“ НБС, март 2008, стр. 17.

¹⁸⁸ НБС, *Извјештај о инфлацији - фебруар 2010*, Београд, 2010, стр. 15.

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Извјештаја о инфлацији за фебруар 2010*, стр.1, преузето са: http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_feb_2010.pdf (датум увида: 7.5.2012), *Извјештаја о инфлацији за фебруар 2011*, стр.1, преузето са: http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_februar_2011.pdf (датум увида: 7.5.2012) и *Извјештаја о инфлацији за фебруар 2012*, стр. 1, преузето са: http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_februar_2012.pdf (датум увида: 7.5.2012).

У 2011. години остварена инфлација је такође изашла изван коридора али свега за 1%. С обзиром да одступања остварених од планираних стопа инфлације ипак нису велика занимљиво је видјети да ли то утиче на инфлаторан очекивања у земљи.

Резултати истраживања НБС о нивоу инфлаторних очекивања дати су у табели бр. 68.

Табела бр. 68.

Инфлаторна очекивања финансијског сектора Србије	
Очекивања за:	Резултати истраживања различитих агенција
2010.	6,8 - 7,8%
2011.	7,2 – 8,7%
2012.	7,4-7,6%

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Извјештаја о инфлацији за фебруар 2010*, стр. 12, преузето са: http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_feb_2010.pdf (датум увида: 7.5.2012), *Извјештаја о инфлацији за фебруар 2011*, стр.7, преузето са: http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_februar_2011.pdf (датум увида: 7.5.2012) и *Извјештаја о инфлацији за фебруар 2012*, стр. 7, преузето са: http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_februar_2012.pdf (датум увида: 7.5.2012).

Као што се види инфлаторна очекивања финансијског сектора, који се сматра најупућенијим, задњих су пар година доста стабилна и на нивоу од 7-8% годишње упркос томе што НБС сваке године све више смањује ниво планиране инфлације. Ово није изненађење будући да различита истраживања¹⁸⁹ показују да су и у другим ЗУТ упркос инфлаторном таргетирању инфлаторна очекивања остала доста висока још један период након усвајања овог оквира монетарне политике. Из тога извлачимо закључак да кредибилитет НБС није низак (јер инфлаторна очекивања ипак нису нарочито висока), али

¹⁸⁹ Ball, L., Sheridan, N., "Does inflation targeting matter?", NBER, WP 9577, Cambridge – Massachusetts, 2003, стр. 18. (преузето са: <http://www.nber.org/papers/w9577>, датум приступа: 11.5.2012. године).

није ни довољан да би се сам по себи могао ефикасно користити као инструмент монетарне политике.

Када сагледамо све инструменте монетарне политике можемо закључити да се Народна банка Србије налази у доста сложеној ситуацији. Канал каматне стопе је значајно пригушен. Девизни курс је услед ригидности цијена на доље погоднији за вођење експанзивне него рестриктивне монетарне политике. Кредитни канал је услед вишка ликвидних средстава банака практично неупотребљив (као инструмент монетарне политике). Врло рестриктивне административне мјере у прошлости нису дале резултата, па их је тешко додатно пооштрити. Кредибилитет Народне банке тек треба да достигне ниво када ће се моћи ефикасно користити за утицај на очекивања и понашање јавности.

3.2.3. Девизне резерве Србије – постојеће стање и очекивана кретања

Већ смо објаснили да оквир монетарне политике за који се определијелила Србија допушта НБС да својим операцијама неутралише утицај кретања девизних резерви на новчану масу. То чини питање кретања девизних резерви нешто мање осјетљивим за Србију него за БиХ (код које је ова могућност много ограниченија) због чега ћемо му посветити и нешто мање пажње. Ипак, то не значи да је питање кретања девизних резерви небитно за монетарне власти Републике Србије. Заправо, мање директан утицај девизних резерви на новчану масу је слобода унутар врло уских граница: значајнији пад девизних резерви би пољуљао кредитбилитет НБС и смањио кредитни рејтинг Србије и изавао читан низ других, углавном негативних, посљедица.

Због тога ћемо за почетак кроз анализу варијабилности девизних резерви Србије у прошлости (подаци о кретању истих дати у табели бр. 69), прелиминарно оцијенити да ли овдје постоје проблеми.

Табела бр. 69.

Кретање девизних резерви НБС (у мил. евра)										
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
ДР	1.169.1	2.185.8	2.835.5	3.103.7	4.921.3	9.020.0	9.633.6	8.161.8	10.601.9	10.001.6

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2007*, табела бр. 17, Београд, 2007 и *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 27, Београд, 2011.

Као што се види, девизне резерве НБС су брзо расле до 2007. године (просјечан годишњи раст износио је око 42%) да би се проблеми јавили 2008. године и опет поновили 2010. године. Оба пута радило се о значајнијем паду девизних резерви (2008. за 15,3%, а 2010. за 5,6%), што нам говори да постоји потреба за подробнијом анализом фактора који утичу на кретање девизних резерви. При томе сама чињеница да се пад девизних резерви поклопио са почетком свјетске економске кризе (као и у БиХ) нам сугерише да требамо размотрити основне макроекономске трендове¹⁹⁰ у Србији прије и после кризе, да бисмо бар површно разумјели досадашње кретање девизних резерви.

Подаци о кретању неких основних макроекономских варијабли дати су у табели бр. 70.

Табела бр. 70.

Макроекономски трендови у Србији 2001-2010. године										
Година	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Кретање РБДП-а	5,3	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,8
Трговински и дефицит (у мил. евра)	2.862	3.727	4.147	5.650	4620	5.361	7.519	9.049	5.544	5.229
Кредити приватном сектору (у мил. евра)	3.613,3	2.624,2	3.151,7	3.998,9	5.657,3	7.186,9	10.046,2	12.179,7	12.837	14.783,8
Јавни дуг (у мил. евра)	13.433,9	11.529,3	11.023,2	9.675,8	10.282,7	9.352,0	8.875,3	8.781,4	9.849,3	12.156,9
СДИ и портфолио инвестиције (у мил. евра)	184	500	1.194	774	1.250	3.678	2.499	1.733	1.321	899
Број лица које траже запослење преко НСЗ ¹⁹¹	768.595	842.652	947.296	945.027	991.732	100.5483	928.325	819.550	812.350	802.840
Незапосленост из анкете о радној снази	432.677	459.599	500.325	665.436	719.881	693.024	585.472	445.382	502.982	568.723

¹⁹⁰ Фактор чији утицај на овом мјесту нећемо сагледавати је девизни курс, будући да ћемо утицају тог фактора посветити посебно поглавље.

¹⁹¹ У Србији је према Закону о Националној служби за запошљавање направљена разлика између лица која траже посао и незапослених. Како се статистика за ове друге води тек од 2005. одлучили смо се да на овом мјесту користимо податак о лицима која траже запослење.

Бруто наднице (у еврима)	191,9	270,6	307	321,9	377,1	522,7	607,3	608	533	520,8
Девизне резерве (у мил. евра)	1.169,1	2.185,8	2.835,5	3.103,7	4.921,3	9.020,0	9.633,6	8.161,8	10.601,9	10.001,6

Извор: Сачињено на основу података Министарства финансија Републике Србије из *Билтена јавних финансија за децембар 2010*, Јавни дуг (стр.73), Београд, 2011, података Републичког завода за статистику Републике Србије; *Електронска библиотека*, Зараде по запосленом у Републици Србији по окрузима и општинама за децембар 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, преузето са: <http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=452> (датум увида: 5.5.2011.) и *Месечног статистичког билтена за јануар 2002,2003, 2004,2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010.* : Основни скупови становништва старости 15 и више година, преузето са: <http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=27> (датум увида: 5.5.2011.), те података НБ Србије из Статистичког билтена за април 2011, табела бр. 6, 6а, 14, 18 и 22, Београд, 2011.

Ради прегледности горе наведене макроекономске трендове у Србији можемо груписати у три битна периода:

1. Период реформи 2001 – 2004.
2. Период релативног просперитета 2005 – 2008.
3. Период након доласка свијетске економске кризе 2008 – 2010.

За нашу анализу битно је примијетити оштру промјену (углавном погоршање) трендова из другог у трећи период. Тако стални раст бруто зарада изражених у еврима (које су порасле 220%), пад незапослености (број незапослених је пао за 274.500), раст девизних резерви (порастан од 724%) и пад јавног дуга (за 34,6%), мијењају се у своје супротности (пад бруто надица за 14%, раст незапослености за 123.340 људи, промјењивост кретања девизних резерви и раст јавног дуга за 38,4%). Тренд које прије 2008. можемо сматрати релативно негативним, а који се након 2008. мијења на боље је пад трговинског дефицита за 42,2%. Стране инвестиције и кредитна експанзија биљеже такође занимљиве трендове. Тако упркос погоршању пословне климе, кредитна експанзија у Србији није озбиљније прекинута, док су стране инвестиције значајно смањене али и даље довољне да Србија у 2010. буде лидер¹⁹² у региону по апсолутном обиму ових инвестиција.

¹⁹² Према UNIKTAD-вом *World investment Report*-у за 2011. (преузето са: <http://www.unctad-docs.org/files/UNCTAD-WIR2011-Full-en.pdf>, датум увида: 5.5.2011.), Србија је привукла највише инвестиција у 2010. од свих земаља ex-СФРЈ.

Како горњи трендови сугеришу да би се у случају даљег негативног развоја ситуације девизне резерве могле наћи на удару одлучили смо се да проведемо детаљнију анализу горе поменутих фактора, додуше у нешто једноставнијој форми него што смо то чинили за БиХ. Поједностављење у овој анализи, у односу на БиХ, састоји се у томе што ћемо изводити детаљну пројекцију кретања дефицита рачуна роба и услуга и четири извора за покривање овог дефицита (спољни јавни дуг, спољни дуг банака, спољни дуг предузећа и СДИ и портфолио инвестиције), док ћемо претпоставити да ће рачун текућих трансфера, дохотка и капиталних трансакција остати релативно непромијењен (за разлику од БиХ гдје смо изводили и њихове трендове). Та релативна непромијењивост састоји се у томе што ћемо претпоставити да ће текући трансфери и доходак и даље покривати 56,3% дефицита рачуна роба и услуга као што су то чинили на крају 2010. док ће капиталне трансакције остати занемарљива ставка.

3.2.3.1. Пројекција кретања дефицита рачуна роба и услуга

Предвиђање кретања овог дефицита је сложено питање и у много мирнијим временима. Након, промјене околности које је са собом донијела свјетска економска криза из 2008. и најаве нових могућих криза везаних за (опет) могући банкрот читавог низа држава са непознатим посљедицама по Србију, ово предвиђање се чини још тежим. Ипак, ми ћемо у свом предвиђању кренути од једноставне констатације како је за присуство континуираног трговинског дефицита увијек одговорна неадекватна привредна структура, а за његов раст експанзија домаће потрошње. Поред ова два фактора, мисија ММФ-а¹⁹³ у Србији је за пад конкурентности земље окривила и бржи раст зарада од продуктивности што је питање које ћемо посебно обрадити. Драматичан пад трговинског дефицита у 2009. и нешто блажи пад у 2010. је још један фактор који тражи од нас да провјеримо горе изнесени опис узрока проблема.

У ту сврху ћемо анализирати:

1. Промјену привредне структуре Србије 2001 – 2010.

¹⁹³ Србија — Консултације по члану IV (Статута ММФ) у 2007. години, Закључна изјава Мисије, ММФ, Београд, 2007, стр. 2.

2. Кретање домаће тражње.

На основу ове двије анализе сачинићемо нашу пројекцију кретања трговинског дефицита Србије у неколико сценарија. Ипак, битно је да одмах на почетку нагласимо да ће наша анализа бити доста ригорозна будући да нећемо при пројекцијама будућности уважити обећања извршне власти Србије како ће кроз процес реиндустријализације заснован на страним инвестицијама Србија значајно промијенити привредну структуру.

Ипак, за почетак вратимо се анализи домаће тражње у Србији, а подаци о њеном кретању у периоду 2001-2010. године дати су у табели бр. 71.

Табела бр. 71.

НБДП и домаћа тражња у Србији 2001 -2010. године					
	Домаћа тражња (у мил. евра)	НБДП (у мил. евра)	Нето извоз робе и услуге (у мил. евра)	3/1	3/2
	1.	2.	3.	4.	5.
2001.	15.095,6	12.765,6	2.330	15,4%	18,3%
2002.	19.072,4	15.810,4	3.262	17,1%	20,6%
2003.	19.839,6	16.480,6	3.359	16,9%	20,4%
2004.	22.570,8	17.502,8	5.068	22,4%	28,9%
2005.	23.972,9	19.689,9	4.283	17,8%	21,7%
2006.	29.858,4	24.836,4	5.022	16,8%	20,2%
2007.	36.065,4	28.735,4	7.330	20,3%	25,5%
2008.	38.723,9	30.037,9	8.686	22,4%	28,9%
2009.	33.395,3	28.295,3	5.100	15,2%	18,0%
2010.	33.645,0	28.877,0	4.768	14,2 %	16,5%

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела 14а и 22, Београд, 2011.

Ако посматрамо податке до 2008. можемо констатовати да није дошло до побољшања привредне структуре. Заправо дошло је до очитог погоршања. Наиме, да је привредна структура остала иста и омјери (нето увоз роба и услуга/НБДП и нето увоз роба и услуга/домаћа тражња) би остали на приближном нивоу, иако би у апсолутном износу дефицит порастао као посљедица раста тражње у земљи. Умјесто тога овај омјер се стално погоршавао (осим у години и непосредно након увођења ПДВ-а), па су са почетних 15,4% и 18,3% омјери порасли на 22,4% и 28,9% у 2008. Сличну констатацију о погоршању привредне структуре срећемо и у ПКМ гдје констатује како је удио размијењивих добара у БДП-у пао са око 32% у 2000. на испод 24% у 2008.

Ситуација се мијења са доласком кризе крајем 2008. године. У 2009. долази до пада дефицита рачуна роба и услуга и у апсолутном и у релативном износу. Кључно питање за даље пројекције је шта је разлог овог пада? Постоје два објашњења.

Једна група економиста истиче девалвацију девизног курса као битан разлог за овако велики пад. Друга група економиста указује на пад агрегатне тражње као основни узрок пада трговинског дефицита. Наше мишљење је ближе другој групи и то због тога што примјећујемо да без пада агрегатне тражње и под условом да девизни курс стварно може значајно да утиче на побољшање платно-билансне позиције не би дошло до значајног пада РБДП-а, већ вјероватно до његовог раста (раст извоза би ушао у израчунавање РБДП-а, док би пад увоза ишао у рачунање агрегатне тражње). То је супротно паду БДП-а Србије у 2009, што само по себи подрива девизни курс као основно објашњење пада дефицита рачуна роба и услуга у 2009.

Друго, и да је девалвација утицала на пад трговинског дефицита њени ефекти су увијек краткорочни и то прилагођавање се не би значајније одразило на будућност. Како не можемо (и вјероватно нико са сигурношћу не може), да предвидимо кретање девизног курса динара у будућности, усвојићемо претпоставку да ће девизни курс бити релативно стабилан у периоду за који правимо пројекцију.

Треће, без пада агрегатне тражње, а уз девалвацију курса, требало би да апсолутни износ извоза расте, а апсолутни износ увоза опада, чиме би се смањιο трговински дефицит који је основна ставка дефицита рачуна роба и услуга Србије (у 2008. трговински дефицит је износио скоро 98% дефицита рачуна роба и услуга). Из табеле бр. 72. видимо да је ово само половично тачно.

Табела бр. 72.

Кретање извоза и увоза Србије у 2008. и 2009. године (у мил. евра)		
	2008.	2009.
Вриједност извоза	7.416	5.978
Вриједност увоза	15.917	11.096

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 14а, Београд, 2011.

Наиме, до смањења трговинског дефицита дошло је искључиво због смањења увоза, а не због раста извоза. Ово потврђује да је узрок смањења заправо пад домаће агрегатне тражње у 2009. (за 13,8%). Пад БДП-а израженог у еврима био је много мањи

(5,8%) што значи да се већи дио пада агрегатне тражње преломио преко пада увоза (преко трговинског дефицита), а много мањим дијелом преко пада потрошње домаће робе.

Због свега наведеног констатујемо како је основни фактор који детерминисао кретање дефицита било кретање агрегатне тражње.

За нашу пројекцију је битно да одговоримо на још једно питање. Наиме, као почетни показатељ структурних проблема Србије можемо узети удио дефицита рачуна роба и услуга у домаћој тражњи из посљедње посматране године (значи 2010.) који износи 14,2% или онај који одговара просјеку у цијелом посматраном периоду који износи 17,9%.

Ми смо се определијели за омјер из 2010. чиме смо усвојити претпоставку да неће доћи до поновног погоршања привредне структуре као што се то дешавало у периоду 2001 – 2008. На тај начин смо практично прихватили да ће напори власти Србије да поправе привредну структуру неутралисати њено поновно погоршање, мада, као што смо на почетку истакли, у модел нисмо уврстили ни планове власти према којима ће доћи до значајног побољшање¹⁹⁴ ове структуру и тиме до смањења овог омјера (у периоду 2001 – 2008. просјечан раст тражње је износио 7,4%, а раст РБДП-а 5,4% годишње, чиме је дефицит продубљиван, док се у ПКМ-у у неколико сценарија планира бржи раст РБДП-а од домаће тражње).

Остаје нам још да направимо сценарио кретања агрегатне тражње Србије у будућем периоду. Водећи рачуна о усвојеној претпоставци да се омјер дефицита рачуна роба и услуга и домаће тражње неће мијењати, стопа раста домаће тражње би требала да одговара стопи раста БДП-а. Због тога је незамислив повратак на стопе раста домаће тражње из периода 2001 – 2008, јер та стопа од 7,4% надмашује и најоптимистичнија предвиђања привредног раста Србије у ближој будућности. Умјесто тога користићемо стабилизациони сценарио раста РБДП-а из ПКМ-а (табела бр. 73).

¹⁹⁴ О побољшању привредне структуре се у *Посткризном моделу развоја Србије 2011.-2020*,

говори као о бржем расту РБДП-а од домаће потрошње чиме ће се заправо поправити омјер о коме говоримо.

Табела бр. 73.

Пројекција кретања РБДП-а у ПКМ 2011 – 2020. године										
	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Раст РБДП-а	3,6	3,9	4,3	5,0	5,0	5,0	5,1	5,5	5,5	5,6

Извор: Сачињено на основу прогноза МАТ-а и ФРЕН-а из *Посткризног модела развоја Србије 2011 - 2020*, табела бр. 3, Београд, 2011.

Видимо да се и овдје ради о доста оптимистичким¹⁹⁵ стопама раста РБДП-а.

3.2.3.2. Пројекција кретања спољног дуга Србије

Спољни дуг Србије састоји се из спољног јавног дуга, спољног дуга банкарског сектора и спољног дуга предузећа при чему свака од ових компоненти има своју властиту динамику, односно факторе који утичу на њено кретање, због чега ћемо сваку компоненту анализирати посебно.

3.2.3.2.1. Кретање спољног јавног дуга

Приликом разматрања макроекономских кретања видјели смо да је дошло до значајног раста јавног дуга од 2008. до 2010. Међутим, са становишта јавног дуга као канала за прилив (или одлив) девиза важнији су подаци о кретању спољног¹⁹⁶ јавног дуга. За нашу пројекцију посебно је битно предвиђање кретања овог дуга у будућности. Да бисмо то сачинили морамо прво да видимо ниво спољног јавног дуга на крају 2010, а онда и шта налажу правила о фискалној одговорности садржана у Закону о буџетском систему Србије, те какаве најаве долазе из Владе Србије.

Кретање јавног дуга и спољног јавног дуга Србије је дато у табели бр.74.

¹⁹⁵ Нажалост, новији подаци показују да је текућа економска криза много дубља и отпорнија од првобитних процјена због чега се у 2011. и 2012. години нису остварила горња предвиђања раста РБДП-а.

¹⁹⁶ При томе смо свјесни да су домаће банке у страном власништву најзначајнији купци записа Министарства финансија Србије индексираних у €, али евентуални прилив девиза по овом основу је већ садржан у дотоку девиза кроз банкарски сектор, па ћемо се фокусирати искључиво на спољни јавни дуг.

Табела бр. 74.

Кретање спољног јавног дуга Србије 2001- 2010. године				
Год.	Спољни јавни дуг (у мил. евра)	Јавни дуг (у мил. евра)	Јавни дуг/БДП	Спољни јавни дуг/ БДП
2001.	10.256,52	13.433,9	105,2%	82,7%
2002.	8.628,36	11.529,3	72,9%	54,6%
2003.	8.526,84	11.023,2	66,9%	51,7%
2004.	7.283,10	9.675,8	55,3%	41,6%
2005.	7.892,12	10.282,7	52,2%	40,1%
2006.	6.592,19	9.352,0	37,7%	26,5%
2007.	6.285,03	8.875,3	30,9%	21,6%
2008.	6.520,77	8.781,4	29,2%	21,2%
2009.	7.763,76	9.849,3	34,8%	26,5%
2010.	9.076,43	12.156,9	42,9 ¹⁹⁷	32,0%

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 20а, Београд, 2011.

Као што се види јавни дуг Србије на крају 2010. износи 42,9% БДП-а, док је спољни јавни дуг износи 32% БДП-а.

Закон о буџетском систему Србије, члан 27е одређује да однос јавног дуга и БДП-а, не смије премашити 45%. Из претходног би се могло закључити да по закону постоји још нешто (али врло мало) простора за задуживање. Међутим, треба водити рачуна да варијабилност девизног курса лако може (у случају девалвације), помјерити и садашњи ниво дуга преко зацртане границе.

Због тога закључујемо да даљег задуживања по закону не би требало бити. Међутим, најаве из Владе Србије говоре друкчије. Већ су уговорена или се уговарају нова задужења, мада није јасно да ли Влада мисли да крши закон или ће ићи на његову промјену. Тако су већ најављена слjedeћа задужења:

- Свјетска банка нових 800 мил. америчких долара.
- Руска фадерација нових 800 мил. америчких долара (за жељезнице).
- Република Кина нових 1000 мил. америчких долара (за термоелектрану Костолац).
- Најављен је кредит Репубике Турске 1450 мил. америчких долара (за коридор 11).
- Аранжман из предострожности са ММФ-ом.

¹⁹⁷ Процјена Министарства финансија Републике Србије изнесена у *Билтену јавних финансија за мај 2011*, Београд, 2011, стр. 71.

Додајмо томе да је у Буџету Србије за 2011. годину планирано задужење од 534 милијарде динара (по курсу са краја 2010. Године то је преко 5¹⁹⁸ милијарди евра од којих би нешто мање од 4¹⁹⁹ милијарде евра служило за отплату дугова који доспијевају на наплату, а нешто више од 1,14²⁰⁰ милијарди евра би износио планирани буџетски дефицит) и јасно је да Влада Србије не намјерава да престане да се задужује, иако је јавни дуг већ пробио границу од 40% БДП-а, док је укупан спољни дуг пробио границу од 80% БДП-а (што ћемо показати у наставку када анализи спољнег јавног дуга додамо и спољни дуг банкарског сектора и спољни дуг предузећа). Ово је на краatak рок добро по девизне резерве мада не толико колико би се могло помислити из ових цифара. Наиме, аранжмани са Русијом, Кином и Турском су везани аранжмани гдје ће Србија умјесто девиза добити робу или ће фирме из земаља – кредитора бити носиоци посла, а домаће фирме подизвођачи.

Како уговорена задужења гарантују наставак постојећег тренда раста јавног дуга и у наредне двије године, то ћемо и уврстити у наш модел. Проблем је шта предвијети за други дио интервала за који правимо пројекције (од 2013. до 2015).

Ми ћемо овдје прихватити умјерени сценарио према коме спољни јавни дуг престаје даље да расте, али Влада Србије успијева да се задужи на међународном финансијском тржишту и код великих повјерилаца за средства неопходна за редовно сервисирање доспијелих рата.

3.2.3.2.2. Кретање спољног дуга банкарског сектора Србије

Функционисање банака у Србији има два различита ефекта са становишта утицаја на величину девизних резерви: док са једне стране кредитна експанзија кроз раст агрегатне тражње утиче на обим увоза (одлив девиза), са друге стране те исте стране банке доносе девизе (било у облику позајмљивања средстава у иностранству, било у облику

¹⁹⁸ Министарство финансија Републике Србије, *Закон о буџету Републике Србије за 2011.*, доступна на: <http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/zakoni/Zakon%20o%20budzetu%20RS%20za%202011.pdf>, (датум приступа: 17.4.2011), стр. 1.

¹⁹⁹ Ibid.

²⁰⁰ Ibid.

улагања у капитал банака²⁰¹), чиме су у протеклом периоду представљале значајан извор девиза (табела бр. 75.) за покривање тог дефицита. Ова два процеса (прилив и одлив девиза) узрокована начином рада банака у Србији не морају да се савршено временски подударају. Тако стране банке крајем 2010. имају релативни вишак средстава и ако нађу квалитетне клијенте могу још један период да финансирају кредитну експанзију (која утиче на увоз) чак и ако им матичне банке не омогуће да повећају девизну изложеност. Поред тога иако између кредитне експанзије и дотока капитала кроз банкарски систем, услед апресираности домаће штедње, постоји блиска веза, однос прилива и одлива девиза не мора да буду 1:1 (свака новчана јединица девиза коју донесу банке у Србију није потрошена на увоз).

Табела бр. 75.

Кретање спољног дуга банкарског система Србије 2000 - 2010. године			
Година:	Обавезе банака према иностранству (у мил. евра)	Промена у односу на претходну годину (у мил. евра)	Спољни дуг банака/БДП
2000.	128,08	-	-
2001.	104,64	-23,44	0,8
2002.	47,01	-57,63	0,3
2003.	168,02	121,01	1,0
2004.	747,40	579,38	4,27
2005.	1.754,27	1.006,87	8,9
2006.	3.477,07	1.722,80	14,0
2007.	3.605,53	128,46	12,6
2008.	3.524,22	-81,31	11,7
2009.	4309,94	785,72	15,2
2010.	5092,64	785,70	15,1

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 20а, Београд, 2011.

Као што видимо спољни дуг банака је најбрже растао од 2004. до 2006. године, са успорењем у 2007. и падом у 2008. Након тога опет почиње расти. Међутим, требали бисмо имати на уму да нам посматрање спољног дуга банака не даје потпуну информацију. Да бисмо могли да дамо основану процјену кретања спољног дуга банака у будућности морамо да размотримо шта ће се вјероватно дешавати са кредитном експанзијом. Њено кретање у прошлости је дато у табели бр. 76.

²⁰¹ Улагања у капитал банака су била такође значајна али ћемо овај дио дотока капитала размотрити у оквиру кретања кретања СДИ и портфолио инвестиција.

Табела бр. 76.

Кретање кредита приватном сектору у Србији у периоду 2001-2010. године	
Година:	Кредити приватном сектору ²⁰² (у мил. евра)
2001.	3.613,3
2002.	2.624,2
2003.	3.151,7
2004.	3.998,9
2005.	5.657,3
2006.	7.186,9
2007.	10.046,2
2008.	12.179,7
2009.	12.837,0
2010.	14.783,8

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табеле бр. 2 и 21, Београд, 2011.

Као што се види иако се спољни дуг кретао доста промијењиво, кредитна експанзија је текла скоро неометано у цијелом периоду 2005 – 2010.

Уз разумну претпоставку да ће кретање спољног дуга банака и даље зависити од кредитне активности банака, те да ће банке поучене великим растом неперформансних зајмова од 2008. на овамо, успорити кредитни раст, усвојићемо сценарио по којем се кредитна експанзија и спољно задуживање банака настављају и у будућем периоду, али по нешто нижем темпу раста који одговара стопи раста РБДП-а по социјалном сценарију ПКМ-а.

3.2.3.2.3. Кретање спољног дуга предузећа

Предузећа укључена у међународно пословање кроз своје активности редовно стварају спољни дуг. Са отварањем Србије након 2000. године овај дуг је очекивано почео да расте (табела бр. 77). Међутим, посебан фактор који је након приватизације банака у Србији подстакао раст спољног дуга, чак и оних предузећа која не послују са иностранством, постао је начин рада ових „домаћих“ банака. Наиме, банке у Србији зарачунавају, за европске појмове, енормну каматну маржу правдајући то ризиком пословања у земљи. Већа предузећа из Србије су убрзо схватила да домаће банке

²⁰² У ову категорију улазе становништво, привредна друштва (приватна) и друге финансијске организације.

представљају посредника више, па су почела да се за кредите обраћају директно страним банкама. Овај процес је добио скоро драматичан замах у периоду 2005 – 2008.

Табела бр. 77.

Динамика спољног дуга предузећа из Србије у периоду 2001 - 2010. године		
Год.	Спољни дуг предузећа (у мил. евра)	Спољни дуг/БДП
2001.	606,83	4,8%
2002.	726,74	4,6%
2003.	983,41	6,0%
2004.	1.435,73	8,2%
2005.	2.549,83	13,0%
2006.	4.112,7	16,6%
2007.	7.248,16	25,2%
2008.	11.043,43	36,8%
2009.	10.413,61	36,8%
2010.	9.617,36	33,3%

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табела бр. 20, Београд, 2011.

Проблем, са оваквим начином задужења је девизни ризик. Наиме, кредити у иностранству су по правилу одобравани у страној валути. Како Србија нема развијен извозни сектор значајан број предузећа која су узела ове кредите приходе остварије у динарима. Због тога је пожељно да овакви аранжмани буду праћени и куповином финансијских деривата којим би се предузеће заштитило од ризика. Међутим, финансијски деривати коштају, а како је мотив већине предузећа била уштеда трошкова, велика већина се није осигурала и поред препорука НБС да то учине. И тако долазимо до краја 2008. када је истовремено дошло до погоршања пословне климе у свијету и Србији и девалвације динара чиме су се бројна предузећа нашла у проблему (не)редовног сервисирања увећаних рата из умањених прихода. Како код ових кредита НБС нема регулаторну улогу, они нису ни могли ући у договор назван „Бечка иницијатива“, па услед кашњења у сервисирању обавеза и процјењеног већег ризика стране банке лагано у току 2009. и 2010. ускраћују²⁰³ могућност фирмама из Србије да под повољним условима рефинансирају старе и узму нове кредите.

²⁰³ Тасић, Н., Вучковић, В.,; *„Структура рочности прекограничних кредита у транзиторним земљама“*, Мегатренд, Београд, 2009, стр. 3.

Даљи развој ситуације ће свакако зависити од кретања пословне климе у Србији и свијету, али и од стабилизације курса динара.

Ми ћемо усвојити умјерени сценарио према коме се даљи пад спољних кредита предузећа зауставља, али стране банке не желе да повећају своју изложеност ка клијентима у Србији.

3.2.3.3. Кретање СДИ и портфолио инвестиција

У нашој анализи као посљедњу ставку токова девиза разматрамо СДИ и портфолио инвестиције. Међутим, када бисмо токове капитала рангирали према квалитативном утицају на привредни развој (преструктуисање), ова ставка би се требала наћи на првом мјесту. У већини међународних анализа однос ових инвестиција и БДП-а је кључни показатељ успјешности транзиције, а и Влада Србије им у већини развојних стратегија даје улогу камена-темелца будућег привредног развоја, а њихово привлачење сматра прворазредним задатком владе. Ипак, из досадашњих искустава Србије се не би могло рећи да се успјела представити као посебно атрактивна дестинација за страна улагање.

То се може видјети из табеле бр. 78.

Табела бр. 78.

Динамика СДИ и портфолио инвестиција у Србију у периоду 2001 - 2010. године

Год.	Стране директне инвестиције (нето) - у мил. евра	Портфолио инвестиције (нето) - у мил. евра	Укупно	СДИ и портф.инв. /БДП
2001.	184	0	184	1,4%
2002.	500	0	500	3,1%
2003.	1.194	0	1.194	7,2%
2004.	774	0	774	4,4%
2005.	1.250	0	1.250	6,3%
2006.	3.323	355	3.678	14,8%
2007.	1.821	678	2.499	8,7%
2008.	1.824	-91	1.733	5,77%
2009.	1.372	-51	1.321	4,7%
2010.	860	39	899	3,1%

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табеле 14, 14а, Београд, 2011.

Даље, кретање ових инвестиција ће зависити од развоја привредне (па и политичке) ситуације у земљи због чега је незахвално давати било какве процјене. Међутим, за

потребе наше анализе и посебно указивања на неопходност привлачења ових инвестиција у функцији привредног развоја и функцији попуњавања девизних резерви размотрићемо ефекте наставака постојећих трендова тј. инвестиције на нивоу просјека из 2009. и 2010. године, што значи око 1.100 милиона евра годишње.

3.2.3.4. Пројекције кретања девизних резерви у периоду 2011 – 2015. године

У овом дијелу ћемо размотрити како би на девизне резерве средњерочно утицао наставак постојећих трендова.

Претпоставке на основу којих смо извели ову пројекцију су већ изнесене, али их, ево, понављамо у краткој форми, груписане на једном мјесту.

Привредне околности у Србији и свијету нису нарочито боље него крајем 2010. То узрокује наставак постојећег нивоа страних инвестиција и успоравање кредитне експанзије будући да су потенцијали за додатно задуживање резидената Србије скоро исцрпљени. Са друге стране предузећа успијевају да зауставе тренд смањења њиховог спољног дуга, али не успијевају да тај дуг поново повећају. Држава се задужује за планиране пројекте још пар година, након чега и она мора да обустави даље задуживање како јој кредитни рејтинг не би био драматично смањен. Уз уважавање ових претпоставки у табели бр. 79, приказана је процјена будућег кретања девизних резерви НБС.

Табела бр. 79.

Процјена кретања девизних резерви НБ Србије у периоду 2011 - 2015. године (у мил. евра)					
	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Непокривени ²⁰⁴ дио дефицита рачуна роба и услуга	- 2.163,0	- 2.247,3	- 2.344	- 2.461,2	- 2.584,2
Спољни јавни дуг	+ 1.270,0	+ 1.270,0	0	0	0
Спољни дуг банака	+ 183,4	+ 205,7	+ 235,8	+ 285,8	+ 300,2
Спољни дуг предузећа	0	0	0	0	0
СДИ и портф. инв.	+ 1.100,0	+ 1.100,0	+ 1.100,0	+ 1.100,0	+ 1.100,0
Утицај на девизне резерве	+ 390,4	+ 328,4	- 1.008,2	- 1.075,4	- 1.184,0

²⁰⁴ Као што смо у уводном дијелу објаснили претпоставили смо да ће текуће трансакције и рачун дохотка и даље покривати 56,3% дефицита рачуна роба и услуга као што су то чинили и 2010.

Ниво дев. Рез	10.392	10.720,4	9.712,2	8.636,8	7.452,8
---------------	--------	----------	---------	---------	---------

Извор: Властита калкулација изведена на основу претпоставки о наставку постојећих трендова размотрених у табелама: 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 81 и 82.

Као што се види чак и уз наставак постојећих трендова девизне резерве бар до 2013. не би биле значајније угрожене. Ипак, после 2013. долази до брзог пада девизних резерви које са постојећих 34,6% БДП-а падају на 20,9% БДП-а, чиме би кредибилитет НБС али и Владе Србије крајем овог периода био значајно уздрман.

3.2.4. Стабилност финансијског система

Постојање снажне двосмјерне везе између стабилности финансијског система и токова капитала са иностранством, а што се одражава на ниво девизних резерви разлог је да овом питању посветимо одређену пажњу кроз излагање резултата извјештаја ММФ-а и Народна банке Србије.

3.2.4.1. ММФ- Република Србија – Пројена стабилности финансијског система за 2010. годину

За разлику од извјештаја који је ММФ припремио за БиХ 2006. у извјештају за Србију се не посвећује посебна пажња прогнози кретања девизних резерви. Умјесто тога акценат је стављен на утицај раста ненаплативих кредита на адекватност капитала банака. Ипак, поједини дијелови извјештаја обрађују питања која се директно тичу будућег кретања девизних резерви. Тако у Матрици процјене ризика (Risk Assessment Matrix) први ризик који се обрађује је „Смањење спољног финансирања банака и предузећа“ (Reduced external funding of foreign banks and the corporate sector), гдје је у процјену вјероватноће да ће се овај ризик остварити у наредне три године особље ММФ ставило: „Средње висока вјероватноћа“, а у очекиваним утицајима на стабилност финансијског система ако се ризик оствари стављено је; „Висок“ (утицај на стабилност). Из тога видимо да ММФ не искључује проблеме са наставком задуживања приватног сектора у иностранству, што приписује неповољном окружењу за спољно финансирање (Adverse external funding

environment) које убраја у једно од три кључна макроекономска и финансијска ризика. Ипак ови ризици се не налазе у сценаријима и стрес-тестовима због чега ћемо врло кратко изнијети даљи садржај овог извјештаја.

У овом извјештају разматрају се два сценарија:

1. Погоршање ситуације: раст ненаплативих кредита (прелазак у Д и Е категорије) услед додатног пада стварног испод потенцијалног БДП-а за 6,5%, те девалвација за 12%.
2. Кризни сценарио; раст ненаплативих кредита (прелазак у Д и Е категорије) због додатног пада стварног испод потенцијалног БДП-а за 6,5%, девалвације за 25% и повећање каматних стопа за 8%

Резултати стрес-тестова показују да су банке у Србији захваљујући доброј капитализованости у стању да издрже ове шокове са евентуалном докапитализацијом која у најгорем случају износи 0,7% БДП-а Србије тј 20,6 милијарди динара. И посебан тест ликвидности банкарски систем Србије је успјешно прошао.

3.2.4.2. Извјештај о стању у финансијском систему за 2010. годину

Народне банке Србије

Овај извјештај је суштински доста сличан извјештају ЦББХ који смо претходно помињали (ФСАП СБВН 2010). Тако се и овдје ради о прегледу стања у финансијском сектору Србије у 2010. уздрманог кризом, праћеном квантитативном анализом (стрес-тестом²⁰⁵) која се опет као и у БиХ односе на адекватност капитала и ликвидност банкарског сектора. Једина битна разлика тиче се разматрања резултата „Бечке иницијативе“ (FSSP-а). Ова посљедња је у Србији била много обухватнија, са већим бројем мјера него она у БиХ. Ову обухватност мјера НБС, додуше индиректно, објашњава сопственим учешћем у довођењу банака у неповољан положај (услед девалвације курса). Ипак, како садржај овог извјештаја нема претјеране везе са даљим кретањем девизног курса или девизних резерви, нећемо га детаљније излагати.

²⁰⁵ Методологија по којој НБС спроводи стрес-тестове је током 2009. усклађена са ММФ-ом.

3.2.5. Дугорочни проблеми (раст плата и продуктивности)

Бројна истраживања указују да је један од основних проблема који умањује конкурентност Србије пад продуктивности рада изазван бржим растом зарада од раста аутпута. Иако ово није проблем на који НБС може директно да утиче, битно је напоменути да се ради о потенцијалном генератору инфлаторних притисака са чиме се 2007. сложила и мисија ММФ-а у Србији²⁰⁶. Због тога смо жељели да провјеримо да ли је овај проблем заиста постојао, па смо у табели бр. 80, презентовали кретање БДП-а по запосленом и зарада у Србији у протеклом периоду.

Табела бр. 80.

Кретање зарада и продуктивности у Србији 2001 - 2010. године						
	БДП	Број запослених (из Анкете о рад. снази)	БДП/ број запослених (у еврима)	Раст БДП-а по запосленом (у %)	Бруто надница (у еврима)	Раст бруто надница (у %)
2001. ²⁰⁷	12.765,6	3105598	4.110	-	191,9	-
2002.	15.810,4	3000219	5.270	28,2	270,6	41,00
2003.	16.480,6	2918589	5.647	7,1	307,0	13,45
2004.	17.502,8	2930846	5.972	5,76	321,9	4,85
2005.	19.689,9	2733412	7.203	20,6	377,1	17,15
2006.	24.836,4	2630691	9.441	31	522,7	38,60
2007.	28.735,4	2655736	10.820	14,6	607,3	16,19
2008.	30.037,9	2821724	10.645	-1,6	608,0	0
2009.	28.295,3	2616437	10.815	1,6	533,0	-12,30
2010.	28.877,0	2396244	12.052	11,4	520,8	-2,30
Просјечно				13,2		11,63

Извор: Сачињено на основу података Републичког завода за статистику Републике Србије из *Анкете о радној снази 2010*, преузето са: <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/public/PublicationView.aspx?pKey=41&pLevel=1&pubType=2&pubKey=394> (датум увида: 5.5.2011) и *Зараде по запосленом у Републици Србији по окрузима и општинама за децембар 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010*, преузето са: <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=26> (датум увида: 5.5.2011).

Из горње табеле би се могло закључити да *проблем утицаја кретања зарада на инфлацију не постоји*. Наиме, након што је од 2008. до 2010. дошло до пада зарада

²⁰⁶ Мисије ММФ-а у Србији, *Закључна изјава*, Београд, 6. новембар 2007; „Покушаји да се депресијацијом компензује губитак конкурентности, који има своје корене у претераном повећању зарада, спорим структурним реформама и релативно лабавој фискалној политици нанели би штету кредитбилитету монетарне политике и истовремено не би донели одржив подстицај извоза“.

²⁰⁷ Било би адекватније када би нам базна година била 2000. а не 2001. Међутим, како је одмах након 5. октобарских промјена нова власт изједначила званични девизни курс са тржишним нисмо могли да за 2000. добијемо БДП како смо то до сада чинили, а то значи БДП по текућим цијенама подјељен са званичним курсом на крају године.

исказаних у еврима, док је БДП по запосленом порастао (искључиво захваљујући расту незапослености), подаци показују да је раст БДП-а по запосленом у посматраном периоду био бржи од раста зарада. Ипак, ако искључимо податке из периода 2008 -2010. долазимо до сазнања да је *овај проблем постојао*. Тако је просјечна стопа раста зарада у периоду 2002 – 2007. била 19,88%, а стопа раста БДП-а по запосленом 17,87%, што значи да су зараде расле 10% брже од БДП-а по запосленом.

Повратак на трендове од прије 2008. био би лоша вијест за монетарне власти Србије, док би остваривање планова Владе Србије из Посткризног модела развоја Србије 2011 – 2020. у којим се планира раст продуктивности за 19,1% до 2020, била добра вијест.

3.3. Проблеми са којима се суочава ХНБ

Иако је и ХНБ одабрала *de jure* исти режим девизног курса као и Србија (контролисано флукутирање), захваљујући *de facto* разлици, проблеми са којима се ХНБ суочава и начини на које их рјешава су доста различити. Наиме, Хрватске монетарне власти су се определијиле за чврсту контролу курса чиме су практично фиксирале девизни курс са врло благим осцилацијама чак и у дужем временском периоду (што смо показали у табели бр. 37) и због чега Мисија²⁰⁸ ММФ-а говори о режиму сличном пузајућем курсу. Сама ХНБ, односно њени руководиоци²⁰⁹ тврде да је ово учињено, прије свега, да би се неутралисала или бар радикално смањила инфлаторна очекивања.

Са овако одабраном политиком девизног курса, а без интервенција монетарних власти, постоји могућност да би се токови капитала са иностранством директно одражавали на новчану масу, што би у условима обимних капиталних прилива могло да води инфлацији, а у условима одлива девиза дефлацији. Како се Хрватска у посматраном

²⁰⁸ ММФ, Република Хрватска - Извјешће чланова Мисије ММФ-а о консултацијама у вези са чланом IV Статута ММФ-а одржаним 2011, Загреб, 2011, стр. 1.

²⁰⁹ Мартинис, А., Мркаљ, М., Љубај, И., „Прилив капитала и учинковитост стерилизације – оцјена коефицијента стерилизације и *offset* коефицијента“, ХНБ, Загреб, 2010, стр. 4:

„Уз високу разину еуроизације домаћег монетарног састава те уз повезаност инфлацијских очекивања с кретањем течаја домаће валуте, описани приљеви капитала у Хрватску били су међу кључним чиниоцима који су одредили начин провођења и примјене инструмената монетарне политике.“

периоду отворила ка иностранству овај проблем је могао да буде доста изражен. О кретању страних улагања у Хрватску говори табела бр. 81.

Табела бр. 81.

Стање међународних улагања у Хрватску, нето 2001 - 2010. године (у милионима евра)	
2001.	4.204,4
2002.	7.225,7
2003.	10.149,1
2004.	15.369,1
2005.	20.445,6
2006.	30.453,2
2007.	40.180,2
2008.	34.980,8
2009.	38.836,4
2010.	42.301,9

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 121*, табела X16, Загреб, 2006. и *Билтена бр. 171*, табела X16, Загреб, 2011.

Из претходне табеле видимо да су приливи капитала знатно расли у цијелом периоду осим у једној години (2008) у којој доживљавају драматичан пад. Приливи оваквог обима, за привреду величине Хрватске представљају апресијацијске и потенцијално инфлаторне притиске. Тиме се ХНБ заправо суочавала и суочава са двије врсте проблема:

1. Како стабилизovati девизни курс упркос апресијацијским и депресијацијским притисцима? (Што опет зависи од интензитета, правца и дуготрајности притисака за његовом промјеном, инструмената које ХНБ-у стоје на располагању како би стабилизovala токове капитала са иностранством на задовољавајућем нивоу и у крајњем случају од адекватности девизних резерви у случају значајнијих одлива капитала).
2. Како ефикасно стерилисати утицај капиталних токова на новчану масу и тиме одбранили основни циљ монетарних власти – цјеновну стабилност? (Што зависи од ефикасности инструмената монетарне политике у рукама ХНБ-а, посебно у контексту не-изазивања нових прилива капитала из иностранства мотивисаних растом каматних стопа).

Одговори на ова питања биће дати у наставку истраживања.

3.3.1. Ефикасност инструмената монетарне политике

Из претходног видимо да су оба проблема са којима се суочава ХНБ уско повезани са ефикасношћу инструмената монетарне политика којима располаже. Наиме, уз ефикасне инструмента монетарне политике и потреба за девизним резервама је нижа. С друге стране, ако монетарне власти не желе или не могу да стабилизују токове капитала на релацији земља-иностранство на прихватљивом нивоу за очување цјеновне стабилности, начин на који ће извршити стерилизацију њиховог утицаја на новчану масу зависиће од употребљивости појединих инструмената.

Због тога ћемо да покушамо да оцијенимо домете инструмената монетарне политике којима ХНБ располаже²¹⁰.

Прије него што пређемо на овај посао, напомињемо да, из јасних разлога, за разлику од Србије нећемо анализирати канал девизног курса као један од, шире схваћених, инструмената монетарне политике.

3.3.1.1. Операције на отвореном тржишту

Теоретски, операције на отвореном тржишту би се могле користити и као инструмент за стабилизацију токова капитала између земље и иностранства и као инструмент за стерилизацију утицаја капиталних токова на новчану масу. Међутим, улога ООТ у операцијама ХНБ је доста ограничена. Наиме, за разлику од Србије, гдје су ООТ, теоретски, основни инструмент монетарне политике, код ХНБ-а су исте ове операције тек додатни инструмент којим се исправља утицај основних инструмената на ликвидност банака. Тако у Годишњем извјештају ХНБ-а за 2010. годину на стр. 45 стоји: „*Операције на отвореном тржишту се примијењују у сврху исправљања неравнотеже у биланци ХНБ-а насталих због промјена у појединим ставкама које утјечу на понуду и тражњу за*

²¹⁰ ХНБ, *Преглед инструмената и мјера монетарне политике број 4/2011*, Сектор за централнобанкарске операције, Загреб, 2011.

ликвидношћу банковног сустава. Изједначавањем понуде и тражње постиже се фино управљање ликвидношћу те се утјече на минимизирање колебљивости каматних стопа на новчаном тржишту“.

Такође се у раду: „Прилив капитала и учинковитост стерилизације – оцјена коефицијента стерилизације и offset коефицијента“, који се налази на званичном сајту ХНБ-а на странама 4. и 5. се каже: *“Наиме, врло висока еуроизованост домаћег банковног сустава те провођење монетарне политике засноване на стабилном течају домаће валуте увелико ограничава досеге монетарне политике. Трансмисиони механизам монетарне политике преко каматног канала није довољно развијен, због чега се и утјецај средишње банке на монетарна кретања учинковитије проводи помоћу обавезне причуве или других административних мјера. Притом највећи дио примарног новца ХНБ креира откупом девиза на девизном тржишту, док се операцијама на отвореном тржишту примарно служи за краткорочно управљање ликвидношћу.“*

Тек нешто детаљније објашњење зашто ХНБ не користи ООТ интензивније дао је г. Велимир Шоње слjedeћим ријечима: *„Познато је да каматне стопе тржишта новца код нас немају утјецаја на тржиште кредита и дугорочних обвезница. Каматне стопе односно спредови крећу се под утјецајем промјене ризика на које ХНБ нема израван утјецај“²¹¹*

Из свега овога се види да ХНБ у посматраном периоду није ни покушао користити ООТ за управљање дугорочним каматним стопама и посљедични утицај на капиталне токове. Заправо, ову улогу су бар дјелимично преузели благајнички записи ХНБ-а, који немају потенцијал дјеловања који има референтна каматна стопа јер могу дјеловати саму у једном смјеру. О њима ћемо говорити посебно.

3.3.1.2. Обавезне резерве

Обавезне резерве су за ХНБ основни инструмент монетарне политике који се користи у више функција што му омогућава диференцираност по маргиналности, року и валутној структури. Тако се обавезне резерве користе и за димензионирање капиталних

²¹¹ Шоње, В., „Заблуда бр. 1: ХНБ води рестриктивну монетарну политику“, Банка, Загреб, јун 2011, стр. 3.

токова са иностранством (до 2008. су се користиле за успоравање кредитне експанзије, а послије за подстицање) и за стерилизацију. О томе свједоче сљедећи наводи:

„Зато је примарни задатак политике ХНБ-а у цијелом том раздобљу био да димензионира улазак капитала у банковни сустав на начин да он буде подршка одрживом економском расту... Такав приступ монетарној политици ставио је тежиште на одабиру њезиних инструмената на оне који поскупљују екстерне изворе средстава банака, ограничавајући њихову кредитну мултипликацију, односно у крајњој конзеквенци који функционално смањују високе стопе приноса на капитал банака као основни мотив агресивне понуде кредита. У ту сврху ХНБ је првенствено користио и поступно заоштравао мјере изравног утјецаја (ГОР, ОБЗ, минимално потребна девизна потраживања, уз задржавање високе стопе обавезне причуве), а онда комплементарно и пруденцијалне мјере како би оснажио линеарност дјеловања изравних мјера²¹².“

О кориштењу обавезних резерви за стерилизацију прилива капитала који су већ ушли у земљу свједочи и сљедећа реченица: *„Обавезна причува је и у 2010. главни инструмент стерилизације вишка ликвидности у банковном суставу.²¹³“*

Из претходног се види да ХНБ много више вјерује директном утицају који доноси кориштење обавезних резерви, него индиректнијем али тржишнијем дјеловању преко ООТ. На крају ефикасност обавезних резерви у посматраном периоду нико не доводи у питање. Међутим, треба примијетити да се инструмент обавезних резерви у било ком облику не може дуго користити у условима одлива капитала какви су пријетили Хрватској од 2008. Због тога не чуди сљедећа констатација ХНБ-а: *„Мјере средишње банке усмјерене на одржавање вањске ликвидности земље по својој нарави служе искључиво за амортизовање привремених шокова у међународном окружењу, док је њихова учинковитост ограничена у увјетима трајних пријетњи финансијској стабилности повезаних са могућим наставком спорог раста у случају отежања са структурним реформама и фискалном прилагодбом²¹⁴.“*

О структурном и фискалом прилагођавању биће више ријечи касније, али је битно нагласити да је ХНБ у октобру 2008. укинуо ГОР, а до краја 2010. смањио је обавезне

²¹² Рохатински, Ж., „Монетарна политика“, излагање на конференцији хрватског новчаног тржишта у Опатији 8 и 9. маја 2008.

²¹³ ХНБ, „Годишњи извјештај за 2010“, Загреб, 2011, стр. 47.

²¹⁴ ХНБ, Финансијска стабилност 2011, Загреб, 2012, стр. 9.

резеве на 13% (са 17% из 2008). За тумачење ових података битно је присјетити се једне изјаве Гувернера Рохатинског са горе поменутог излагања гдје је он устврдио да ХНБ, ако буде потребе, може смањити обавезне резерве чак до нивоа од 2% (што је минимум који захтијева ЕЦБ).

Из овога закључујемо да инструмент обавезних резерви није исцрпљен, те ће, вјероватно, представљати окосницу ХНБ-а још неко вријеме, али из опрезносних разлога централна банка мора да размишља и о активнијем кориштењу алтернативних инструмената монетарне политике.

3.3.1.3. Дисконтни шалтер

Дисконтни шалтер је присутан у инструментима ХНБ-а у модернизованој варијанти која се назива стално расположиве могућности, али и у облику краткорочних кредита за ликвидност и унутар дневних кредита које ХНБ убраја у „*остале инструменте*“. За стално расположиве могућности је карактеристично да поред опције позајмљивања средстава у облику ломбардних кредита (као код класичних дисконтних шалтера), постоји и могућност краткорочних пласмана вишкова ликвидних средстава ХНБ-у (новчани депозити) уз ниску камату. Као се банке у Хрватској суочавају са вишковима ликвидних средстава, ријетки су случајеви кориштења ломбардних кредита, краткорочних кредита и унутар дневних кредита (у 2010. није забиљежен ни један случај кориштења ломбардних и краткорочних кредита за ликвидност, док су унутардневни кредити кориштени шест дана у току цијеле године). Банке редовно користе преконоћно депоновање ликвидних средстава на шта су у 2010. добијали годишњу каматну стопу од 0,5%.

Из тога можемо закључити како дисконтни шалтер није нарочито битан инструмент монетарне политике, али би евентуално могао да послужи за привлачење краткорочних токова капитала, слично благајничким записима, када би каматна стопа на депозите банака код ХНБ-а била много атрактивнија.

3.3.1.4. Друге административне мјере²¹⁵

У ову категорију спадају, као што смо из излагања Гувернера Рохатинског видјели, за ХНБ преостала два најважнија инструмента монетарне политике: минимално потребна девизна потраживања и благајнички записи ХНБ-а.

3.3.1.4.1. Минимално потребна девизна потраживања

Овим инструментом се прописује минималан постотак девизних обавеза које банке морају да држе у облику девизних потраживања са роком доспјелости до три мјесеца. Како је већина домаћих депозита индексирана у страниј валути, баш као и депозити мајки банака, овај инструмент поставља значајну обавезу за банке. Ипак, у оквиру релаксације монетарне политике од 2008. постотак је смањен са 32% (у 2008.) на 20% (крајем 2010. године).

3.3.1.4.2. Благајнички записи ХНБ-а

Ради се о класичним благајничким записима са роком доспјећа од 35 дана гдје ХНБ вагајући ниво каматне стопе може да повуче (приликом емисије) или убризга (приликом доспјећа) значајна ликвидна средства. Посебна врста ових записа су ОБЗ – обавезни благајнички записи које су банке дужне уписивати према одлуци²¹⁶ ХНБ-а из 2007. Тиме њихова куповина добија смисао административне мјере.

Док основни благајнички записи нису емитовани у току 2010, обавеза куповине ОБЗ је и даље на снази.

Минимално потребна девизна потраживања и благајнички записи ХНБ-а су инструменти антицикличног карактера. Њихова снага је долазила до изражаја у периодима кредитне експанзије финансиране дотоком девиза из иностранства, па су се због тога

²¹⁵ У терминологији ХНБ-а ову су „Остали инструменти“.

²¹⁶ Одлука о упису обавезних благајничких записа Хрватске народне банке, Народне новине бр. 71/07 и 100/07.

нашле на првој линији одбране ликвидности банака од 2008. на овамо. Тиме су њихови капацитети значајно смањени.

3.3.2. Ефикасност спроведене стерилизације

Као што смо већ нагласили, ХНБ је због обимних прилива капитала у периоду 2001 - 2008. године сматрао да је неопходно вршити операције стерилизације како се токови капитала не би прелили у инфлацију. О томе свједоче бројни наводи²¹⁷, па је због тога ефикасност стерилизације постала битно питање за саму централну банку.

Посљедњи рад посвећен овом питању који се може наћи на званичној страници ХНБ-а носи назив: *„Прилив капитала и учинковитост стерилизације – оцјена коефицијента стерилизације и ofset коефицијента.“* Овдје ћемо укратко пренијети закључке тога рада који је статистички доста захтијевно урађен.

У поменутом раду период посматрања је 2000 - 2009. година, док је оцјена коефицијента стерилизације изведена на основу једначине реакције монетарне политике према Cumbyju и Obstfeldu. Ofset коефицијент је изведен на теоријском оквиру који су поставили Kouri и Porter.

Резултат за коефицијент стерилизације је -0,81 што значи да је ХНБ стерилисала преко 80% капиталних прилива у цијелом периоду. Међутим, коефицијент корелације се значајно мијењао у току овог периода. Тако је у првих пар година износио близу -1 (100% стерилизација) да би у 2009. пао на - 0,69.

Резултат за ofset коефицијент је износио -0,48 што значајно умањује ефикасност стерилизације будући да се добар дио директних ефеката стерилизације поништава индиректним ефектима (привлачењем додатног капитала из иностранства као посљедице раста каматних стопа кога стерилизација изазива). Ofset коефицијент се није пуно мијењао у току цијелог периода па је са почетних -0,4 (из 2001. и 2002.) дошао на -0,53 (у 2007. и 2008.)

Из горњих величина аутори рада извлаче сљедећи закључак: „Ипак, оцјењене вриједности коефицијената упућују на то да је, унаточ либерализацији капиталних токова и континуираном јачању прилива капитала тијekom времена, средишња банка успјела

²¹⁷ Рохатински, Ж., „Монетарна политика“, *Економски преглед* бр. 55 (11-12), Загреб, 2004, стр. 1018.-1023.

очувати релативно високу аутономију и учинковитост при вођењу стерилизацијске политике.“ Значи, оцјена стручњака ХНБ-а о успјешности њихове институције је доста висока.

3.3.3. Девизне резерве Хрватске – постојеће стање и очекивана кретања

О адекватности девизних резерви ХНБ-а постоје подјељена мишљења, при чему је мишљење ХНБ-а супротстављено мишљењу већине аналитичара. Тако је ММФ након посјете Хрватској у мају 2011. јасно изразио своје мишљење: „Монетарна политика треба и даље бити усмјерена на постепено повећање међународних резерви, чиме би се придонијело побољшању способности земље за бољу могућност апсорције шокова.²¹⁸“ Овакво мишљење је ММФ засновао на следећим критеријумима:

1. Покривеност увоза девизним резервама од око 6 мјесеци у случају Хрватске се сматра адекватним.
2. Покривеност новчане масе М1 од око 100% у случају Хрватске се сматра адекватним.
3. Покривеност краткорочних спољних обавеза од око 70% у случају Хрватске се сматра неадекватним²¹⁹ (препоручује се 100%).

Значи ММФ констатује да пријетње по девизне резерве Хрватске долазе од великог спољног дуга и посебно његове рочне структуре.

Декларативно, са овим се не слажу у ХНБ-у што се могло видјети из Осврта ХНБ-а на Извјешће мисије ММФ-а о консултацијама у вези са чланом IV Статута ММФ-а одржанима 2011. Тамо се каже: „ХНБ се, међутим не слаже с тврдњом мисије ММФ-а да су међународне причуве релативно ниске, већ поново истиче да су оне адекватне. У ранијем очитовању ХНБ-а већ је образложено што свеобухватна анализа адекватности

²¹⁸ ММФ, *Република Хрватска – Консултације у вези са чланом IV Статута ММФ-а одржане 2011.* (Закључна изјава), број извјештаја 11/159, преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11159.pdf>, датум увида: 15.10.2011, стр. 20.

²¹⁹ ММФ, *Република Хрватска – Консултације у вези са чланом IV Статута ММФ-а одржане 2011.* (Закључна изјава), број извјештаја 11/159, преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11159.pdf>, датум увида: 15.10.2011, фуснота број 8.

висине међународних причува у нашем специфичном случају мора садржати. Таква анализа у Извјешћу је изостала, што и тврђу мисије ММФ-а чини неувјерљивом.“

Шта ХНБ сматра „адекватном“ анализом може се видјети из рада; *„Оптималне међународне причуве ХНБ-а с ендемоном вјероватноћом кризе“*, аутора: Ане-Марије Чех и Ива Крзнара (обоје запослени у ХНБ-у). Овај рад уз обилато кориштење статистике покушава да израчуна оптималне девизне резерве уважавајући два мотива за њихово држање (самоосигурање²²⁰ и превенцију²²¹) док се као разлог за мање акумулирање резерви наводи опортунитетни трошак држања резерви.²²²

Самоосигурање се рашчлањава на четири мотива: отплата краткорочног вањског дуга, пад извоза, одлив депозита мајки банака и повлачење иностране активе домаћих банака и предузећа (који је једина позитивна ставка). Мотиви самоосигурања и превенције се повезују будући да веће девизне резерве са циљ самоосигурања значе и мању шансу за шпекулативни напад.

Закључак овог рада гласи овако: „Само у повољнијем сценарију у којем мајке банке преузимају улогу зајмодавца посљедног уточишта ХНБ држи довољно причува као инструмент самоосигурања и превенције кризе која би се могла догодити у будућности“. У извјештају „Финансијска стабилност 2011.“ на страни 18 ХНБ се опет позива на објашњење како су резерве адекватне јер: *„Знатан дио краткорочног дуга се по преосталом доспјећу односи на дуг банкама мајкама домаћих банака те на дуг предузећа у иноземном власништву према власницима, што знатно смањује ризик рефинансирања“*.

Из претходне реченице видимо да чак и радници ХНБ-а, који су се овим питањем бавили доста детаљно, не тврде експлицитно како су девизне резерве ХНБ-а довољно високе, већ да њихова адекватност зависи од воље страних власника домаћих финансијских и нефинансијских предузећа. У глобализованом свијету овакав закључак није изненађење и могао би се чак позитивно схватити, као потврда да се Хрватска интегрисала у глобалну привреду. Међутим, из истих разлога, горњу изјаву ХНБ-а, како су резерве адекватне, треба схватити прије свега као покушај да се умири јавност и финансијска тржишта. А да финансијска тржишта нису убјеђена у адекватност ових

²²⁰ С циљем ублажавања негативних посљедица кризе на ниво потрошње.

²²¹ Мања вјероватножа наступања кризе ако су резерве веће.

²²² Растом резерви долази до супституције домаће имовине високог приноса са страном имовином релативно нижих приноса.

резерви потврђује, између осталог, висока премија за ризик пламана у Хрватској, што констатује и ХНБ²²³.

3.3.3.1. Пројена средњорочног кретања (2011 – 2015.) девизних резерви ХНБ-а

Са горњим закључком како су девизне резерве ХНБ-а неадекватне ризицима, добија на важности уочавање фактора које ће одредити неке будуће износе истих. У складу са досадашњом праксом, прије него што пређемо на пројекцију будућег кретања девизних резерви, желимо да видимо да ли је и у прошлости било периода када су се девизне резерве налазиле под притиском.

Из података²²⁴ ХНБ-а видимо да су се од 1996. до 2010. девизне резерве смањивале само у двије године: 2004. и 2008. При томе оба смањења су практично занемарљива (2004. -1,8%, 2008.- 2%) и нису се наставила у наредним годинама из чега би се могло закључити да се ради о краткотрајним шоковима.

Међутим, како се свјетској кризи, чије избијање се поклопило са другим падом девизних резерви, за сада не види краја, мораћемо да извршимо детаљнију анализу њеног утицаја на привреду Хрватске како бисмо процијенили да ли ће се резерве наћи под притиском.

Полазну основу представљаће нам табела бр. 82, у којој су приказани макроекономски трендови у Хрватској у периоду 2001- 2010. године.

Табела бр. 82.

Макроекономски трендови у Хрватској 2001-2010. године										
Година	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Кретање РБДП-а (%)	3,7	4,9	5,4	4,1	4,3	4,9	5,1	2,2	-6	-1,2
Трговински дефицит (у мил. евра)	4.603,8	5.960,3	6.974,2	6.727,8	7.518,0	8.344,2	9.434,0	10.793,8	7.386,9	5.945,3
Кредити приватном сектору (у мил. евра)	9.108	12.181,4	13.753,5	15.599,8	19.226,3	23.899,1	27.452,7	30.626,6	30.503	32.280
Јавни дуг ²²⁵ (у мил. евра)	9.257,3	10.069,3	11.099,2	12.631,8	14.478,7	13.775,6	13.987,9	13.444,7	15.845,6	18.391,7
СДИ и портфолио инвестиције	1.995,2	155,2	2.547,2	952,9	88,2	2.364,2	3.858,9	2.461,1	1.588,2	743,6

²²³ ХНБ, *Финансијска стабилност 2011*, Загреб, 2012, стр.14

²²⁴ ХНБ, *Билтен бр. 66*, табела Економски индикатори, Загреб, 2001 и *Билтен бр. 171*, табела Економски индикатори, Загреб, 2011.

²²⁵ Без гаранција које је дала Република Хрватска.

(у мил. евра)										
Број лица које траже запослење преко ДЗС	n/a	n/a	329.79 9	309.87 5	308.73 8	291. 616	264.448	236 741	263.1 74	302. 425
Незапосленост из анкете о радној снази	n/a	266.00 0	256.00 0	249.50 0	229.00 0	198. 500	171.000	149.000	160.0 00	206. 000
Бруто наднице (у еврима)	717,6	721	735	780	847	903	990,4	1.074	1.065	1.05 7
Девизне резерве (у мил. еврима)	5.334	5.651	6.554	6.436	7.438	8.72 5	9.307	9.121	10.37 6	10.6 60

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 121*: Основне информације о Хрватској, табеле: Д2, Х2, Х13, Х17, Х18, Загреб, 2006 и *Билтен бр. 171*: Основне информације о Хрватској, табеле: Д2, Х2, Х13, Х17, Х18, Загреб 2011, те података Државног завода за статистику Републике Хрватске, *Статистичке информације* 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, преузето са: <http://www.dzs.hr/> (датум увида: 17.5.2012).

Из претходне табеле видимо оштру промјену трендова сличну ситуацији у БиХ и Србији, али са одређеним специфичностима. Тако се трендови раста РБДП-а (по стопи од око 4,3%), пада броја незапослених (у периоду 2002 - 2008. број незапослених се смањило за 117.000), раста бруто надница (2001 - 2008. раст за 50%) окрећу у своју супротност (за само двије године кумулативни пад РБДП-а је износио око 7%, број незапослених је порастао за 57.000, док су плате фактички стагнирале). Јавни дуг који се од 2005. до 2008. смањило у апсолутном износу за око 8%, док је у 2009. и 2010. порастао за око 36%. СДИ и портфолио инвестиције су се свеле на ниво 40% просјека из 2006 - 2008. Опет, позитивна страна је пад трговинског дефицита који је на крају 2010. износио око 55% онога из 2008. Кредити приватном сектору и девизне резерве су након краткотрајног пада у 2008. наставили да расту по задовољавајућим стопама.

Чини се да уз пад трговинског дефицита, раст незапослености, стагнацију плата и пад РБДП-а девизне резерве нису обимно кориштене за одржавање текуће потрошње. Међутим, питање социјалне прихватљивости даљег прилагођавања поставља пред нас задатак детаљнијег истраживања ових трендова. При томе ћемо се ослонити на поједностављења донекле слично онима које смо користили при пројекцији кретања девизних резерви Србије. Значи, претпоставићемо да ће рачуни текућих трансфера и дохотка који су остали релативно стабилни у току кризе остати на сличном нивоу (из 2010). Тако ће нам за разматрање кретања текућег рачуна остати да обратимо пажњу на кретање рачун роба и рачуна услуга, али овај пут одвојено. Ово због чињенице да су за Хрватску јако битан извор девиза приходи од туризма²²⁶. За анализу одрживости девизних

²²⁶ Приход од туризма традиционално чине 95% прихода од услуга Хрватске.

резерви требаће нам још и да разматрамо кретање спољног дуга земље, спољног дуга банкарског сектора, спољног дуга привредних друштава и перспективе кретања СДИ и портфолио инвестиција.

3.3.3.1.1. Пројекција кретања дефицита рачуна роба и услуга

При пројекцији кретања рачуна роба и услуга јавља се исти проблем као и код друге двије земље. Предвиђања нису једноставна ни у економски стабилним временима, док је предвиђање у току незавршене кризе са освитом новог погоршања још теже. Ипак ми ћемо кренути од исте констатације коју је ММФ изнио у случају Србије: трговински дефицит је производ структурних слабости било које економије док његов обим зависи, прије свега, од нивоа агрегатне тражње у тој земљи. Тиме се пред нашу пројекцију постављају два битна питања:

1. Да ли ће се Хрватска економија структурно промијенити уласком у ЕУ и тиме неутралисати дефицит рачуна роба, чиме би уз значајне приходе од туризма практично постала нето извозник капитала?
2. Како ће се кретати агрегатна потрошња у земљи?

У тражењу одговора на прво питање кренућемо од анализе података о кретању домаће тражње и нето извоза роба и услуга у протеклом периоду датих у табели бр. 83.

Табела бр. 83.

Кретање домаће тражње у Хрватској у периоду 2001 - 2010. године					
	Домаћа тражња (у мил. евра)	НБДП (у мил. евра)	Нето извоз робе и услуге (у мил. евра)	3/1	3/2
	1.	2.	3.	4.	5.
2001.	27.039,0	25.738	-1.301,0	4,8%	5,0%
2002.	30.864,6	28.189	-2.675,6	8,7%	9,5%
2003.	32.306,2	30.265	-2.041,2	6,3%	6,7%
2004.	35.021,8	33.009	-2.012,8	5,7%	6,1%
2005.	38.170,2	36.034	-2.136,2	5,6%	5,9%
2006.	42.323	39.755	-2.568,0	6,0%	6,5%
2007.	46.457,4	43.390	-3.067,4	6,6%	7,0%
2008.	51.483,4	47.765	-3.718,4	7,2%	7,8%
2009.	47.286,0	45.669	-1.617	3,4%	3,5%

2010.	45.975,7	45.917	-58,7	0,1%	0,1%
-------	----------	--------	-------	------	------

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 121*: Основне информације о Хрватској и табела Х2; Загреб, 2006. и *Билтена бр.171*: Основне информације о Хрватској и табела Х2, Загреб, 2011.

Као што се види, Хрватска економија није успијевала да значајније смањи дефицит рачуна роба и услуга до почетка кризе 2008. иако су процеси ЕУ-интеграција увелико били у току. Да улазак у ЕУ аутоматски не поправља привредну структуру потврђује и чињеница да добар дио држава чланица ЕУ, такође, има трговинске дефиците. Због тога ни улазак Хрватске у ЕУ (који ће се одиграти половином 2013. године) неће преко ноћи ријешити њене привредне проблеме, мада ће бити снажна подршка вишим стопама раста у земљи. Такође, када Хрватска уласком у ЕУ привуче неке нове инвестиције (што је за очекивати) то ће дугорочно допринијети стварању конкурентније економије, али је за очекивати да ће се у прелазом периоду одразити на раст дефицита текућег рачуна.

Оно што је практично избрисало дефицит рачуна роба и услуга у 2010. је различита динамика у кретању рачуна роба и рачуна услуга. Тако је дефицит рачуна роба скоро преполовљен у односу на 2008. док је суфицит рачуна услуга доживио много блажи пад.

Битно питање за Хрватску је да ли су ова кретања, односно ефекти, привремени или трајани. Према нашем мишљењу, али и мишљењу ММФ-а и ХНБ-а²²⁷, након двије године пада РБДП-а Хрватска ће изаћи из депресије, па се очекује пораст дефицита рачуна роба како се тражња у Хрватској буде опорављала. У исто вријеме ће суфицит на рачуну услуга остати мање-више исти што је посљедица економских проблема у ЕУ одакле долази највећи број туриста. Из тога слиједи да ће доћи до раста трговинског дефицита у периоду за који вршимо пројекцију. Квантитативну процјену тог погоршања смо преузели од ММФ-а, који очекује да ће у 2011. дефицит текућег рачуна износит 2,25% БДП-а док ће у средњорочном периоду достићи 5,5% истог²²⁸.

²²⁷ ММФ, *Извјешће чланова Мисије ММФ-а о консултацијама у вези са чланом IV Сатута ММФ-а одржаним 2011, преузето са* : <http://www.hnb.hr/mmf/clanak-iv/2011/h-mmf-konzultacije-clanak-lipanj-2011.pdf>, датум увида: 17.10.2011. - Оквир бр. 1 преузето са.

²²⁸ ММФ, *Извјешће чланова Мисије ММФ-а о консултацијама у вези са чланом IV Сатута ММФ-а одржаним 2011, http://www.hnb.hr/mmf/clanak-iv/2011/h-mmf-konzultacije-clanak-lipanj-2011.pdf*, датум увида: 17.10.2011. - тачка 14.

Због тога ће наша пројекција кретања рачуна роба и услуга изгледати овако: у 2011. дефицит текућег рачуна ће износити 2,25²²⁹% БДП-а, док ће сваке наредне године закључно са 2015. расти за 0,75% БДП, тако да ће на крају 2015. овај дефицит достићи 5,25% БДП-а.

Такође смо прихватили очекивања ММФ-а у погледу стопе раста БДП-а до 2015. године (табела бр. 84).

Табела бр. 84.

Пројекција кретања БДП-а Хрватске 2011-2015. године					
	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Предвиђања ММФ-а	1 ²³⁰ %	1,5%	2%	2,5%	3%

Извор: Сачињено на основу процјене ММФ-а из *Извјешћа чланова Мисије ММФ-а о консултацијама у вези са чланом IV Статута ММФ-а одржаним 2011- Република Хрватска*, табела бр. 5, преузето са: <http://www.hnb.hr/mmf/clanak-iv/2011/h-mmf-konzultacije-clanak-lipanj-2011.pdf> (датум увида: 15.1.2012).

Занимљиво је примјетити да су прогнозе о расту БДП-а Хрватске доста умјереније него код БиХ и Србије, али и да је економија Хрватске конкурентнија од економија друге двије земље што се може видјети из нивоа дефицита текућег рачуна у 2009. и 2010. години, као и из прогноза о његовом будућем кретању.

3.3.3.1.2. Пројекција кретања спољног дуга Хрватске

Са истим образложењем и методологијом са којима смо анализирали компоненте спољног дуга Србије и начинили прогнозе за будућност, учинићемо исто и за Хрватску.

²²⁹ Ова прогноза се показала као нетачна будући да је дефицит текућег рачуна Хрватске у 2011. години износио 431,1 милион евра (Билтен бр. 186 ХНБ-а, табела X 1), што спрам БДП-а од 45.897 милиона евра (Билтена бр. 186 ХНБ-а, табела Економски индикатори), износи испод 1% (тачније 0,93%БДП-а).

²³⁰ Ни ова процјена се није показала тачном будући да је Хрватска у 2011. години забиљежила рецесију (Билтена бр. 186 ХНБ-а, табела Економски индикатори).

3.3.3.1.2.1. Кретање спољног јавног дуга

Из табеле бр. 82. видјели смо да је и у Хрватској у периоду од свега двије године (2009-2010) дошло до раста јавног дуга за 36%. Међутим, како ми посматрамо јавни дуг у функцији извора девиза за покривање потенцијалног дефицита рачуна роба и услуга, неопходно је да поред разматрања цијелог дуга размотримо и његову структуру т.ј спољни и унутрашњи дуг.

Кретање спољног јавног дуга Хрватске у периоду 2001-2010. године представљено је у табели бр. 85.

Табела бр. 85.

Кретање спољног јавног дуга Хрватске 2001-2010. године			
Год.	Спољни јавни дуг (у мил. евра)	Јавни дуг (у мил. евра)	Јавни дуг/БДП
2001.	5.942,4	9.257,3	41,7%
2002.	5.900,3	10.069,3	41,6%
2003.	6.600,6	11.099,2	43,5%
2004.	7.236,1	12.631,8	45,7%
2005.	6.369,8	14.478,7	40,2%
2006.	6.087,1	13.775,6	34,7%
2007.	6.064,8	13.987,9	32,2%
2008.	4.762,0	13.444,7	28,1%
2009.	5.739,4	15.845,6	34,7%
2010.	6.575,0	18.391,7	40,0%

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 121*, табеле X 12 и I3, Загреб, 2006. и *Билтена бр. 171*, табела X13 и I3, Загреб, 2011.

Из претходне табеле можемо видјети да крајем 2010. свега 1/3 јавног дуга отпада на спољни јавни дуг. Такође је од укупног раста јавног дуга у протекле двије године од око 5 милијарди евра, свега око 1,8 милијарди дошло из иностранства, док се за 3,2 милијарде Република Хрватска задужила у земљи. С обзиром да ћемо кретање спољног дуга банака и предузећа разматрати посебно, само су тих 1,8 милијарди представљала извор за покривање дефицита рачуна роба.

Такође можемо да видимо да је јавни дуг досегао 40% БДП-а, што је горња граница за земље као што је Хрватска (по препорукама ММФ-а), и када би се Хрватска држала овог правила јавни дуг би максимално могао расти у складу са растом БДП-а. Међутим, треба имати на уму да Хрватска није фиксно поставила горњу границу јавног дуга као што

су то учиниле Србија, Бугарска и многе друге земље, већ је поставила динамичан циљ. Тако је Закон о фискалној одговорности предвидио смањење буџетског дефицита за 1% БДП-а годишње у наредном периоду, а како би се 2016. достигла буџетска равнотежа. Влада Републике Хрватске је захтијеве претходног закона преточила у Програм господарског опоравка²³¹ и План проведбених активности програма господарског опоравка²³². То значи да се очекује наставак раста јавног дуга по опадајућим стопама што је представљено у табели бр. 86.

Табела бр. 86.

Пројекција буџетског дефицита Републике Хрватске 2011-2015. године						
	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Буџетски дефицит као % БДП-а	5%	4%	3%	2%	1%	0%

Извор: Сачињено на основу података ММФ-а из *Извјешћа чланова Мисије ММФ-а о консултацијама у вези са чланом IV Сатута ММФ-а одржаним 2011- Република Хрватска*, Оквир 4, преузето са: <http://www.hnb.hr/mmf/clanak-iv/2011/h-mmf-konzultacije-clanak-lipanj-2011.pdf> (датум увида: 15.1.2012).

Наша претпоставка је да ће 1/3 тог дефицита бити финансирана спољним задужевањем државе, као што је и досада био случај.

3.3.3.1.2.2. Кретање спољног дуга банкарског сектора у Хрватској

Банкарски сектор је у протеклом периоду и у Хрватској био значајан канал за прилив девиза у земљу (табела бр. 87.), чиме је финансиран пораст агрегатне тражње. При томе, само претварање девизних прилива у кредите није се одвијало по аутоматизму, између осталог и због дјеловања ХНБ-е која је некада пооштравала монетарну политику, да би је у 2008. релаксирала.

²³¹ *Програм господарског опоравка*, Влада Републике Хрватске, Загреб, 2010, стр. 10.

²³² *План проведбених активности програма господарског опоравка*, Влада Републике Хрватске, Загреб, 2010, стр. 1.

Табела бр. 87.

Спољни дуг банкарског сектора Хрватске			
	Обавезе банака ²³³ према иностранству (у мил. евра)	Промена у односу на претходну годину	Спољни дуг банака/БДП
2000.	2.195,7	-	11,0%
2001.	2.547,1	351,4	11,5%
2002.	3.789,6	1.242,5	15,6%
2003.	6.121,1	2.331,5	24,0%
2004.	7.652,4	1.531,3	27,7%
2005.	8.979,6	1.327,4	24,9%
2006.	10.237,1	1.257,3	25,8%
2007.	8.892,6	-1.344,5	20,5%
2008.	10.088,9	1.196,3	21,1%
2009.	10.688,7	599,8	23,4%
2010.	10.760,3	71,6	23,4%

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 121*, табела D10, Загреб, 2006. и *Билтена бр. 171*, табела D10, Загреб, 2011.

Из табеле видимо да је спољни дуг банкарског сектора у апсолутном износу брзо растао до 2006. да би од тада практично стагнирао, док је у релативном смислу (као % БДП-а) чак опадао. Из тога бисмо могли извући прелиминарни закључак како банкарски сектор више није значајан извор девиза за покривање трговинског дефицита (у периоду 2006-2010 спољни дуг банака је порастао за свега 423,2 милиона евра, или око 100 милиона евра годишње). Ипак, овакав закључак тражи нешто темељнију провјеру коју ћемо извршити на следећи начин: упоредићемо кретање кредитне активности банака са слободним средствима истих. Ако се слободна средства смањују, а кредити настављају да расту постоји притисак да се банке додатно задуже у иностранству или прикупе додатну штедњу у земљи како би испратиле кредитну експанзију.

У сврху провођења ове анализе сачинили смо табелу бр. 88.

Табела бр. 88.

Слободна средства банака Хрватске наспрам укупних кредита (у мил. евра)			
	Кредити	Слободна средства банака ²³⁴	2/1
2000.	7.790,0	60,5	0,8%

²³³ У билтенима ХНБ-а ова ставка се води као Иноземна пасива банака и за нашу анализу је битно истаћи да укључује депозите мајки банака и других страних банака код домаћих банака

²³⁴ Слободна средства смо у овом случају изједначили са вишком резерви банака код централне банке уважавајући чињеницу да банке остварују најмању зараду управо на тим средствима а да немају обавезу да их држе због чега би то требао бити први извор за финансирање кредитне експанзије.

2001.	9.897,2	332,4	3,4%
2002.	13.094,3	527,2	4,0%
2003.	14.888,6	748,7	5,0%
2004.	16.786,7	835,4	5,0%
2005.	21.005,7	1.140,4	5,4%
2006.	25.884,6	1.163,5	4,5%
2007.	29.418,3	1.410,9	4,8%
2008.	33.666,8	1.370,9	4,0%
2009.	34.534,3	1.861,4	5,4%
2010.	36.942,2	1.927,2	5,2%

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 121*, табела C1 и D10, Загреб, 2006. и *Билтена бр. 171*, табела C1 и D10, Загреб, 2011.

Закључак који можемо извући на основу претходне табеле је двосмислен. С једне стране кредити настављају да расту релативно брзо (8% у 2010.) што је изнад обима слободних средстава (5,2%). С друге стране чак ни у релативном смислу банке не смањују слободна средства која држе по изузетно ниским каматним стопама код ХНБ-а, што значи да у посматраном периоду није било проблема са ликвидношћу банака и да су користиле неки други извор средстава довољно издашан и довољно јефтин да испрате кредитну експанзију.

С обзиром да спољне обавезе банака не расту ни приближно брзо кредитној експанзији, а да се слободна средства банака не смањују, остаје нам да провјеримо још два извора средстава: штедњу у земљи и страну активу банака.

Да бисмо ово учинили саставили смо табелу бр. 89.

Табела бр. 89.

Домаћа штедња и инострана актива банака у Хрватској (у мил. евра)		
	Депозити	Инострана актива банака
2000.	8.678,0	2.594,0
2001.	13.192,8	4.451,5
2002.	14.272,7	3.490,6
2003.	15.394,6	4.627,0
2004.	16.661,5	5.677,2
2005.	19.172,2	4.823,0
2006.	22.737,0	5.394,2
2007.	27.113,0	6.339,6
2008.	28.048,2	6.860,0
2009.	28.256,8	6.785,6
2010.	29.284,2	6.397,3

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 121*, табела D1 и D2, Загреб, 2006. и *Билтена бр. 171*, табела D1 и D2, Загреб, 2011.

Из претходне табеле види се да је домаћа штедња заправо била највећи, али не и једини извор средстава који је омогућио да се испрати кредитна експанзија. Заправо, од раста кредита банака за 3,27 милијарди евра (који су отишли скоро 100% на раст унутрашњег дуга државе), 1,23 милијарди евра финансирано је порастом домаће штедње, 670 милиона евра је порастао спољни дуг банкарског сектора, 460 милиона евра је смањена страна актива, док је остатак покривен другим изворима финансирања.

За нашу анализу битно је примијетити да је свега 20% кредитне експанзије финансирано задуживањем у иностранству и да банке још увијек имају довољно средстава у свим облицима да испрате даљу кредитну експанзију са сличним омјером раста унутрашњег и спољног дуга банкарског сектора. Због тога усвајамо претпоставку да ће и у средњорочном периоду за који правимо пројекцију, 20% кредитне експанзије бити финансирано из спољних извора док ће остатак долазити из земље.

Тако нам остаје још да направимо пројекцију кретања обима кредита у Хрватској у будућем периоду.

Знајући да обим кредита приватном сектору стагнира у 2009. и 2010. док су расли кредитни пласмани држави и да се 2/3 буџетског дефицита заправо финансира из кредита у земљи, релативно једноставно можемо направити рачуницу колико ће средстава повући банке из иностранства да би финансирале раст јавног дуга. Дакле, ако претпоставке из табеле бр. 90. примијенимо на кретање БДП-а и помножимо са 0,2 (тј. 20% буџетског дефицита се финансира кроз банкарски систем повлачењем средстава из вана) добићемо егзактне цифре раста спољног дуга банака у периоду 2011 – 2015. да би се испратиле потребе државе за средствима.

Остаје нам још да анализирамо раст приватног дуга. Иако је овај дуг стагнирао од почетка кризе, његово даље кретање ће зависити од привредне ситуације²³⁵. При томе табела бр. 51 нам показује да су хрватски грађани и привреда већ високо задужени због чега је тешко очекивати наставак брзог задуживања као у периоду прије кризе (између осталог због сличних разлога које смо навели код БиХ). Због тога, као и у случају БиХ, усвајамо претпоставку да ће њихов даљи дуг расти отприлике по стопама раста БДП-а. Тиме раст кредита држави и приватном сектору сводимо на питање раста БДП-а уз

²³⁵ И сама стагнација приватног дуга у 2009. и 2010. потврђује да је његово кретање повезано са кретањем БДП-а, с обзиром да је БДП Хрватске у истом периоду опадао за 6% и 1,2%, респективно.

претпоставку да ће банке задржати исту структуру приликом финансирања кредитне експанзије (80% домаћи извори, 20% спољни).

При томе се и овдје држимо основане претпоставке како ХНБ свјесна тешке привредне ситуације, неће уводити нове рестриктивне мјере како би смањила кредитну експанзију.

3.3.3.1.2.3. Кретање спољног дуга предузећа

Занимљивост Хрватске није само то што се раније отворила ка свијету, због чега је овај дуг раније почео да расте, него и што је динамика овог дуга била израженија од динамике дуга државе или банака, те да је раст овог дуга успорен тек у 2010. години (табела бр. 90).

Дио објашњења за овакав раст се може наћи у већ помињаном извјештају „Прилив капитала и учинковитост стерилизације“, гдје се на стр. 4 каже: *„Таква кретања дијелимице треба приписати и самим банкама, које су настојале избјећи мјере ХНБ-а усмјерене на успоравање раста иноземне задужености, па су дио својих клијената упућивале на изравно задуживање код својих банака власница“*. Да је ово констатација основана види се када се упореди динамика спољног дуг банака који је достигао свој релативни максимум у 2006. док је дуга предузећа наставио да расте са релативним максимумом на крају нашег посматраног периода (у 2010.)

Табела бр. 90.

Кретање спољног дуга предузећа у Хрватској		
Год.	Спољни дуг предузећа (у мил. евра)	Спољни дуг/БДП
2001.	3.661,8	16,5%
2002.	3.934,7	16,2%
2003.	4.878,4	19,1%
2004.	5.798,1	21,0%
2005.	8.187,1	22,7%
2006.	10.519,8	26,5%
2007.	14.828,3	34,2%
2008.	19.901,0	41,7%
2009.	21.374,8	46,8%
2010.	21.542,1	46,9%

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 121*, табеле Х12, Загреб, 2006. и *Билтена бр. 171*, табеле Х12, Загреб, 2011.

Директним задуживањем у иностранству предузећа су се изложила девизном ризику који проистиче из чињенице да тек мали дио њих спадају у извознике који остварују приходе у страној валути у којој су се задужили. То је скоро па узгред констатовала Мисија ММФ-а у Хрватској када је у Закључну изјаву из маја 2011. ставила и ову реченицу: „Особито забрињава висока иноземна задуженост с обзиром на уску извозну базу“ Оваквим стањем, тј. оволиким спољним дугом предузећа израженим директно у страној валути ХНБ-у су додатно везане руке за било какав покушај манипулације девизном политиком.

Шта ће се даље дешавати са овим дугом зависи од више фактора међу којима су доминантни привредна ситуација у еврозони и привредна ситуација у Хрватској.

Међитим, за потребе наше анализе ми смо усвојили претпоставку о наставак трендова из 2008 – 2010, што значи просјечан раст спољног дуга предузећа за 820 милиона евра годишње.

3.3.3.1.3. Кретање СДИ и портфолио инвестиција

Иако би било површно занемаривати везу страних инвестиција и раста спољног дуга предузећа, већина економиста се слаже да су спољне инвестиције најпожељнији облик прилива капитала у ЗУТ будући да омогућавају инкорпорирање исте у глобалну економију. Због тога, као што смо већ навели, бројне институције користе однос страних инвестиција и БДП-а у једној години као значајан показатељ успјешности транзиционих земаља.

Подаци о стању СДИ и портфолио инвестиција у Хрватској у посматраном периоду приказани су у табели бр. 91.

Табела бр. 91.

Стање СДИ и портфолио инвестиција у Хрватској			
Год.	Стање страних директних инвестиција (нето) - у мил. евра	Стање портфолио инвестиције (нето) - у мил. евра	Укупно
2001.	3.710,2	4.242,2	7.952,4
2002.	4.881,2	3.472,2	8.353,4
2003.	6.751,8	4.258,9	11.010,7
2004.	7.799,6	4.430,0	12.229,6

2005.	10.602,2	3.592,8	14.195,0
2006.	18.948,7	3.347,7	22.296,4
2007.	28.031,2	3.388,6	31.419,8
2008.	18.440,6	2.802,5	21.243,1
2009.	20.401,5	3.062,7	23.464,2
2010.	22.541,8	3.527,1	26.068,9

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 121*, табела X1, X17, X18, Загреб, 2006. и *Билтена бр. 171*, табела X1, X17, X18, Загреб, 2011.

Из табеле се види стални раст страних улагања до краја 2007. када достижу апсолутни максимум. У првој години кризе (2008.) из Хрватске се одлијева преко 10 милијарди евра и то, што је чудно, углавном СДИ-а. У наредне двије године око половине „побјеглих“ средстава се вратило.

Просјек инвестиција у 2009.и 2010. је око 2.400 мил. евра годишње.

3.3.1.4. Пројекције кретања девизних резерви ХНБ-а у периоду 2011 – 2015. године

Жељели бисмо да још једном сажето поновимо претпоставке на којима се заснива ово предвиђање, а оне су: умјерен привредни раст се одражава на нешто спорији раст дефицита текућег рачуна, али и раст спољног дуга банака и државе. Занимљиво је примјетити да би се у том случају власти Хрватске могле наћи под јачим социјалним притиском за напуштање обавеза преузетих у ЗФО. Стране инвестиције и спољни дуг предузећа настављају да расту по темпу из 2009 - 2010. године.

На основу ових претпоставки сачињена је табела бр. 92, која их сумира и показује њихов утицај на будуће кретање девизних резерви ХНБ-а.

Табела бр. 92.

Процјена кретања девизних резерви ХНБ-а 2011-2015. године					
	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Дефицит текућег рачуна	-1.043,5	-1.412	-1.800,0	-2.214,6	-2.661,2
Спољни јавни дуг	773,0	628,0	480,0	328,0	169,0
Спољни дуг банака	74,0	112,0	151,5	193,0	238,0
Спољни дуг предузећа	820,0	820,0	820,0	820,0	820,0

СДИ и портф. Инв.	2.400,0	2.400,0	2.400,0	2.400,0	2.400,0
Утицај на девизне резерве	3.023,5	2.548,0	2.051,5	1.526,4	965,8
Ниво дев. Рез	13.683,5	16.231,5	18.283,0	19.809,4	20.775,2

Извор: Власита калкулација изведена на основу претпоставке о наставку постојећих трендова.

Резултат наставака постојећих трендова је да су се девизне резерве скоро удвостручиле у посматраном периоду што је врло оптимистично предвиђање. Раст у релативном смислу је такође више него задовољавајући. Са почетних 23,2% БДП-а у 2010. години на 41% БДП-а у 2015. години.

Из овога би могли закључити како се девизне резерве Хрватске народне банке не налазе под притиском за разлику од девизних резерви Централне банке БиХ и Народне банке Србије.

3.3.4. Процјена стабилности финансијског сектора Хрватске

Већ смо показали да је већина институција које чине финансијски систем Хрватске успосвила снажне односе са иностранством (било кроз власништво, било кроз задуживање, а у мањој мјери и кроз пласман средстава) због чега би евентуална његова нестабилност могла покренути значајне токова капитала чиме би се извршио притисак на стабилност девизног курса. Због тога овдје у кратким цртама презентујемо налазе ММФ-а и ХНБ-а о кључним ризицима по стабилност финансијског система Хрватске.

3.3.4.1. Процјена стабилности финансијског система Хрватске за 2008. годину према ММФ-у

У садржају овог извјештаја нигдје се директно не помиње ризик по цјеновну стабилност нити ризик од смањења девизних резерви. Међутим, за нашу анализу, а посебно за пројекцију кретања девизних резерви ХНБ-а у будућем периоду, у овом Извјештају има много релевантних мјеста.

Тако се након *Извршног сажетка*, у другом дијелу извјештаја који носи назив *Извори потенцијалног ризика за финансијску стабилност*, наводи да је позадина за

акумулацију ризика био кредитни раст који је довео до раста цијена имовине, повећао трговински дефицит и подигао спољни дуг на ниво који је можда неодржив из макроекономске перспективе (стр. 8). Посебно се наглашава да су кредити становништву досегли 40% БДП-а што је међу највишим омјерима у Источној Европи (стр. 40). Отежавајућа околност је што је кредитни раст био добрим дијелом заснован на индексираним кредитима са промјењивом каматном стопом (стр. 12) те да су банке спустиле критеријуме задуживања како би одобриле кредите и домаћинствима са нижим дохотком (стр.12). Још већи су дугови предузећа (или како то ММФ зове не-финансијских корпорација) који су досегли 59% БДП-а.

Трећи дио, који носи назив *Процјена стабилности финансијског система*, је за нас најзанимљивији, јер се у њему даје квантитативна оцјена досадашњег и будућег кретања.

Тако се констатује да је до 2008. КАР растао, а проценат проблематичних кредита падао. Ипак, најзанимљивији дио за нас су *Стрес-тестови* које су спровели заједно чланови ФСАП тима и ХНБ-а. У њима се анализирају ефекти материјализације горе уочених ризика на адекватност капитала и ликвидност банкарског сектора у Хрватској. У ту сврху су замишљена три негативна макроекономска сценарија:

1. Успоравање економске активности у ЕУ-зони.
2. Успоравање или повлачење капиталних прилива.
3. Пораст каматне стопе на међународном тржишту.

Уврштавање претпоставки из ових макроекономских сценарија је било изведено на следећи начин:

Капитал банака (КАР) се тестира у условима пораста проблематичних кредита за 50-200%, депресијације куње за 5 до 30%, раста каматних стопа од 50 до 500 базичних поена, пада тржишне вриједности акција за 50%.

Резултат: успоравање економске активности у ЕУ и раст каматних стопа на међународном тржишту би имали значајан утицај на адекватност капитала банака у Хрватској. Међутим, банке би остале изнад регулаторног минимума од 10%. Ако би пак дошло до прекида капиталних прилива утицај би био знатно већи па би читав систем пао испод регулаторног минимума док би пет банака постало несолвентно (стр. 39).

Ликвидности банкарског сектора се тестира у условима повлачења од 10 до 35% обавеза са роком доспјећа до једног мјесеца и исто толико обавеза са роком доспјећа до

три мјесеца. Банке су подијелене на велике, средње и мале те на банке у власништву странаца, државе и домаћих акционара.

Резултат: по оцјени ММФ-а, ризик ликвидности је значајан (стр.39)

Од осталих дијелова овог извјештаја занимљив нам је однос ММФ-а ка мјерама које је ХНБ предузимао да смањи кредитни раст. Тако се у четвртом дијелу рада који носи назив „*Умањење ризика: регулаторна и супервизијска питања*“ наводе сви инструменти монетарне политике са датумима њиховог увођења и тренутним нивоом. ММФ-ова оцјена је да су ови инструменти дали одређен резултат, али да их треба укидати или замјенити тржишним инструментама. Што се тиче регулације и супервизије финансијског система ММФ сматра да су власти изградиле ефикасан оквир, али препоручују јачу сарадњу ХНБ-а и ХАНФА-е (мада већ постоји меморандум о разумјевању).

У петом (и посљедњем) дијелу *Управљање ликвидношћу и планирање за нежељено* ММФ наглашава да је добро што ХНБ нуди банкама услугу „креатора посљедњег уточишта“ јер би им с обзиром на резултате стрес тестова могла затребати. Анализа показује и да се ова средства банке могу добити тек у нужди, уз колатерал и по каматној стопи вишој од тржишне што је за похвалити. Препоручују се одређена побољшања када се ради о процедури затварања банака како би у случају потребе процедура била ефикаснија. На крају се препоручује да ХНБ ступи у контакт са банкама-мајкама домаћих банака (што је касније постало познато као Бечка иницијатива) с обзиром да су стрес тестови показали важност капиталних прилива за одржавање стабилности финансијског система.

3.3.4.2. ХНБ: Финансијска стабилност за 2011. годину

Овај извјештај би се могао назвати и ФСАП-ом у издању ХНБ-а. Иако је по садржани много једноставнији од ММФ-овог пандана (садржи *Општу оцјену главних ризика, Макроекономско окружење и Анализу по секторима*) теме које обрађује су практично исте.

Тако се још у Општој оцјени главних ризика констатује како основни ризик извире из „наставка кризе на тржишту државног дуга европских периферних земаља“ што је повезано са „ризиком по финансијску стабилност који извире из велике вањске

рањивости“. Такође се тврди да је „добро капитализован банкарски сектор и даље отпоран на материјализацију неповољног макроекономског сценарија“.

У другом дијелу детаљније се излаже стање у ЕМУ са објашњењем различитих приједлога за превазилажење ситуације. Што се тиче Хрватске констатује се да је неопходно *„одлучном provedбом политика фискале и структурне прилагодбе смањити рањивост на застој прилива капитала и потакнути динамизирање раста те на тај начин ојачати повјерење финансијских тржишта у солвентност земље.“*

У дијелу Сектор државе прецизира се да је потребно *„зауставити раст јавног дуга како би се смањила премија за ризик земље, а тиме и цијене капитала у земљи“*. Такође се позива на придржавање Закона о фискалној одговорности јер *„већ је достигнута разина која упозорава на повећани ризик солвентности.“* У овом дијелу се констатује још једном да око 37% јавног дуга отпада на спољни дуг али да је чак 75% укупног јавног дуга индексирано. Такође се наводи да на наплату доспјева око 20% јавног дуга, што по оцјени ХНБ-а није много, због чега је *„течајни ризик релативно већи проблем него ризик рефинансирања.“* Изводи се и квантитативна оцјена одрживости јавног дуга уз низ претпоставки који се свode на примјену просјечних стопа раста из периода 2001 -2010. уз поштовање ЗФО итд. Резултат је да би државни буџет Хрватске први пут у 2016. остварио суфицит и то у износу од 0,7% БДП-а. Проблем са овим сценаријом је што би до 2016. јавни дуг већ достигао 50% БДП-а што повећава ризик земље због чега ХНБ сугерише консолидацију снажнију од оне предвиђене ЗФО-ом.

У дијелу Сектор домаћинства констатује се како: *„Још увијек растући ризик незапослености уз високу разину каматне и валутне изложености можда ће кућанствима отежати отплату постојећих кредита.“*

У сектору некретнина прогнозе су сљедеће: *„Значајан опоравак стамбенога кредитирања и раст цијена стамбених некретнина још се не може очекивати“*

Што се тиче стања у сектору нефинансијских предузећа констатује се једна врло битна чињеница. Тако ХНБ истиче како се: *„Дуг нефинансијских предузећа наставио повећавати умјереном динамиком, а прираст домаћих и прираст иноземних кредита приближавају се одрживим разинама.“* Такође се напомиње како је материјализација кредитног ризика у сектору предузећа задала снажан ударац зарадама хрватских банака те како удио лоших кредита предузећа наставаља да расте.

У дијелу *Банкарски сектор* се изражава увјерење да ће доћи до успоравања раста трошкова везаних за лоше кредите, та да ће привредни опоравак повећати тражњу за кредитима, што ће по оцјени ХНБ-а, уз успоравање раста лоших кредита оснажити капитализованост банака и ојачати финансијску стабилност. ХНБ по препорукама ММФ-а редовно проводи краткорочне стрес-тестове за банкарски сектор како би се на вријеме уочила евентуална потреба за докапитализацијом, а чија се методологија и резултати дају у овом извјештају. Тако се разматра тзв. „темељни сценарио“ који садржи раст БДП-а од 1% и одржавање курса куне спрам евра непромјењивим. По овом сценарију удио лоших кредита до краја 2011. би могао достићи 14%. То не би био проблем будући да би нето приход банака био довољан да апсорбује ове губитке и чак повећа КАР за 2%. У знатно тежем „шок сценарију“ који подразумјева пад БДП-а за 0,5% и депресијацију куне за 10% удио лоших кредита би достигао 20% што се не би могло покрити из добити па би дошло до пада капитала за 1,7%.

3.3.5. Дугорочни проблеми (раст плата и продуктивности)

Већ смо помињали да је ММФ у свом извјештају из 2011. нагласио потребу за смањењем зарада како би Хрватска извршила унутрашње прилагођавање, а с обзиром да јој стабилан девизни курс онемогућава да споведе девалвацију. Видјели смо и да ХНБ у свом одговору износи мишљење како је то непотребно. Због тога је битно питање да ли је раст зарада у протеклом периоду надмашивао раст новостворене вриједности стварајући тиме инфлаторне притиске. Зато смо сачинили табелу бр. 93, из којој се види кретање зарада и продуктивности у Хрватској у периоду 2001-2010. године.

Табела бр. 93.

Кретање продуктивности и надница у Хрватској 2001-2010. године						
	БДП (мил. евра)	Број запослених (из Анкете о рад. снази)	БДП/ Запослени (у еврима)	Раст БДП-а по запослен. (у %)	Бруто наднице (у еврима)	Раст бруто надница (у %)
2001.	25.738	1 316 844	19.545	-	698	-
2002.	28.189	1 359 015	20.742	6,1%	739	5,9%
2003.	30.265	1 392 514	21.734	4,8%	758	2,6%

2004.	33.009	1 409 634	23.417	7,7%	800	5,5%
2005.	36.034	1 420 574	25.366	8,3%	868	8,5%
2006.	39.745	1 467 876	27.076	6,7%	934	7,6%
2007.	43.390	1 516 909	28.604	5,6%	990	6,0%
2008.	47.765	1 554 805	30.720	7,4%	1.074	8,5%
2009.	45.669	1 498 784	30.470	-0,8%	1.065	-0,8%
2010.	45.917	1 432 454	32.055	5,2%	1.057	-0,7%
				64,0%		51,4%

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 171, табела: Економски индикатори*, Загреб, 2011, те података Државног статистичког завода Републике Хрватске, *Статистичка извјештаја за 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, Приођења 9.1.1./2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, преузето са: <http://www.dzs.hr/>* (датум увида: 12.2.2012).

Из горње табеле би се могло закључити да проблем бржег раста зарада од продуктивности није постојао. Чак и ако би искључили период крај 2008 - 2010. раст новостворене вриједности по запосленом је био бржи од раста зарада (57% наспрам 53,9%). Због тога се може закључити да зараде нису биле извор инфлаторних притисака мада би, наравно, бржи раст продуктивности био пожељан за Хрватску.

Прије него што пређемо на сљедећи дио рада сматрамо важним да сумирамо резултате наше анализе одрживости постојећих режима девизних курсева у све три земље.

И поред тога што се ради о три географски блиске земље, околности у њима се значајно разликује.

У најнеповољнијој ситуацији је БиХ, чије би се девизне резерве у будућности могле наћи под најснажнијим притиском због смањеног дотока капитала из иностранства кроз банкарски сектор уз скоро исцрпљену могућност даљег спољног задуживања земље и и даље ниских страних инвестиција.

У доста повољнијој ситуацији је Србија, чије би се девизне резерве могле наћи под знатно слабијим притиском, прије свега захваљујући значајно вишим страним инвестицијама, али и нижој задужености грађана због које би банке могле још један период наставити кредитну експанзију.

У најповољнијој ситуацији је Хрватска за коју резултати наша анализа предвиђају наставак раста девизних резерви и у будућности. Ово се објашњава знатно нижим почетним дефицитом текућег рачуна (будући да дефицит рачуна роба највећим дијелом покрива суфицит рачуна услуга тј. приходи од туризма), те на солидним страним инвестицијама у Хрватску и чињеници да се хрватска предузећа настављају задуживати у

иностранству за разлику од босанских и србијанских која су приморана да овај дуг смањују.

С обзиром да се политика девизног курса не може стриктно одвојити од ширег оквира монетарне политике, размотрили смо и проблеме са којима се сусрећу монетарне власти у вези са ефикасношћу инструмената монетарне политике преко којих се, између осталог, утиче на девизне курсеве.

Закључили смо да Народна банка Србије има доста проблема са проналаском адекватног инструманата монетарне политике што је узроковано високим степеном евроизације финансијског система Србије. Хрватска народна банка се, пак, определијелила углавном за административне мјере које показују више ефикасности, док ЦББХ има на располагању само један инструмент ограничених могућности.

Такође су пратеће анализе показале да су финансијски системи у све три земље доста стабилни и да се не очекују притисци на девизне курсеве са те стране.

ДИО IV - ДЕВИЗНИ КУРС КАО ФАКТОР КОНКУРЕНТНОСТИ И УНАПРЕЂЕЊА ПЛАТНОБИЛАНСНИХ ПЕРФОРМАНСИ БИХ, СРБИЈЕ И ХРВАТСКЕ

Кроз претходна два дијела смо одговорили на питање да ли је пожељно и да ли је могуће очувати постојеће оквири монетарне политике с обзиром на претходна искуства. У наредна два ћемо отићи корак даље. У њима ћемо се окренути будућности како бисмо одговорили на два додатна битна питања:

1. Да ли је могуће користити девизни курс као фактор (повећања) конкурентности посматраних земаља и
2. Које реформе у реалном и финансијском сектору је потребно предузети да би се повећала конкурентност и тиме осигурала дугорочна стабилност девизних курсева?

Ову анализу ће нам донекле бити лакше провести за Србију, код које су промјене (номиналног) девизног курса чешће и веће, него за БиХ и Хрватску, код којих ће нам закључци бити упитнији због високог степена стабилности девизног курса и ниских стопа инфлације у посматраном периоду, чиме су и годишње промјене реалног девизног курса релативно мале па и њихови ефекти теже мјерљиви.

Додајмо, свему претходном, да је битно примијетити да поједина истраживања за Србију и Хрватску, која се ослањају на мјерење цјеновне еластичности извоза и увоза (тј. испуњености Маршал-Лернер-Робинсоновог услова) занемарују битан контекст кориштења политике девизног курса, а то је утицај промјене номиналног курса на инфлацију, чиме се у крећем или дужем року неуралишу позитивни ефекти девалвације, па ни виша цјеновна еластичност извоза или увоза неће дати дугорочне ефекте на смањење трговинског дефицита.

4.1. Девизни курс као фактор конкурентности БиХ

Као што смо већ истакли номинални девизни курс КМ/евро је фиксиран за ДМ релативно давне 1997. године. Због тога је било каква политика девизног курса у протеклом периоду била искључена. Заправо, у свим пројекцијама будућих кретања других макроекономских варијабли у БиХ, а које су састављали ММФ, Свјетске банке, ДЕП, итд., увијек се полазило од претпоставке непромијењивости девизног курса и у будућем периоду.

Међутим, то не значи да је немогуће вршити испитивање утицаја девизног курса на платни биланс (или на поједине његове ставке). Заправо, како је ЦББХ фиксирала само један и то номинални курс постоје бројне могућности.

Тако је, рецимо, могуће испитивати утицај промјене номиналног курса спрам валута битних трговинских партнера (Србије, Хрватске), спрам валута за које се вежу значајни финансијски токови (америчког долара, швајцарског франка), затим утицај промјене реалног девизног курса чак и спрам евра, али и других валута те можда најважније, утицај промјене мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса.

Битно је и питање на шта мјеримо утицај девизног курса?

Зато ћемо укратко поновити које су ставке платног биланса под потенцијално значајним утицајем кретања (реалног) девизног курса.

За рачун роба се сматра да под одређеним околностима (Маршал-Лернер-Робинсонов услов, постојање неискориштених капацитета и одгођеност значајнијих ефеката девалвације на инфлацију) може бити под значајним утицајем девизног курса. Што се тиче рачуна услуга, његова осјетљивост на девизни курс такође зависи од испуњености одређених околности (које услуге земља пружа, постоји ли конкуренција, колико су те услуге битне за компаније које их пружају итд). Финансијски рачун је специфичан јер није под директним утицајем девизног курса већ зависи, у начелу, од разлика у степену приноса у земљи и иностранству и разлика у ризику. Међутим, као сложен рачун који обухвата различита кретања капитала (и мотиве које стоје иза њега) поједине ставке могу бити под одређеним утицајем девизног курса. Тако нпр. некада се региструје значајан прилив шпекулативног капитала у земље које покушавају да гарантују стабилан девизни курс, али постоје основане сумње да то нису у стању. С друге стране

дугорочан капитал углавном жели стабилан (или предвидив) девизни курс и то је један од битних разлога који опредељује стране инвеститоре за инвестирање у ту земљу. У начелу, земља са малим унутрашњим тржиштем и непредвидивом вриједношћу девизног курса није интересантна за стране инвеститоре.

Са друге стране, текући трансфери и рачун дохотка нису практично ни под каквим утицајем девизног курса.

Из претходног се може видјети да је ставка платног биланса коју смо већ оцијенили као најпроблематичнију за БиХ (Рачун роба), уједно и под потенцијално најдиректнијим и највећим утицајем кретања девизног курса. Због тога ће фокус наше анализе бити утицај девизног курса на рачун роба, мада ћемо у неким дјеловима анализирати и утицај девизног курса на текући рачун.

Анализу за БиХ ћемо (с обзиром да не постоје званична истраживања на ову тему) провести на два начина и то кроз:

1. Индиректну анализу у којој ћемо размотрити структуру извоза и увоза, чиме ћемо само угрубо провјерити испуњеност Маршал-Лернер-Робинсоновог услова за БиХ полазећи од сазнања да одређене врсте роба карактерише већа или мања еластичност тражње.
2. Директну анализу у којој ћемо се ослонити на тражење законитости у кретањима реалног девизног курса и трговинског дефицита. При томе ћемо користити више врста реалних девизних курсева почевши од мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса преко билатералног реалног курса КМ/евро, до билатералног реалног курса КМ/ динар.

Након провођења анализе утицаја реалног девизног курса на робну размјену БиХ са иностранством, размотрићемо и друге факторе који потенцијално имају значајан утицај на ову размјену.

4.1.1. Структура извоза и увоза као индиректан показатељ еластичности трговинског дефицита на промјене девизног курса

Иако, колико је нама познато, никада није извршено егзактно мјерење цјеновних еластичности извоза и увоза у БиХ (што је објашњено одлучношћу да се задржи систем валутног одбора неограничено дуго), постоји консензус, да се о овим показатељима може стећи приближна слика помоћу анализе структуре извоза и увоза. Ово се заснива на емпиријски провјереној чињеници да неке групе производа карактерише већи, односно мањи степен цјеновне еластичности. У суштини висока цјеновна еластичност карактерише хомогене производе и производе за које постоје блиски супститути, док нижа цјеновна еластичност карактерише диференциране производе, производе за којим не постоје блиски супститути и који су неопходни за одржавање привредне активности и основних животних потреба становништва.

Подаци о структури извоза дати су у табели бр. 94.

Табела бр. 94.

Најважнији извозни производи БиХ		
Врста извозне робе	Вриједност извоза у периоду јан. – децембар. 2010. (у милионима КМ)	Учешће (%) у укупном извоза
Базични метали	1.609.019	22,7%
Производи минералног поријекла	1.215.661	17,1%
Машине, апарати	696.330	9,8%
Производи хемијске индустрије	488.657	6,9%
Дрво и производи од дрвета	424.182	6,0%
Обућа, шешири, капе	412.399	5,8%
Текстил и текстилни производи	316.002	4,5%
Укупно		72,8 %

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табела бр. 37, Сарајево, 2011.

Из горњих података се види да скоро 50% извоза отпада на базне метале (челик, алуминијум), производе минералног поријекла и дрво које карактерише значајна хомогеност и у свјетским оквирима, што значи и висока цјеновна еластичност.

Занимљиво је и да смо, да бисмо обухватили 70% вриједности извоза, морали презентовати податке за чак седам група производа што говори да извозна база из БиХ, ипак, није тако уска да се сведе на пар сировина што би опет могло да се протумачи како чињеница која иде у корист већој еластичности. Ипак, овдје на сцену ступа други ограничавајући фактор, а то су капацитети БиХ привреде. У краћем временском периоду немогуће је додатно повећати производњу нпр. електричне енергије, јер постојећи капацитети и данас раде са високим степеном искориштености, природни ресурси, као дрво, ограничени су годишњим прирастом дрвне масе, а производња алуминијума и челика је, такође, ограничена постојећим производним капацитетима, од којих неки функционишу на застарјелој технологији (прије свега челичане) која прави превисоке трошкове по јединици производа. Нешто боља ситуација је код извоза машина и текстила, јер ту постоје неискориштени капацитети. Ипак, узевши заједно, прелиминаран закључак је да монетарне мјере не би могле значајније утицати на повећања извоза, јер БиХ нема могућност извозне експанзије због ограничене понуде производа из реалног сектора.

Подаци о структури робног увоза су дати у табели бр. 95.

Табела бр. 95.

Најважнији увозни производи у БиХ		
Врста увозне робе	Вриједност увоза у периоду јан. - децембар 2010. (у милионима КМ)	Као проценат увоза
Производи минералног поријекла	2.743.897	20,2%
Машине, апарати	1.764.349	13,0%
Базни метали	1.209.186	8,9%
Производи хемијске индустрије	1.345.707	9,9%
Прехрамбене прерађевине	1.425.223	10,5%
Транспортна средства и њихови дијелови	755.564	5,5%
Пластичне масе, гума и каучук	725.141	5,3%
Укупно		73,3%

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табела бр. 38, Сарајево, 2011.

Из претходне табеле види се да је седам група производа чинило преко 70% увоза у БиХ. Појединачно највећу ставку увоза чине нафта и нафтни деривати за које код нас не

постоје адекватни супститути (претходно смо рекли да су могућности за повећање производње електричне енергије код нас тренутно ограничене капацитетима), те је еластичност тражње за њима врло ниска. Такође, БиХ као планинска земља ни уз најбоље напоре не би била у стању да произведе довољне количине неких пољопривредних производа (нпр. житарица), па је цјеновна еластичност и за њима ниска. О ниској еластичности домаће тражње за увозним прехранбеним производима свједочи чињеница да су они практично једина ставка увоза која се није смањила²³⁶ у 2009. години, иако је комплетан увоз у односу на 2008. годину смањен за, у просјеку, 26 %. Такође, тражња за базним металима (највише су увожене врсте челика и алуминијума које се не производе у БиХ и због тога не могу бити супституисане) условљена је нивоем привредне активности у металуршком сектору. За машине, алате и транспортна средства се може претпоставити нешто виши ниво цјеновне еластичности, мада и овдје треба имати на уму да у БиХ не постоје адекватни супститути за ове производе (у БиХ постоји само једна монтажна линија када се ради о производњи аутомобила, а ни производња технички сложенијих машина, апарата и сл. није на високом нивоу). Из свега наведеног можемо закључити да је низак ниво цјеновна еластичност увоза последица ниског коефицијента супституабилности истог.

4.1.2. Однос између кретања реалног девизног курса и спољнотрговинског дефицита

Након индиректне анализе која се базирала на посматрању структуре извоза и увоза, сада ћемо приступити и директнијој анализи која ће се заснивати на разматрању (не)постојања заједничког кретања реалног девизног курса и спољнотрговинског дефицита Босне и Херцеговине.

При томе ова анализа ће обухватати различите реалне девизне курсеве, почевши од мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса као најопштијег, до различитих билатералних реалних курсева (реалних девизних курсева спрам неколико најбитнијих трговинских партнера) и за њих везане спољнотрговинске рачуне.

²³⁶ Додуше, овдје се прије ради о доходовној, него цјеновној еластичности.

4.1.2.1. Кретање реалног девизног курса РЕЕР 20²³⁷ и трговинског дефицита

Као што смо још у уводном дијелу нагласили, за оцјену утицаја девизног курса на конкурентност једне земље се прије свега користи мултилатерални реални девизни курс. За БиХ овај курс израчунава ЦББХ, али тек од 2002. године. Како је РЕЕР базни индекс и трговински дефицит смо морали представити у облику базног индекса. Кретање РЕЕР-а 20 и индекса трговинског дефицита дато је у табели бр. 96.

Табела бр. 96.

Кретање РЕЕР 20 ²³⁸ и трговинског дефицита БиХ		
Година	РЕЕР 20 (база = 2001.)	Индекс трговинског дефицита (база = 2001.)
2001.	100,00	100,0
2002.	98,93	117,4
2003.	98,50	118,1
2004.	100,10	127,8
2005.	99,97	145,7
2006.	97,88	123,2
2007.	100,44	157,8
2008.	99,09	189,8
2009.	98,41	134,9
2010.	99,44	129,0

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтен 4-2010*, табела бр. 34. и 50, Сарајево, 2011.

Већ простим посматрањем кретања мултилатералног (ефективног) реалног курса и трговинског дефицита уочљиво је одсуство било какве систематске везе.

Користећи горе изнијете податке направили смо једноставну линеарну корелациону анализу чији резултати су добијени коефицијенат просте линеарне корелације између двије посматране варијабле на нивоу: $g_{xy} = 0,142$ и детерминације од 0,02. За тумачење добијених вриједности коефицијента, користили смо књигу „Статистика“, аутора Блажић-Драговић гдје су аутори дали тумачење ових показатеља. У овој књизи се за вриједност коефицијента детерминације од 0 до 0,25 каже да: „за вриједност коефицијента детерминације од 0 до 25 сматрамо да је степен јакости везе незнатан и обично се занемарује.“

²³⁷ Индекс формиран на основу пондера двадесет трговинских партнера (Аустрија, Чешка, Француска, Њемачка, Мађарска, Италија, Ливанија, Холандија, Пољска, Словенија, Хрватска, Кина, Велика Британија, БЈР Македонија, Румунија, Руска Федерација, САД, Србија и ЦГ, Швајцарска и Турска).

²³⁸ Ibid.

Горња анализа је само статистички потврдила оно што смо у начелу већ знали: ЦББиХ је стабилизовала не само номинални већ и реални девизни курс (захваљујући релативно ниској просјечној инфлацији у земљи) тако да он није могао бити значајна детерминанта трговинског дефицита.

4.1.2.2. Кретање билатералног реалног девизног курса КМ/евро и трговинског дефицита БиХ/ЕМУ -17

Бројна истраживања сугеришу да је валутама ЗУТ иманентан раст реалне вриједности, односно тренд ап्रेसијације реалног девизног курса спрема валута за коју су везане. Ова појава је уочена и у БиХ. Због тога постоји реална шанса да се реални девизни курс КМ/евро значајније промијенио (ап्रेसирао) него мултилатерални (ефективни) реални девизни курс. Какав је ово имало утицај провјерићемо анализом трговинског дефицита БиХ спрема земаља еурозоне. Кретање билатералног реалног девизног курса и трговинског дефицита спрема земаља ЕМУ 17 дато је у табели бр. 97.

Табела бр. 97.

Кретање реалног курса КМ/евро и трговинског дефицита БиХ са ЕМУ 17		
	Билатерални реални девизни курс КМ/евро	Трговински дефицит спрема земаља ЕМУ - 17 (у мил. КМ)
2005.	1,9160	2.964
2006.	1,8456	1.733
2007.	1,8565	2.450
2008.	1,7845	2.986
2009.	1,7982	2.121
2010.	1,7894	1.471

Извор: Сачињено на основу табеле бр. 2 из рада и табеле бр. 11 из Додатка.

Као што се види, и без израчунавања корелације је јасно да никакве чврсте везе није било. Трговински дефицит се значајно кретао на горе и на доле под утицајем других фактора (у 2006. увођења ПДВ-а, у 2009. прелијевања свјетске кризе на БиХ) док је билатерални реални курс у овом периоду благо апресирао.

4.1.2.3. Кретање реалног курса КМ/динар и трговинског дефицита БиХ/Србија

Ако претходна анализа показује да не постоји значајна корелација између кретања реалног девизног курса БиХ и остатака свијета, односно еврозоне, занимљиво је питање да ли кретање реалног девизног курса спрема спољнотрговинских партнера на сличном нивоу развоја има ефекте на њихов међусобни однос. То смо покушали да провјеримо на примјеру трговинског односа БиХ/Србија.

Податке о кретању билатералног реалног девизног курса КМ/динар и спољнотрговинског рачуна између ове двије земље дали смо у табели бр. 98.

Табела бр. 98.

Кретање билатералног реалног курса КМ/динар и трговинског рачуна		
БиХ/Србија		
Година	Билатерални реални девизни курс КМ/динар	Трговински суфицит/дефицит БиХ/Србија (у милионима КМ)
1999.	23,775	140
2000.	9,757	- 25
2001.	13,34	57
2002.	14,54	276
2003.	14,662	274
2004.	14,815	500
2005.	14,616	548
2006.	14,396	435
2007.	16,684	638
2008.	16,49	784
2009.	14,9452	542
2010.	15,078	535

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 4-2010*, табеле бр. 2. и 37, Сарајево, 2011, и табеле бр. 12 из Додатка.

И овде је тешко уочити било какву чвршћу везу у кретањима девизног курса и трговинског дефицита. Шта више, примјеном регресионе анализе долазимо до коефицијента просте линеарне корелације од 0,175 и коефицијент детерминације од 0,03, што су вриједности које се могу занемарити. То нас наводи на закључак да је кретање реалног девизног курса било крајње маргиналан фактор у детерминисању трговинске размјене између ове двије земље.

Да сумирамо. Наше анализе утицаја девизног курса на трговински дефицит БиХ показује да девизни курс није био значајна детерминанта тог дефицита без обзира који реални девизни курс и робну размјену посматрали.

4.1.3. Други фактори који потпуније објашњавају кретање трговинског дефицита БиХ

Претходне анализе нам показују да девизни курс није фактор који је у прошлости детерминисао кретање трговинског дефицита, а одсуство чак и иоле значајније корелације у претходна три теста (за свијет, ЕМУ и земљу на сличном нивоу развоја) нам сугерише да је мало вјероватно да је девизни курс употребљив инструмент за исправљање спољнотрговинске неравнотеже.

Када се ради о факторима који су детерминисали кретање трговинског дефицита, још раније смо поменули неколико потенцијално значајних чинилаца као што су кретање БДП-а, прилив капитала кроз банкарски сектор, буџетски дефицит итд, а чији утицај ћемо сада испитати.

Потенцијални утицај БДП-а на трговински дефицит смо објашњавали недостатком сировина, али и неадекватном привредном структуром. Због ње, односно недостатка реформи које би БиХ учиниле конкурентнијом земљом, раст БДП-а био је праћен растом трговинског дефицита.

Кретање БДП-а и трговинског дефицита је приказано у табели бр. 99.

Табела бр. 99.

Кретање НБДП-а и трговинског дефицита БиХ (у мил. КМ)		
Година	НБДП	Трговински дефицит
1998.	7.437	4.077
1999.	8.604	4.672
2000.	10.713	4.318
2001.	11.599	5.076
2002.	12.829	5.958
2003.	14.689	5.996
2004.	15.946	6.487
2005.	17.157	7.395
2006.	19.272	6.224
2007.	21.778	7.962
2008.	24.717	9.581
2009.	24.004	6.818
2010.	24.486	6.521

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 1-2003*, табеле бр. 2 и 34, Сарајево, 2003. и *Билтена 1-2011*, табела бр. 2 и 34, Сарајево, 2011.

Посматрањем кретања ове двије величине лако је уочити висок степен упоредног кретања, а што потврђују и добијени коефицијенти (коефицијент просте линеарне корелације $r_{xy} = 0,840$ и детерминације од $r^2 = 0,7056$).

С обзиром да добијени коефицијенти сугеришу постојање снажне везе између НБДП-а и трговинског дефицита, извукли смо и једначину једноструке регресије у којој кретање трговинског дефицита представља зависну варијаблу (Y), а кретање НБДП-а независну варијаблу (X).

$$Y = 2.754 + 0,212X$$

Прије него пређемо на тумачење добијених параметара регресионе једначине, извели смо параметарски тест за регресиони коефицијент β_1 (нагиб регресионе једначине) уз ниво значајности од 5%, криву студентовог t-распореда и број степени слободe од $n - 2$.

Нулта и алтернативна хипотезе су:

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 > 0$$

Реализована вриједност статистике t-теста износи 5,144 што је више од критичне вриједности t за вриједност $df = 11$ која износи 1,782.

Због тога одбацујемо нулту хипотезу уз ниво значајности 0,05 и закључујемо да је, на основу података у узорку, параметар β_1 позитиван, односно да годишњи износ трговинског дефицита у просијеку расте са растом НБДП-а.

С обзиром да смо потврдили ваљаност регресионе једначине можемо прећи и на њено тумачење. Тако се из регресионе једначине види се да константа износи 2.575 милиона КМ (трговински дефицит при НБДП=0), и овај резултат може се занемарити будући да је логички немогуће да НБДП буде једнак нули. Ипак, за нас је интересантнији регресиони коефицијент који сугерише да раст НБДП-а за 1 милион КМ води расту трговинског дефицита за 0,212 милиона КМ.

Из горње анализе извлачимо закључак како је БДП снажна детерминанта трговинског дефицита.

Осим новостворене вриједности потенцијално снажан утицај на трговински дефицит има и прилив капитала из иностранства кроз банкарски сектор који је кориштен за финансирање кредитне експанзије.

Утицај овог капитала на трговински дефицит испитујемо преко података датих у табела бр. 100.

Табела бр. 100.

Банкарски кредити приватном сектору и трговински дефицит БиХ		
Година	Банкарски кредити приватном сектору ²³⁹ (у милионима КМ)	Трговински дефицит (у милионима КМ)
1998.	1.566,3	4.077
1999.	1.717,7	4.672
2000.	1.269,7	4.318
2001.	1.844,7	5.076
2002.	2.926,2	5.958
2003.	3.866,1	5.996
2004.	5.165,9	6.487
2005.	6.765,3	7.395
2006.	8.518,9	6.224
2007.	11.094,6	7.962
2008.	13.580,3	9.581
2009.	13.049,2	6.818
2010.	13.277,5	6.521

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 2-2011*, табеле бр. 18, 19 и 34, Сарајево, 2011.

И овдје је уочљиво блиско истосмјерно кретање, што потврђују добијени коефицијенти (коефицијент просте линеарне корелације од 0,812 и детерминације од 0,659), а што значи да је и кредитна експанзија била значајна детерминанта кретања трговинског дефицита.

Једначина линеарне регресије у којој је кредитна експанзија независна варијабла (X), док је трговински дефицит зависна варијабла (Y) гласи:

$$Y = 4.563,177 + 0,257 X$$

Понављајући параметарски тест уз исте претпоставке (ниво значајности од 5%, крива студентовог t-распореда и број степени слободе од $n - 2$), долазимо до реализоване вриједност статистике t-теста од 4,617 што је више од критичне вриједности t за вриједност $df = 11$ која износи 1,782.

Због тога одбацујемо нулту хипотезу ($\beta_1 = 0$) и уз ниво значајности од 0,05 а на основу података у узорку, закључујемо како је параметар β_1 позитиван, односно како пораст кредита приватном сектору доводи до раста трговинског дефицита.

²³⁹ У ову ставку улазе: кредити домаћинствима, приватним нефинансијским предузећима и небанкарским финансијским институцијама.

Тиме можемо прећи на тумачење добијене регресионе једначине.

Занимљиво је да она сугерише да би трговински дефицит износио 4.563 милиона КМ и када у земљи уопште не би постојала могућност задуживања код банака, те да раст кредита за 1 милиона КМ повећава трговински дефицит за 0,257 милиона КМ.

Трећи фактор, који би могао утицати на трговински дефицит, је јавна потрошња. О овоме се може размишљати на два начина. Први је теорија о два дефицита гдје буџетски дефицит изазива трговински, тиме што повећава агрегатну тражњу изнад нивоа производње у земљи (*прегријавање потрошње*), што је могуће само ако држава за покривање јавних расхода користи изворе који не смањују тражњу приватног сектора у земљи. Други приступ се заснива на кориштењу јавне потрошње као *амортизера* различитих шокова по агрегатну тражњу у средњорочном периоду, као таквог смо је разматрали у претходном дијелу. Како је ЦББХ тек од 2003. почела да саставља и презентује податке о буџетском суфициту/дефициту у БиХ, били смо приморани да закљачке извучемо из посматрања скраћене серије података датих у табели бр. 101.

Табела бр. 101.

Буџетски суфицит/дефицит и трговински дефицит БиХ		
Година	Консолидовани буџетски суфицит/дефицит на нивоу БиХ (у милионима КМ)	Трговински дефицит (у милионима КМ)
2003.	102,6	5.996
2004.	253,9	6.487
2005.	410,8	7.395
2006.	550,9	6.224
2007.	258,1	7.962
2008.	-539,3	9.581
2009.	-1.070,0	6.818
2010.	-611,9	6.521

Извор: Сачињено на основу података ЦББХ из *Билтена 2-2011*, табела бр. 34 и 40, Сарајево, 2011.

Из претходне табеле је уочљиво да буџетски дефицит није могао бити значајна детерминанта трговинског дефицита, јер је власт у БиХ до 2008 биљежила континуиране буџетске суфиците, док се појава буџетског дефицита подудара са смањењем трговинског дефицита.

Ако сумирамо резултате нашег истраживања за БиХ можемо рећи да девизни курс није био значајна детерминанта трговинског дефицита, док су то свакако били раст БДП-а и кредитна експанзија у земљи.

4.2. Девизни курс као фактор конкурентности привреде Србије

Специфичност Србије у односу на друге двије посматране земље, на коју смо и до сада указивали, је да се и номинални и реални девизни курс доста мијењао у протеклом периоду, због чега су се у стручној, али и широј јавности чешће водиле расправе о значају курса за спољнотрговинску позицију земље, те је проведен већи број релевантних истраживања овог утицаја.

При томе, заговорници теорије о значајном утицају курса могли су своје ставове поткрепљивати повремено усклађеним кретањем мултилатералног (ефективног) реалног курса и трговинског дефицита, што се може видјети из табеле бр. 102.

Табела бр. 102.

Кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса динара и трговинског дефицита Србије		
Год.	Мултилатерални (ефективни) реални девизни курс (2001 = 100)	Индекс трговинског дефицита (2001 = 100)
2001.	100,0	100,0
2002.	116,8	130,2
2003.	119,0	144,9
2004.	117,6	197,4
2005.	119,5	161,4
2006.	136,4	187,3
2007.	149,7	262,7
2008.	142,3	316,2
2009.	139,0	193,7
2010.	134,8	182,7

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табеле бр. 14а и 21, Београд, 2011.

Из горње табеле се може уочити да је у на самом почетку посматраног периода тј. у периоду 2001-2002. година, дошло до значајније ап्रेसијације реалног девизног курса и до упоредног раста трговинског дефицита, баш као и у периоду 2006-2007. година. У посљедњем периоду 2009-2010. година је дошло до деп्रेसијације реалног девизног курса и до смањења трговинског дефицита. Све су ово кретања која говоре у корист девизног курса као инструмента за поправљања спољнотрговинске позиције земље.

Ипак, период 2003-2005. година не уклапа се у овакво објашњење, будући да је у току њега мултилатерални (ефективни) курс био доста стабилан, док је трговински дефицит имао своју динамику, очито зависну од неких других фактора. Такође, у 2008. години дошло је до депресијације мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса динара, али и до продубљивања спољнотрговинског дефицита. Међутим, треба примјетити да је ова година нетипична, јер се крајем ње криза пренијела у Србију и утицала на девизни курс крајем године, док је за значајнији утицај на укупан обим увоза у току године већ било прекасно.

Због свага наведеног тешко је само посматрајући кретања у табели бр. 102. доћи до коначног и недвосмисленог закључка о вези девизног курса и трговинског дефицита.

У тражењу оваквог закључка различите институције су проводиле истраживања базирана на сложеним економетријским и статистичким моделима и методама.

Последњи овакав рад који се може наћи на сајту Народне банке Србије носи назив „Осетљивост српског извоза и увоза на промене девизног курса у дугом року“.

Само истраживање је обављено на мјесечним подацима за период август 2001. - август 2008. године, на десезонираним подацима према групи производа по стандардној међународној трговинској класификацији (СМТК). Поред реалног девизног курса, разматран је утицај још неких фактора на домаћи извоз и увоз (свјетска тражња, фонд плата и пензија- Φ).

Резултати овог истраживања о еластичности извоза на кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса и још неких фактора дати су у табели бр. 103.

Као што се види из табеле бр. 103, просјечна еластичност извоза на промјену реалног девизног курса износи око 0,5. При томе је еластичност тек једне посматране групе производа врло висока (минералних горива и мазива), док је за већину других група производа врло ниска.

Табел бр. 103.

Еластичност извоза Србије на кретање мултилатералног (ефективног) реалног курса динара					
	Реални ефективни извозни курс	Индекс свјетске тражње	Φ	Константа	2 R
Укупно	0,507 (2,193)	0,658 (3,178)	1,769 (3,419)	5,158 (4,842)	0,397
Храна	0,336	0,858	2,317	3,247	0,587

	(0,988)	(1,937)	(7,299)	(1,764)	
Пиће и дукан	1,401	0,996	3,555	-4,366	0,650
	(2,285)	(1,573)	(10,295)	(-2,876)	
Сирове нејсетиве материје	0,377	0,782	0,847	2,049	0,749
	(5,087)	(8,153)	(12,216)	(8,554)	
Минерална горива и мазива	4,391	-0,760	5,777	-8,866	0,721
	(2,412)	(-0,631)	(10,226)	(-2,395)	
Животињска и биљна уља и масти	-0,735	4,874	2,172	-14,000	0,498
	(-0,582)	(3,008)	(5,513)	(-2,978)	
Хемијски производи	1,151	0,242	1,728	2,146	0,257
	(4,191)	(1,348)	(2,256)	(4,325)	
Прерађени производи	1,039	0,538	2,147	2,408	0,240
	(3,291)	(1,946)	(2,686)	(3,657)	
Машине, апарати и транспортни уређаји	-0,365	1,424	2,783	3,143	0,451
	(-0,637)	(2,248)	(4,897)	(1,947)	
Разни готови производи	0,259	0,627	2,169	4,399	0,351
	(0,872)	(2,187)	(2,537)	(3,716)	
Производи и трансакције	0,340	-8,683	0,976	41,087	0,813
	(0,668)	(-8,736)	(12,498)	(11,874)	

Извор: Тасић, Н., Здравковић, М., „Осетљивост српског извоза и увоза на промене девизног курса у дугом року“, табела бр. 3, НБС (Радни папир), Београд, 2008.

Резултати о еластичности увоза на кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса и других фактора су дати у табели бр. 104.

Табела бр. 104.

Еластичност увоза Србије на кретање мултилатералног (ефективног) реалног курса динара					
	Реални ефективни извозни курс	Индекс свјетске тражње	Ф	Константа	2 R
Укупно	1,174 (1,014)	-5,170 (-2,491)	22,313 (9,076)	30,522 (2,799)	0,691
Храна	0,110 (1,458)	0,428 (2,580)	0,782 (5,053)	5,880 (6,783)	0,473
Пиће и дукан	-1,742 (-2,812)	2,952 (1,819)	7,258 (10,938)	0,846 (0,114)	0,770
Сирове нејсетиве материје	1,567 (4,749)	-0,889 (-1,348)	3,201 (7,430)	5,591 (2,334)	0,628
Минерална горива и мазива	1,132 (6,737)	0,422 (1,362)	2,935 (21,645)	2,868 (2,328)	0,905
Животињска и биљна уља и масти	0,350 (2,195)	2,074 (6,003)	0,770 (6,579)	-5,682 (-4,496)	0,624
Хемијски производи	7,824 (3,622)	-10,671 (-2,130)	14,864 (3,513)	24,875 (1,317)	0,393
Прерађени производи	2,703 (1,475)	-9,358 (-2,753)	4,350 (1,066)	41,031 (3,426)	0,322
Машине, апарати и транспортни уређаји	-1,012 (-1,758)	3,048 (4,720)	7,333 (8,026)	0,724 (0,183)	0,568
Разни готови производи	0,800 (1,535)	-1,429 (-1,430)	6,796 (5,067)	12,046 (3,041)	0,376
Производи и трансакције	-6,025 (-5,358)	6,780 (2,628)	1,586 (7,134)	-2,972 (-0,297)	0,514

Извор: Тасић, Н., Здравковић, М., „Осетљивост српског извоза и увоза на промене девизног курса у дугом року“, табела бр. 5, НБС (Радни папир), Београд, 2008.

Закључци до којих су дошли аутори овога истраживања на основу добијених коефицијената су да промјена у политици девизног курса мало може помоћи расту извоза, док дугорочна веза увоза и девизног курса уопште није потврђена. Најутицајнији фактор на кретање увоза, према овом истраживању је фонд плата и пензија.

У прилог горњој тврдњи (како курс није значајна детерминанта трговинског дефицита) иду и закључци до којих смо ми дошли посматрајући и анализирајући податке из следеће табеле (табела бр. 105), а у којој је дато кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса и извоза.

Табела бр. 105.

Кретање извоза привреде Србије и мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса динара		
Год.	Индекс робног извоза Србије (2001 = 100)	Мултилатерални (ефективни) реални девизни курс (2001 = 100)
2001.	100,0	100,0
2002.	115,6	116,8
2003.	128,8	119,0
2004.	164,5	117,6
2005.	208,0	119,5
2006.	269,1	136,4
2007.	339,3	149,7
2008.	391,0	142,3
2009.	314,4	139,0
2010.	389,9	134,8

Напомена: Вриједност мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса динара изнад 100 представља апresiasiју, док вриједност испод 100 представља депresiasiју овог курса.

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије из *Статистичког билтена за април 2011*, табеле бр. 15 и 21, Београд, 2011.

Наиме, може се видијети да је извоз до 2008. континуирано растао и поред промјењивог кретања мултилатералног (ефективног) реалног курса (чији је основни правац ипак била апresiasiја), док је у 2009. опао и поред депresiasiје реалног курса. Овакво кретање нам говори да смо фокусирајући се на девизни курс као детерминату трговинског дефицита занемарили постојање других фактора чији је утицај на раст и извоза и увоза био јачи од утицаја кретања реалног девизног курса.

Због тога преносимо резултате још једног рада НБС који се бавио детерминантама који утичу на размјену Србије са иностранством.

4.2.1. Други фактори који потпуније објашњавају кретање дефицита текућег рачуна Србије

Како за Србију, нажалост, нисмо нашли адекватан извор који би се директно бавио квантификавањем утицаја ширег круга фактора на трговински дефицит, али је недавно НБС објавила анализу детерминанти дефицита текућег рачуна која се базирала на модерној „jackknife“ методи моделског упросјечавања, одлучили смо се да пренесемо резултате и тог рада.

Овај рад носи наслов: „Анализа детерминанти текућег рачуна платног биланса коришћењем „jackknife“ методе моделског упросјечавања²⁴⁰“ и објављен је половином 2012. године.

Период посматрања за Србију је други квартал 2002. - четврти квартал 2011. године.

Списак фактора чији утицај на текући рачун овај рад обухвата је слjedeћи: резистентност текућег рачуна, иницијални ниво нето стране активе (НСА), извоз/увоз нафте и деривата, кретање РЕЕР-а, отвореност земље, кретање РБДП-а, СДИ, ниво зарада, ниво финансијског развоја, услови размјене, буџетски суфицит/дефицит.

Једначина мултипле регресије за текући рачун Србије дата је у табели бр. 106.

На основу у доњој табели наведених резултата аутори овог истраживања закључују како су три најважније детерминанте текућег рачуна Србије: зависност о увозу нафте и нафтних деривата, ниво СДИ и апresiasiја мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса²⁴¹.

²⁴⁰ Недељковић, М., Урођевић, Б., Зилцовић, З., „Анализа детерминанти текућег рачуна платног биланса коришћењем „jackknife“ методе моделског упросјечавања“, Народна банка Србије, Стручни радови, Београд, 2012.

²⁴¹ Ibid, стр. 17.

Табела бр. 106.

Регресиони модел за текући рачун Србије		
	Коефицијенти	Апсолутне вриједности
Константа	-2.535	-2.535
Резистентност текућег рачуна	0.327	-3.317
Иницијални ниво НСА	0.007	-0.350
Извоз/увоз нафте и деривата	0.473	-1.945
Кретање РЕЕР-а	-0.247	- 1.152
Отвореност земље	-0.001	0.002
Кретање РБДП-а	-0.378	-0.161
Кретање СДИ-а	-0.295	- 1.449
Ниво зарада у земљи	0.005	-0.140
Ниво финансијског развоја	-0.063	-0.257
Буџетски суфицит/дефицит	0.124	0.180
Услови размјене	-	-
R ₂	0,379	

Извор: Недељковић, М., Урођевић, Б., Зилцовић, З., „Анализа детерминанти текућег рачуна платног биланса коришћењем „jackknife“ методе моделског упросечавања“, Народна банка Србије, Стручни радови, Београд, 2012 стр. 22.

Овај последњи закључак (како је РЕЕР значајна детерминанта дефицита текућег рачуна), у одређеној мјери је у контрадикцији са закључцима претходно коришћеног рада „Осетљивост српског извоза и увоза на промене девизног курса у дугом року“.

Међутим, треба нагласити да је та контрадикторност, ипак, много мања него што се на први поглед чини будући да се према овој регресионој једначини кретање мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса нашло тек на трећем мјесту по снази утицаја на текући рачун. Осим тога, у раду „Анализа детерминанти текућег рачуна платног биланса коришћењем „jackknife“ методе моделског упросечавања“, експлицитно се каже како се оцјена за РЕЕР заснивала на утицају апresiasiје мултилатералног (ефективног) реалног курса динара на текући рачун, што само по себи не значи је НБС у стању да изведе контролисану и одрживу депresiasiју истог. На крају, и сама регресиона једначина из табеле бр 106, је ниско репрезентативна будући да релативно низак коефицијент детерминације од 0,397 показује високу дисперзију око линије регресије, због чега резултати овога рада дјелују мање убједљиво.

4.3. Девизни курс као фактор конкурентности Хрватске

Како је ХНБ стабилизовала курс куне спрам евра (раније њемачке марке) већ дуги низ година није ријеткост да се у Хрватској јавности, па чак и у дијеловима власти, нађу они који је критикују због овог потеза тврдећи како би било боље да Хрватска користи политику девизног курса како би помогла извоз и уопште привредни раст.

Одређену аргументацију за овакав став им даје посматрање кретања мултилатералног (ефективног) реалног курса куне и трговинског дефицита за шта су подаци дати у табели бр. 107.

Табела бр. 107.

Кретање мултилатералног (ефективног) реалног курса куне и трговинског дефицита Хрватске		
Год.	Мултилатерални (ефективни) реални девизни курс куне ²⁴² (база 2005)	Трговински дефицит (база 2005)
2001.	103,85	61,2
2002.	102,93	79,3
2003.	103,24	92,8
2004.	102,21	89,5
2005.	99,82	100,0
2006.	98,10	111,0
2007.	94,63	125,5
2008.	92,53	143,6
2009.	92,36	98,3
2010.	95,60	79,1

Напомена: Вриједност испод 100 означава апресијацију мултилатералног (ефективног) реалног девизног курса, а изнад 100 депресијацију истога.

Извор: Сачињено на основу података Хрватске народне банке из *Билтена бр. 171*, табеле Н2 и Н11, Загреб, 2011.

Наиме, из горње табеле се може видјети да је мултилатерални (ефективни) реални курс све до 2008. умјерено апресирао, док је трговински дефицита континуирано растао. Уз то, у 2010. је овај курс благо депресирао док се трговински дефицит смањено. Све то говори у прилог могућности кориштења политике девизног курса за постизање платно-билансних циљева.

Међутим, чињеница да ХНБ одржава релативно стабилан девизни курс од 1994. са тек повременим и релативно малим осцилацијама одражава став ове институције како се

²⁴² Базиран на индексу потрошачких цијена.

политиком девизног курса не може пуно постићи, односно, да је цијена коју би требало платити већа од користи. Наравно, овакав став централне банке није производ пуког осјећаја, већ низа истраживања у којима је учињен напор да се квантификује утицај девизног курса на платни биланс Хрватске. Посљедње овакво истраживање, које је нама доступно, а налази се на сајту ХНБ-а носи назив: „*Доходовна и цијеновна еластичност хрватске робне размјене – анализа панел података*“, објављено је у децембру 2010.

Из наслова се види да је концепт истраживања постављен нешто шире, па се поред ефикасности монетарне политике и политике девизног курса разматра и фискална политика и читав низ других варијабли.

Истраживање је обављено на панел подацима за период 2000- 2007, подјељеним на 30 сектора према НКД, уз кориштење претпоставке да је између Хрватске и иностранства успостављена робна размјена на принципима несавршених супститута, док је у статистичком смислу кориштен модел најмањих квадрата. Да би се тестирала робусност добијених података, истраживање је поновљено и са два временска помака и то $t-2$ и $t-3$, те са скраћивањем серије, али резултати нису били значајно другачији.

Добијени коефицијенти еластичности извоза налазе се у табели бр. 108.

Табела бр. 108.

Еластичност извоза Хрватске на кретање реалног мултилатералног (ефективног) курса куне			
	Све земље	ЕУ – 15	Главни трговински партнери
БДП	2,4504 (0,1027)	1,6538 (0,1458)	2,0874 (0,0946)
Извозне цијене	-0,7002 (0,0606)	-0,8047 (0,0669)	-0,3081 (0,0222)
Девизни курс (ХРК/ЕУР)	0,3519 (0,2993)	0,9738 (0,4027)	-0,2574 (0,3111)
СДИ	-0,0097 (0,0042)		
Понуда кредита	0,0065 (0,0114)	0,0453 (0,0050)	0,0290 (0,0126)
J-статистика	22,3876	22,6163	21,8355
Саргов тест, п – вриједност	0,1905	0,3080	0,3495
Корелација другог реда, п- вриједност	-0,0604 0,6143	-0,0992 0,3501	0,1048 0,2609
Н	134	158	154

Извор: Бобић, В., „*Доходовна и цијеновна еластичност хрватске робне размјене – анализа панел података*“, табела бр. 2, ХНБ, Загреб, 2010.

На основу у претходној табели презентованих резултата аутори истраживања извукли су сљедеће закључке²⁴³:

- У укупном извозу доминирају производи ниског квалитета који немају високу додатну вриједност;
- Утицај страних улагања на извозне резултате је незнатан;
- Номинални курс куне/евро има статистички сигнификантан утицај на извоз хрватских производа у земље ЕУ-15, али не и у друге групе земаља;
- Понуда кредита предузећима има статистички сигнификантан утицај на извоз.

Добијени резултати овог истраживања за еластичност увоза дати су у табели бр. 109.

Табела бр. 109.

Еластичност увоза Хрватске на кретање реалног мултилатералног (ефективног) курса куне			
	Све земље	ЕУ – 15	Главни трговински партнери
БДП	2,0128 (0,1150)	1,2919 (0,1552)	2,0574 (0,1695)
Увозне цијене	-0,8802 (0,0661)	-0,8432 (0,0705)	-0,5549 (0,1391)
Девизни курс (ХРК/ЕУР)	-1,0290 (0,4034)	1,0178 (0,7103)	-0,6182 (0,4967)
Царине	-0,0394 (0,0100)	-	-
J-статистика	16,5245	20,9051	20,4816
Саргов тест, п – вриједност	0,3199	0,1399	0,3349
Корелација другог реда, П-вриједност	-0,0152 0,8750	-0,0402 0,6288	-0,0323 0,7220
Н	137	107	170

Извор: Бобић, В., „Доходовна и цијеновна еластичност хрватске робне размјене – анализа панел података“, табела бр. 3, ХНБ, Загреб, 2010.

На основу резултата из горње табеле аутори су извукли сљедеће закључке²⁴⁴:

- Ниска цијеновна еластичност увоза је посљедица високе увозне зависности Хрватске;
- На увоз дјелује промјена девизног курса, што у околностима апresiasiје куне значи да је постојао благи подстицај увоза;

²⁴³ Бобић, В., „Доходовна и цијеновна еластичност хрватске робне размјене – анализа панел података“, табела бр. 2, ХНБ, Загреб, 2010., стр. 14.

²⁴⁴ Ibid, стр. 15.

- Добијени коефицијенти доходовне еластичности су очекивани;
- Царине имају мален утицај на трговинске токове.

На крају истраживања аутори експлицитно закључују како су и извоз и увоз релативно слабо осјетљиви на промјене цијена, док су учинци дохотка значајнији, те како курс, иако га многи сматрају једним од основних узрочника трговинског дефицита Хрватске, заправо није имао тако снажан утицај на робне токове са иностранством²⁴⁵.

Претходно истраживање ХНБ-а потврдило је да девизни курс није био основни узрок трговинског дефицита Хрватске у протеколом периоду, али није на недвосмислен начин показало да политика девизног курса не би била ефикасна у будућности. Заправо, збир извозне и увозне цјеновне еластичности од око 1,5 показује да је Маршал-Лернер-Робинсонов улов за Хрватску задовољен. Такође, збир коефицијената еластичности извоза и увоза на промјену девизног курса од око 1,4 иде у корист тезе да се девизни курс може користити за исправљање ове неравнотеже. Међутим, при изношењу оваквих закључака треба бити опрезан и сјетити се назнаке коју смо изнијели у уводном дијелу овога дијела рада, а која се односу на утицај девалвације девизног курса на инфлацију. Шта више, ако се присјетимо одговора ХНБ-а на Извјештај ММФ-а из 2011. видјећемо да ХНБ сматра да би напуштање стабилног девизног курса, заправо, нарушило повјерење у монетарне власти и подгријало инфлаторна очекивања чиме номинална девалвација постаје бесмислена.

Узимајући у обзир све већ изнијето можемо закључити да иако је у посматраном десетогодишњем периоду дошло до апресијације реалног мултилатералног (ефективног) девизног курса куне за око 10%, тешко се тој апресијацији могу приписати спољнотрговински проблеми Хрватске. Због тога би евентуално активније кориштење политике девизног курса могло дати само краткорочне платно-билансне резултате док би дугорочни ефекти изостали, али би нестабилност курса и раста инфлације довели до смањења повјерења у ХНБ.

²⁴⁵ Ibid, стр. 16.

4.3.1. Други фактори који потпуније објашњавају кретање трговинског дефицита Хрватске

С обзиром да је претходна анализа показала да кретање реалног девизног курса није било значајна детерминанта хрватског трговинског дефицита, жељели смо уочити и објаснити факторе који су то били. У ту сврху пренијели смо резултате истраживања „Анализа хрватске робне размјене²⁴⁶“ које је уз кориштење сложенијих статистичких модела и метода квантификовала утицај широке групе фактора на робну размјену Хрватске.

Период посматрања ове анализе се у великој мјери поклапа са претходно помињаним истраживањем „Доходовна и цјеновна еластичност хрватске робне размјене – анализа панел података“, односно обухвата период задњи квартал 1994-задњи квартал 2007.

Анализа временских серија је изведена регресионим моделима и то линеарним варијаблама, за апсолутне промјене, и логаритамским варијаблама за израчунавање коефицијената еластичности.

Анализа је подјелена на истраживање фактора који су утицали на извоз и оних који су утицали на увоз.

У факторе чији утицај на извоз је анализиран спадају: кретање БДП-а ЕУ, девизни курс куна/евро, композитни индекс цијена који обухвата произвођачки индекс у Хрватској и потрошачки индексу у ЕУ, прикључење СТО и ступање на снагу Споразума о слободној трговини (ССТ) са земљама ЦЕФТЕ.

Једначине мултипле регресије који су изабране јер су показале највише стопе коригованог коефицијента корелације²⁴⁷ (R_2) дате су у табели бр. 110.

²⁴⁶ Грдовић Гнип, А., „Анализа хрватске робне размјене“, *Економска истраживања* бр. 22, Универзитет Јурија Добриле у Пули, Пула, 2009.

²⁴⁷ Репрезентативност једне регресије оцјењује се коефицијентом детерминације. Висока стопа овог коефицијента значи малу дисперзију око регресије. За бољи аналитички показатељ квалитета регресије сматра се кориговани коефицијент детерминације који је једнак или је мањи од коефицијента детерминације, јер његова вриједност додатно зависи о броју степена слободе.

Табела бр. 110.

Регресиони модел за извоз Републике Хрватске		
	Линеарни модел	Логаритамски модел
Константа	-9,01 (-0,88)	-15,91 (-1,70)
БДП ЕУ (у мил. евра)	0,017 (2,29)	2,82 (2,01)
Девизни курс куна/евро	-0,89 (-1,46)	-1,65 (-3,00)
Ниво цијена	-	-
Прикључење СТО	-1,15 (-2,83)	-0,14 (-2,59)
Ступање на снагу ССТ	-1,68 (-4,59)	-0,16 (-3,87)
$R_2 =$	0,963	0,9385

Извор: Грдовић Гнип., Ана, „Анализа хрватске робне разјене“, *Економска истраживања бр. 22* , Универзитет Јурија Добриле у Пули, Пула, 2009, стр. 10.

На основу претходних резултата аутор овог истраживања извлачи сљедеће закључке о факторима који утичу на извоз²⁴⁸:

- Високе вриједности коригованих коефицијената детерминације (преко 0,93) значе да изабрани фактори објашњавају висок проценат кретања хрватског извоза;
- БДП ЕУ је један од најзначајнијих фактора кретања хрватског извоза;
- Утицај девизног курса куна/евро на извоз је статистички безначајан на нивоу поузданости од 95%, а садржи и некоректно корелисан предзнак. Због тога овај девизни курс не може бити узрок слабих извозних резултата, а промјена политике девизног курса не би дала значајније резултате;
- Значај независне варијабле Ниво цијена је статистички безначајан;
- Улазак Хрватске у СТО довео је до просјечног смањења извоза за 1,15 милијарди куна, односно за 14% према логаритамском моделу.
- Ступање на снагу ССТ, такође, је негативно утицало на хрватски извоз и то просјечно за 1,68 милијарди куна, односно 16% према логаритамском моделу.

²⁴⁸Грдовић Гнип., А., „Анализа хрватске робне разјене“, *Економска истраживања бр. 22* , Универзитет Јурија Добриле у Пули, Пула, 2009., стр. 11.

У факторе чији утицај на увоз је анализиран спадају: кретање БДП Хрватске, девизни курс куна/евро, кредити привредним друштвима и становништву, прикључење СТО, ступање на снагу Споразума о слободној трговини (ССТ) са земљама ЦЕФТЕ и увођење ПДВ-а.

Једначине мултипле регресије за увоз Хрватске дате су у табели бр. 111.

Табела бр. 111.

Регресиони модел за увоз Републике Хрватске		
	Модел лин-лин	Модел лог-лог
Константа	1489,2 (0,16)	-8,56 (-1,44)
БДП Хрватске (у мил. евра)	0,58 (2,40)	1,98 (3,20)
Девизни курс куна/евро	-1279,2 (-1,03)	-0,09 (-0,03)
Кредити привредним друштвима и становништву	-	-0,18 (-1,63)
Прикључење СТО	1461,6 (2,16)	0,069 (1,54)
Ступање на снагу ССТ	1214,8 (2,05)	0,045 (0,93)
Увођење ПДВ-а	2520,1 (2,96)	0,157 (1,77)
$R_2 =$	0,9733	0,9768

Извор: Грдовић Гнип, А., „Анализа хрватске робне размјене“, Економска истраживања бр. 22, Универзитет Јурија Добриле у Пули, Пула, 2009., стр. 10.

Резултати из претходне табеле аутора истраживања навели су на сљедеће закључке у погледу увоза ²⁴⁹:

- Високе вриједности коригованих коефицијената детерминације (изнад 0,97) значи да изабрани фактори објашњавају висок проценат кретања хрватског увоза;
- Домаћа производња не задовољава све критеријуме домаћих купаца, због чега пораст БДП-а Хрватске за 1 милион куна води расту увоза за 0,58 милиона куна.
- За разлику од извоза, кретање девизног курса куна/евро има статистички сигнификантан утицај на кретање увоза;
- Повећање кредита привредним друштвима и становништву доводи до смањења увоза, али је тај утицајан минималан;

²⁴⁹Ibid, стр. 15.

- Улазак Хрватске у СТО довео је до раста увоза и то за просјечно 1.461 милион куна или 6,9%;
- Примјена ССТ је довела до раста увоза за просјечно 1.214 милиона куна.

Коначан закључак до којег је дошао аутора овог истраживања је да су незадовољавајући извозни резултати последица структурних проблема и „непостојања извозне оријентисаности као друштвеног опредјељења“, док је девизни курс имао изразито мален утицај. Увоз је пак под значајнијим утицајем девизног курса, док раст БДП-а води расту увоза због непоклапања домаћих потреба са оним што привреда може да понуди. Интегративни процеси прикључење (СТО и ЦЕФТИ), такође су допринјели погоршању спољнотрговинске позиције Хрватске²⁵⁰.

Када сумирамо резултате наших истраживања за све три земље можемо закључити да ни у једној од њих девизни курс није био значајна детерминанта трговинског дефицита у протеклом периоду. То априори не значи да политика девизног курса не може у будућности да се користи за постизање платно-билансних циљева. Међутим, због проблема које кориштење ове политике носи са собом (у облику напуштања стабилности девизног курса и раста инфлације што подрива повјерење у монетарне власти), закључујемо како рјешење ових проблема није сврсисходно тражити у активнијем кориштењу ове политике већ у мјерама и реформама у другим секторима који ће помоћи изградњи конкурентније привредне структуре.

²⁵⁰ Ibid, стр. 16.

ДИО V - НЕОПХОДНЕ РЕФОРМЕ ЗА ДУГОРОЧНУ ОДРЖИВОСТ СТАБИЛНИХ ДЕВИЗНИХ КУРСЕВА

У претходним дијеловима акценат смо ставили на испитивање утицаја политике девизног курса на платни биланс. Међутим, као што смо још у уводном дијелу нагласили, ова веза није једносмјерана, већ је и политика девизног курса под доминантним утицајем стања економских односа земље са иностранством.

Због тога је у овом дијелу акценат стављен на привредне реформе усмјерене порасту конкурентности земље и привлачењу страног капитала, а што је једини начин да се отклоне притисци на изабране оквире монетарних политика²⁵¹. При томе, с циљем да обухватимо што шири дијапазон неопходних реформи, створили смо оквир за анализу у којем ћемо прво размотрити шире околности и реформе проведене у задњих двадесетак година, а како бисмо описали стање крајем посматраног периода. Затим ћемо размотрити реформе које су започете али нису завршене, те на крају реформе које тек требају да буду проведене.

Ову посљедњу групу реформи подјелили смо на оне које су усмјерене на отклањање постојећих ограничења за бржи привредни развој и пораст конкурентности земаља (пасивне мјере), те подстицајне мјере за бржи привредни развој (активне мјере). Активне мјере смо, пак, подјелили на неновчане и новчане.

У наставку ћемо примјенити изнијети оквир анализе на примјерима БиХ, Србије и Хрватске.

²⁵¹Tomaš, R., „Limited Possibilities of Adopting the Economy of Bosnia and Herzegovina to the External Pressures of the Economic Crisis“, *Acta economica*, Banja Luka, 2012, стр. 28. (преузето са: <http://www.actaeconomica.efbl.org/broj17/e-ActaEconomica-broj17-RTomas.pdf>, датум приступа: 27.6.2012. године).

5.1. БиХ

5.1.1. Досадашњи резултати на подручју реструктуирања реалног сектора привреде посматраних земаља, ефекти приватизације и либерализације економије

У претходном поглављу показали смо да ће опстанак валутног одбора доминантно зависити од способности БиХ привреде да генерише довољне количине девизних прилива, али и да постојећа привредна структура није дорасла том задатку. У овом поглављу ћемо укратко изложити како је настала постојећа привредна структура, а онда и које мјере би, по нашем мишљењу, требало предузети како би дошло до позитивних промјена.

Процес реструктуирања у БиХ се значајно разликовао (или разликује, будући да ни изблиза није готов) од сличних процеса у другим ЗУТ по томе што је у организованом и значајном облику почео касније него у већини других земаља. Разлог за ово је дуготрајан грађански рат због којег су реформе започете још у СФРЈ убрзо заустављене. Тако реструктуисање привреде БиХ треба размотрити кроз три испреплетена и зависна процеса:

1. Присилно ратно реструктуисање праћено великим смањењем привредне активности.
2. Процес приватизације.
3. Процес либерализације.

Ипак, сваки од њих ћемо покушати да укратко изложимо како бисмо бацили више свјетла на околности под којима је настала постојећа привредна структура.

5.1.1.1. Утицај ратних дешавања у периоду 1992 – 1995. на реструктуисање и смањење привреде

Структура привреде БиХ значајно је промијењена у току рата и непосредно након њега као последица излажења у сусрет потребама вођења рата на све три стране у БиХ, али и ратних разарања која су различито погодила различите секторе привреде. Тако је прије избијања ратних сукоба у БиХ почетком 1990-их БДП износио скоро 17 милијарди

њемачких марака (10,7 милијарди америчких долара), са доминантним доприносом индустрије и рударства његовом стварању (табела бр. 112).

Табела бр. 112.

Структура бруто-домаћег производа БиХ 1990. године		
Дјелатност	Додата вриједност у хиљадама ДМ ²⁵²	Учешће у %
Пољопривреда и рибарство	1.599.700	9,46
Шумарство	298.495	1,77
Индустрија и рударство	7.342.160	43,43
Грађевинарство	1.378.903	8,16
Саобраћај и везе	1.427.410	8,44
Трговина на велико и мало	2.901.230	17,16
Производно занатство	560.870	3,32
Туризам и угоститељство	562.617	3,33
Комуналне дјелатности	256.647	1,52
Водопривреда	32.233	0,19
Остале производне дјелатности	543.803	3,22
У К У П Н О	16.904.075	100,00

Извор: Економски институт Сарајево, „Развој извозних потенцијала и конкурентности металног сектора у БиХ“, Сарајево, 2006, стр.8.

Деценију касније, а пет година након завршетка рата, тј. у посљедњој години пред почетак масовне приватизације, износ БДП-а и структура су се сасвим промијенили што можемо видјети из табеле бр. 113.

²⁵² Напомена: додата вриједност прерачуната у тадашње њемачке марке из динара бивше Југославије по курсу 7 динара за једну њемачку марку.

Табела. 113.

Структура бруто-домаћег производа БиХ 2000. ²⁵³ године			
Дјелатност	Додата вриједност у хиљадама КМ	Учешће у % (тржишне цијене)	Учешће у % (базичне цијене)
Пољопривреда, лов и шумарство	1.092.275	9,30	11,00
Рибарство	3.133		
Прерађивачка индустрија	1.203.712	17,04	20,00
Вађење руда и камена	212.365		
Производња и снабјевање електричном енергијом, плином и водом	593.432		
Грађевинарство	690.808	5,86	6,90
Саобраћај, складиштење и комуникације	843.837	7,16	8,43
Трговина на велико и мало; поправка моторних возила, мотоцикала и предмета за личну употребу и домаћинство	992.399	8,42	9,90
Угоститељство	310.319	2,63	3,10
Остале јавне, комуналне и личне услугне дјелатности	201.662	1,71	2,00
Финансијско посредовање	313.558	2,66	3,13
Пословање некретнинама, изнајмљивање и посл. Дјелатности	1.386.008	11,76	13,85
Образовање	517.030	4,39	5,17
Здравство	468.815	3,98	4,70
Државна управа и одбрана	1.174.920	9,97	11,74
Укупно све дјелатности	10.004.274	84,85	100,00
FISIM ²⁵⁴	-167.084	-1,42	-
Порези на производе и услуге и увоз минус субвенције	1.952.787	16,56	-
Укупно	11.789.977	100	-

Извор: Сачињено (колоне 1 и 2) и властита калкулација (колоне 3) на основу података Агенције за Статистику БиХ из тематског билтена: *Бруто домаћи производ према производном и доходовном приступу 2000-2009*, табела 2.1, Сарајево, 2010.

²⁵³ Нажалост нисмо у могућности да представимо податке о структури БДП-а БиХ из 1996. године будући да не постоје поуздани подаци који би обухватили цијелу земљу.

²⁵⁴ Индиректно мјерене банкарске услуге.

Прво што упада у очи је да је вриједност БДП-а 2000. године износила свега 69,7% вриједности из 1990. године.

Када се ради о промјени структуре, треба примијетити четири тренда:

1. Деиндустријализацију (пад учешћа производних дјелатности са 43,4% на 20% БДП-а).
2. Пад значаја трговине и занатства (са 20,5% на 9,9%).
3. Раст значаја пољопривреде у релативном смислу.
4. Велики значај нових, превасходно услужних, а у претходном систему скоро па забрањених дјелатности (пословања са некретнинама, финансијског посредовања) за попуњавање рупа које је оставио пад БДП-а.

Као што се види, ови процеси су одражавали реструктурирање привреде које, иако неопходно, нажалост није завршило изградњом довољно конкурентне привредне структуре због чега ће се мјере за њено побољшање наћи у наставку рада.

5.1.1.2. Процес приватизације

Ратна дешавања у БиХ су поред директних имала и индиректне ефекте на реструктуисање привреде. Тако је приватизација почела знатно касније него у већини других ЗУТ, а како је БиХ након грађанског рата конституисана као сложена држава и надлежности за провођење реформи су подијељене по територијалном принципу у складу са новом уставном структуром. Тако су ентитетски закони којима се предвиђа и регулише процес приватизације у БиХ донесени 1997. година, а њихове измјене по којима је извршена каква-таква приватизација 1998. године. По овим законима носиоци приватизације у БиХ биле су Агенција за приватизацију Републике Српске и Агенција за приватизацију ФБиХ.

Обје ентитетске агенције за приватизацију одабраве су исте методе приватизације (масовну приватизацију²⁵⁵, комерцијалне методе²⁵⁶ и посебне програме), при чему су мала

²⁵⁵ Базирала се на подијели „приватизационог новца“, названог ваучери у Републици Српској, односно сертификати у ФБиХ, широком слоју грађана.

предузећа приватизована комерцијалним методама, већински пакет акција средње великих и великих предузећа приватизовани су коришћењем „приватизационог новца“, док су предузећа обиљежена као „стратешка“ приватизована по посебним програмима.

Резултати приватизације у бројкама изгледају овако. У ФБиХ је у регистар Агенције за приватизацију ушло 1.450²⁵⁷ предузећа. Њихова процјењена књиговодствена вриједност (државног удјела) износила је 17,3 милијарде КМ. До краја 2011. године приватизовано је њих 1.079 (74,4%), док су остварени приходи од приватизације у готовом новцу изосили свега 542 милиона КМ (3,1%). У Републици Српској идентификовано је 1.090²⁵⁸ предузећа за приватизацију, књиговодствене вриједност 8.277.248.370 КМ. До краја 2011 године приватизовано је њих 711 (65%), док је Република Српска од њихове продаје зарадила у готовом новцу око 1,5 милијарду КМ (или 18,1%).

Већина преосталих неприватизованих предузећа спада у групу „стартешких“ које је Транспаранси интернационала БиХ подијелио у три категорије²⁵⁹: профитабилне монополистичке комуналне услуге (као што су предузећа из области телекомуникација²⁶⁰), капиталне изворе прихода (попут пивара и хотела) и бивше гиганте који су изгубили тржиште, али који и даље имају значајну радну снагу чијег се социјалног немира власт боји.

Резултати приватизације могу се разматрати и кроз поређење оцјена ЕБРД-а о приватизацији у БиХ изнесених у добро познатом Транзиционом извјештају, али у два временска тренутка 2000.²⁶¹ и 2010. године (табела бр.114). Први, битан, податак из ових извјештаја је учешће приватног бизниса у стварању БДП-а БиХ. Тај проценат је порастао са 35 % на 60%, што говори да је каква-таква приватизација ипак извршена. Додуше, овај проценат (од 60%) још увијек сврстава БиХ на европско дно (једино је Бјелорусија јасно

²⁵⁶ У комерцијалне методе спадају: тендер са фиксним условима, тендер са варијабилним условима, лиценцијација, специјална лиценцијација, директна продаја, директна продаја на берзи, прихватање понуде за преузимање, непосредан одабир купаца, продаја државног капитала запосленима.

²⁵⁷ Агенција за приватизацију ФБиХ, „Извјештај о реализацији плана приватизације и програма рада Агенције за приватизацију Федерације БиХ за 2011. годину“, Сарајево, 2012. извор: www.arf.com.ba, датум увида 30.2.2012.

²⁵⁸ Инвестиционо развојна банка Републике Српске, преузето са: <http://www.irbrs.org/azuro3/a3/?id=27> , (датум увида: 30.2.2012).

²⁵⁹ Транспаранси интернационала БиХ „Корупција у економији БиХ“, Сарајево, 2007, стр. 12.

²⁶⁰ Додуше, Телеком Републике Српске је након тога приватизован, док је хрватски Телеком још раније приватизован.

²⁶¹ Година када је, како смо већ објаснили, практично почела масовна приватизација.

иза, док су Србија и Украјина добиле једнако лоше оцјене). Други битан податак је оцјена приватизованости по сегментима.

Табела бр. 114.

Оцјена²⁶² приватизованости привреденог система БиХ по сегментима 2000. и 2010.

године		
	2000.	2010.
Приватизација малих предузећа	2	3
Приватизација великих предузећа	2+	3
Реструктуисање државе и предузећа	2 —	2

Напомена: Скала коју користи ЕБРД је од 1 до 4+ при чему 1 представља одсуство промјене или малу промјену у односу на ригидну планску привреду, док 4+ представља постојање индустријализоване тржишне економије.²⁶³

Извор: Сачињено на основу оцјена ЕБРД-а из *Транзиционог извјештаја 2000*, табела 2.1, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR00.pdf> (датум увида 17.6.2011) и *Транзиционог извјештаја 2010*, табела 1.1, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10.pdf> (датум увида 17.6.2011).

Као што се види, напредак приватизације по сегментима је доста уједначен али и даље неубједљив.

5.1.1.3. Процес либерализације

Либерализација је други процес који сам не представља директно реструктуисање, али би требао да створи услове за исто. И овдје је БиХ направила извјесне помаке у протеклом периоду иако се и даље налази међу ЗУТ са најмање напретка. Ми се на овом мјесту нећемо упуштати у представљање и анализу конкретних мјера које је предузела БиХ на путу либерализације, већ ћемо пренијети оцјене о овим мјерама које су сачиниле неке познате међународне организације. Због чињенице да се код њих најдиректније ради

²⁶² Критеријуме на основу којих је ЕБРД извео овакве оцјене за сваку област се могу наћи у *Транзиционом извјештају за 2010. годину*, на стр. 156 (Methodological Notes).

²⁶³ ЕБРД, *Транзициони извјештај за 2010, стр. 4*, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10.pdf> (датум увида 17.6.2011).

о оцјени економских величина определијели смо се за извјештаје ЕБРД-а (који смо већ користили), Херитиц фондације и Фрејзер института, мада постоји још велики број познатијих организација и њихових извјештаја који би нам нешто индиректније могли пружити жељене информације као што су извјештаји Свјетске банке (Услови пословања²⁶⁴) и Економског форума у Давосу (Индекс Глобалне конкурентности²⁶⁵), Индекс транзиције²⁶⁶ Бертелсман фондације.

Оцјене ЕБРД-а о нивоу либеризованости БиХ по неколико битних економских категорија дате су у табели бр. 115.

Табела бр. 115.

Оцјене ЕБРД-а о нивоу либерализованости у БиХ	
Либерализација цијена	4
Либерализација спољне трговине	4
Политика конкуренције	2

Напомена: Скала коју користи ЕБРД је од 1 до 4+ при чему 1 представља одсуство промјене или малу промјену у односу на ригидну планску привреду, док 4+ представља постојање индустријализоване тржишне економије.²⁶⁷

Извор: Сачињено на основу оцјена ЕБРД-а из *Транзиционог извјештаја 2010*, табела 1.1, (преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10.pdf>, датум увида 17.6.2011).

Узимајући у обзир да је максимална оцјена ЕБРД-а 4+, можемо закључити да је на пољу либерализованости цијена БиХ достигла висок ниво слобода, те да се треба посветити олакшавању уласка нових предузећа на тржиште, о чему ће бити више ријечи у наставку.

Занимљиво је провјерити и како су процеси приватизације и либерализације утицали на структуру привреде БиХ. То је учињено кроз табелу бр. 116.

²⁶⁴ *Doing business 2011*, IFC, Washington DC, 2011.

²⁶⁵ *The Global Competitiveness Report 2010-2011*, WEF, Davos, 2011.

²⁶⁶ *Bertelsmann Transformation Index 2011: Political Management in International Comparison*, Bertelsmann Stiftung, Gutersloh, 2011. преузето са: http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xchg/SID-FE31D6BC-C433D10E/bst_engl/hs.xml/publikationen_111896.htm, датум увида: 17.6.2011.

²⁶⁷ ЕБРД, *Транзициони извјештај за 2010*, стр. 4, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10.pdf> (датум увида 17.6.2011).

Табела бр. 116.

Промјена структура БДП-а БиХ у периоду 2001-2010. године (текуће цијене)					
Дјелатност	2001		2010		Промјена
	Износ у 000 КМ	Учешће у БДП-у	Износ у 000 КМ	Учешће у БДП-у	
Пољопривреда, лов и шумарство	1.151.538	9,13	1.734.973	7,09	-2,04
Рибарство	2.262		6.720		
Прерађивачка индустрија	1.270.523	16,78	2.748.779	17,66	0,88
Вађење руда и камена	214.902		493.750		
Производња и снабјевање електричном енергијом, плином и водом	635.850		1.098.299		
Грађевинарство	660.876	5,23	1.076.319	4,38	-0,85
Саобраћај, складиштење и комуникације	953.203	7,54	1.694.003	6,89	-0,65
Трговина на велико и мало; поправка моторних возила, мотоцикала и предмета за личну употребу и домаћинство	1.198.270	9,48	3.257.269	13,25	3,77
Угоститељство	327.543	2,59	520.797	2,12	-0,47
Финансијско посредовање	317.540	2,51	935.156	3,80	1,29
Пословање некретнинама, изнајмљивање и посл.	1.443.413	11,42	2.228.307	9,06	-2,36
Дјелатности					
Образовање	520.819	4,12	1.181.404	4,81	0,69
Здравство	483.956	3,83	1.140.042	4,64	0,81
Јавна управа и одбрана	1.295.856	10,25	2.274.239	9,25	-1,00
Остале јавне, комуналне, друштвене и личне услужне дјелатности	214.598	1,7	520.076	2,12	0,42
FISIM	-182.316	-1,44	-674.924	-2,75	-
Порези на производе минус субвенције на производе	2.132.367	16,87	4.348.697	17,69	-
Укупно	11.789.977	100	24.583.905	100	-

Извор: Сачињено на основу података АСБХ, публикације: *БДП према производном и доходовном прстуну 2000-2009*, табеле 2.1 и 2.2, преузето са: http://www.bhas.ba/tematskibilteni/gdp_2005-2009_001_01-bh.pdf,

(датум увида: 29.7.2012). и публикације: *БДП према производном и доходовном приступу 2005-2010*, БДП према расходном принципу 2005-2010 (експериментална процјена): БДП БиХ за 2010, табела бр. 1.1 и 1.2, преузето са: [http:// www.bhas.ba/tematskibilteni/gdp_2005-2010_001_01-bh.pdf](http://www.bhas.ba/tematskibilteni/gdp_2005-2010_001_01-bh.pdf) (датум увида: 29.7.2012).

Из претходне табеле можемо да видимо како су промјене структуре привреде БиХ у овој деценији биле неупоредиво мање драматичне него у ратном и непосредном послеријатном периоду. Најзначајнија промјена је раст значаја трговине и финансијског посредовања, и пад значаја пољопривреде и јавне управе. Пад значаја трговине некретнинама се може објаснити отклањањем ратних посљедица на миграције становништва унутар БиХ.

Ипак, оно што је најзанимљивије је благи раст значаја прерађивачке индустрије, рударства и снабјевања струјом и гасом.

Ови процеси се могу објаснити једино тиме што је индустрија БиХ већ била у великој мјери уништена као посљедица ратних разарања, због чега у БиХ процеси приватизације и либерализације нису довели до процеса деиндустријализације који је примијећен у многим другим земљама у транзицији. Штавише, у једном од радних папира Свјетске банке се истиче како је БиХ позитиван примјер земље која је у преткризном периоду (2003 – 2007.) брзо повећала свој удио у свјетској трговини, највише захваљујући високо стручној радној снази и природним богатствима који су у великом мјери опстали упркос рату иако је највећи број фирми које су биле носиоци индустријске производње уништен током рата и због одлагања приватизације²⁶⁸.

5.1.1.3.1. Индекс економских слобода Херитиџ фондације

Овдје преносимо оцјене из извјештаја за 2011. годину који садржи оцјене за 179 земље међу којима и за БиХ, Србију и Хрватску. Како у оригиналном извјештају нису посебно рангиране ЗУТ, а у жељи да провјеримо гдје се налазе наше посматране земље не само у свијету и Европи, већ прије свега у односу на друге земље у транзицији, саставили смо табелу бр. 13. (у Додатку) из које се види, да је према оцјени стручњака Херитиџ фондације Босна и Херцеговина по нивоу економских слобода сврстана у „Углавном

²⁶⁸ Kaminski, B., Ng, F., „*Bosnia and Herzegovina's Surprising Export Performance: Back to the Past in a New Veil but Will it Last?*“, The World Bank, WPS 5187, Washington D.C., 2010, стр. 8. (преузето са: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/3724>, датум приступа: 25. 6. 2012. године).

неслободне земље“, чиме се нашла у истој групи са Русијом, Украјином, Бјелорусијом и Молдавијом тј. заузела је тек 14 мјесто међу 18 европских ЗУТ. Ако погледамо детаљније видјећемо да је Херитиц фондација оцјенила катастрофалним огромну јавну потрошњу, ниску заштиту власничких права и високу корупцију у БиХ. Међутим, ако погледамо критеријуме који нас највише занимају, због тога што се односе на стање слобода у реалном сектору, оцјене су донекле боље мада и даље нису добре. Тако је по слободи пословања сврстана у „Умјерено слободне земље“, по слободи инвестирања у „Углавном слободне“, а по слободи трговања са иностранством у „Слободне земље“.

5.1.1.3.2. Ниво економских слобода у БиХ у свјетлу процјена Фрејзер института

У извјештају за 2010.²⁶⁹ извршено је рангирање 141 земље на основу пет критеријума чије вриједности за БиХ су дате у табели бр. 117.

Табела бр. 117.

Оцјена²⁷⁰ БиХ у пет области према Фрејзер институту	
Величина јавног сектора	5,56
Правни систем и заштита права власништва	3,51
Монетарни систем	7,98
Слобода међународне трговине	6,17
Регулатива кредита, радне снаге и бизниса	6,93

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 19.6.2011), стр. 38.

Захваљујући овим оцјенама БиХ је заузела тек 111 мјесто међу посматраним земљама. Да бисмо пластичније показали колики је ово неуспјех, саставили смо и табелу бр. 118, у којој су рангиране ЗУТ према оцјенама Фрејзерових стручњака.

²⁶⁹ Овај извјештај за 2010. године, нажалост, и даље као најсвјежије податке садржи оцјене за 2008. годину.

²⁷⁰ Фрејзер институт користи скалу од 0 до 10 при чему већа вриједност представља виши ниво слобода. Критеријуми по основу којих се врши оцјењивање је могуће наћи на Фрејзер институт, *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf>, (датум приступа: 19.6.2011), стр. 4.

Табела бр. 118.**Рангирање ЗУТ према нивоу економске слобода**

Земља	Ранг у свијету (оцена)	Ранг међу ЗУТ
Естонија	12 (7,73)	1
Словачка	16 (7,60)	2
Мађарска	28 (7,44)	3
Литванија	33 (7,34)	4
Бугарска	36 (7,31)	5
Чешка	46 (7,19)	6
Албанија	48 (7,18)	7
Летонија	55 (7,08)	8
Словенија	61 (6,94)	9
Црна Гора	66 (6,90)	10
Пољска	66 (6,90)	11
Македонија	72 (6,83)	12
Русија	84 (6,62)	13
Румунија	85 (6,58)	14
Хрватска	87 (6,51)	15
Молдавија	87 (6,51)	16
Србија	97 (6,31)	17
БиХ	111 (6,03)	18
Украјина	127 (5,53)	19

Извор: Сачињено на основу оцена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 20.6.2011).

Претходне оцјене само још једном потврђују да се БиХ налази на зачељу европских земаља када се ради о нивоу економских слобода. Из тога закључујемо да ни процес економске либерализације није могао бити у довољној мјери покретачка снага реструктурирања привреде.

5.1.2. Даљи правци реформе у реалном и финансијском сектору

Наше досадашње истраживање и закључци до којих смо дошли би, на одређен начин, остали непотпуни ако не бисмо и предложили мјере које би, по нашем мишљењу, могле помоћи БиХ у достизању економске равнотеже на знатно вишем нивоу од садашњег, или које би бар неутралисале пријетње по стабилност девизног курса на достигнутом нивоу привредног развоја.

При томе, како је у БиХ потребно провести велики број реформи, ограђујемо се од амбиције да ће наши приједлози реформи и појединачних мјера обухватиле све што је

потребно учинити. Ипак, у настојању да не пропустимо најважнија питања наше приједлоге ћемо подијелити у три групе:

1. Пасивне мјере (мјере усмјерене на отклањање постојећих баријера за пословање на тржишним принципима)

2. Активне мјере (подршка развоју домаће привреде али без новчаних давања).

3. Новчана помоћ државе за развој одређених сектора привреде.

Као полазна основа која нам помаже да обухватимо битна питања у пасивним мјерама, користићемо податке из већ поменуте публикације Фрејзер института (*„Економске слободе у свијету“*). Овај извјештај је погодан због тога што обухвата оцјене о слободама у свим секторима економије, па и шире, као и битне параметре окружења који утичу на економску активност. Посебно је за нас погодно, што за сваку оцјену Фрејзер институт наводи којим се критеријумима водио приликом оцјењивања и на основу којих информација и података је дао баш ту оцјену. Тако видимо са су у овом извјештају кориштени подаци из *„Услова пословања“* Међународне банке за обнову и развој, *„Глобалне конкурентности“* Свјетског економског форума, *„Међународног водича кроз ризик по земљама“* ПРС Групе итд.

Преуређивањем битних података из овог извјештаја у складу са потребама нашег рада добили смо поједностављен макроекономски модел привреде (табела бр. 119), у којем се економија једне земље (у овом случају БиХ) посматра кроз подјелу на два сектора; реални и финансијски, док се ниво слобода у сваком од ових сектора опет посматра кроз двије димензије; слобода на унутрашњем тржишту и слобода успостављања економских односа са иностранством. Осим тога, како смо већ рекли, економска активност се не одиграва у вакуму већ у економском окружењу које смо представили преко наредна три реда табеле бр. 119, (монетарна стабилност, ефикасност правног система и величина јавног сектора).

Табела бр. 119.

Економске слободе у БиХ	
	2008 ²⁷¹
Реални сектор	
1. Слобода пословања	5,23
2. Царинске и нецаринске баријере	6,59
Финансијски сектор	
3. Слобода на тржишту кредита	8,87
4. Контрола међународних токова капитала	4,47
Економско окружење	
5. Величина јавног сектора	5,56
6. Правни систем и заштита имовинских права	3,51
7. Монетарни систем	7,98

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 19.6.2011), стр.38.

За нашу анализу битно је нагласити и да је Фрејзер институт једна од оних невладиних институција која промовише развој слободних тржишних економија и њихове оцјене треба схватити у контексту таквог опредјељења. Ови ставови се у начелу подударају са начином размишљања већине аполитичних инвеститора.

5.1.2.1. Мјере усмјерене ка отклањању постојећих ограничења

У једном од наших претходних радова показали смо да у БиХ и даље постоји велики број забрана које у суштини показују недовршеност процеса транзиције²⁷². Иако се не намјеравамо враћати на тај рад, битно је из њега пренијети закључак како БиХ спада у земље које у се „заглавиле“ на путу транзиције будући да нити је брзо и ефикасно провела процес транзиције (примјена шок терапије), нити је имала било какву стратегију управљања овим процесом (градуалистички приступ). Због тога је за њу једина реална

²⁷¹ Као што смо претходно већ нагласили, последњи доступни подаци односе се на 2008., међутим, то не би требало да представља проблем будући да су реформе у БиХ по оцјени многих у потпуности застале од доласка кризе крајем 2008. године.

²⁷² Ђоро, М., „Reasons for otherones succes and Bosnian unsucces in tranzition proces (present situation in BiH, dead-end or new chance)“, Collection of papers from First Internatonal Scientific Conference Crisis of transition and tranzition of crisis, Бања Лука, 28-29 април 2011, стр. 8.

могућност да спроведе реформе до краја како би на тај начин бар уклонила постојеће препреке за бржи привредни раст²⁷³.

5.1.2.1.1. Реформе у реалном сектору

Између многих мјера које се требају предузети како би се отклонили препреке за развој реалног сектора, према нашем мишљењу, посебно су хитне реформе у правцу отклањања законских препрека за отпочињање бизниса, борба против корупције, уклањање спољних царинских и нецаринских баријера (колико је то могуће) за домаћи извоз, те промовисање извозне оријентисаности друштва. Оцјене Фрејзер института које су пренесене у наставку само потврђују исправност оваквог нашег става.

5.1.2.1.1.1. Слобода пословања

У јавности БиХ већ дуже вријеме се расправља о различитим забранама и бирократским препрекама или чак отвореном криминалу који обесхрабрује заинтересоване инвеститоре за предузимање привредних активности у земљи. Да се не ради само о субјективном утиску већ о реалном проблему свједоче оцјене из табеле бр. 120, у којој су представљени критеријуми Фрејзер института, на основу којих је БиХ дата тако ниска оцјену за слободу пословања.

Табела бр. 120.

Критеријуми и оцјене за слободу пословања у БиХ	
Сложеност процедура	2,64
Трошкови администрације	6,66
Почетак бизниса	7,82
Трошкови подмићивања	3,23
Ограничења при издавању лиценци	5,74
Трошкови усклађености пореза	5,27

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 19.6.2011), стр. 38.

²⁷³ Ibid, стр. 10.

Из претходног се види да су посебно слабе тачке земље компликоване процедуре и широко раширено изноуђивање мита од потенцијалних инвеститора.

У задњих 10-ак година много пута су најављиване реформе у облику „гиљотине прописа“ и институционализоване борбе против корупције што само говори да су власти у БиХ врло свјесне да је без ових реформи тешко покренути ствари напријед. Ипак, и једна и друга реформа би директно или индиректно могле захтијевати смањење запослених у јавном сектору. Тако би поједностављење процедура захтијевало смањење бирократије, док би смањење корупције захтијевало приватизацију државних предузећа који су основни генератор корупције и непотизма. Због тога су ове двије неопходне мјере заправо врло непопуларне, па их је тешко спровести.

Из тога закључујемо да је потребна јача политичка воља те подизање друштвене свијести о неопходности реформи како би се снажније кренуло у смањење администрације и приватизацију чиме би се смањила основа за корупцију.

5.1.2.1.1.2. Царинске, нецаринске баријере и субвенције

Када се ради о слободи спољне трговине, из табеле бр. 121, можемо видјети да је једина крупна замјерка стручњака Фрејзер института је да је БиХ спољнотрговински сектор врло неразвијен, поготово за једну тако малу земљу у срцу Европе. Ово није ништа ново и тиме се још једанпут потврђује закључак наше анализе из трећег дијела, а то је да у земљи нису проведене оне реформе које би је учиниле конкурентнијом и укљученом у међународну подјелу рада. Проблем са овом замјерком је што су најзначајније мјере за провођење реформи индиректне тј. усмјерене на раст конкурентности и привлачење страних инвестиција које ће посредно довести до раста извоза, док су мање битне (али и даље значајне) директне мјере. Од тих директних мјера нарочито треба поменути повезивање предузећа у ланце испоруке (дјелови, компоненте), оснивање агенција за кредитирање извоза на нивоу ентитета (што је у Републици Српској дјелимично већ учињено) и боље организовање активности у оквиру дипломатско-конзуларне мреже зарад прикупљања информација о иностраним тржиштима за потребе домаћих привредних субјеката.

Табела бр. 121.

Критеријуми и оцјене за спољнотрговинску размјену БиХ	
Царинске баријере	8,10
Нецаринске баријере	6,63
Величина извозног сектора	1,63
Девизни курс на црном тржишту	10,00

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 22.6.2011), стр. 38.

Што се тиче агенција за кредитирање извоза свјесни смо да је у овом времену кризе, када држава биљежи континуиран буџетски дефицит, доста тешко наћи средства за ову намјену, те да су неопходни кадровски капацитети које мање развијене земље често немају. Ипак, сама чињеница да су већину²⁷⁴ оваквих агенција основале развијене и растуће земље те да чак и Свјетска банка препоручује²⁷⁵ мањим земљама да размотре њихово оснивање за нас је потврда потребе да власти ентитета помогну БиХ извозни сектор и овим путем.

Друга област у којој је могуће направити одређене помаке је поједностављивање процедуре спољнотрговинске размјене. У том смислу БиХ је већ направила крупне искорак кроз споразуме о ЦЕФТА-и и активностима за стицање кандидатског статуса у ЕУ, али према мишљењу аутора овог извјештаја тиме ни изблиза нису исцрпљене све могућности за поправљање стања и у овој области.

Још једно битно питање је политика субвенција. Наш приједлог је да се политика субвенција објективизира сагласно стратегији развоја извоза. Ово ће се постићи ако додјела субвенција буде усмјерена на неутралисање ефеката субвенција које значајни спољнотрговински партнери БиХ додјељују својим привредним субјектима. Тако би привредни субјекти БиХ били доведени у равноправан положај, а не би се политиком субвенција куповао социјални мир и плаћали прекомјерни трошкови бесперспективних сектора док се перспективни, али тренутно потиснути сектори занемарују будућу да у њима тренутно не ради велики број радника.

²⁷⁴ Chauffour, J., Saborowski, C., Soylemezoglu, A., " *Trade Finance in Crisis Should Developing Countries Establish Export Credit Agencies?*" The World bank, WBS 5166. Washington D.C, 2010. стр. 17. (преузето са: <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-5166>, датум приступа: 21.6. 2012. године).

²⁷⁵ Ibid.

Имајући у виду претходно, сматрамо да би са циљем унапређења стања у овој области требало:

- *Оснивати агенцију за кредитирање извоза у ФБиХ и јачање исте у Републици Српској.*
- *Подредити активности „трговинске дипломатске“ потребама БиХ компанија.*
- *Поједноставити извозне процедуре и покретаи иницијативе за склапање уговора о додатном поједностављивању увозних процедура.*
- *Политику субвенција усмјерити ка довођењу привредника из БиХ у равноправан положај са њиховим конкурентима из земаља значајних трговинских партнера.*

5.1.2.2. Реформе финансијског система

Ниво слободе финансијског система не мјери се само на основу слободе пословања на домаћем финансијском тржишту, већ и на основу слободе успостављања финансијских односа са иностранством. Стање у ове двије области доста је различито будући да су власти БиХ биле заинтересоване да омогуће страним финансијским институцијама да отпочну пословање у БиХ, док су имале много опрезнији став када се радило о преузимању власништва над домаћим предузећима од стране страних компанија или о директном задуживању домаћих субјеката у иностранству.

5.1.2.2.1. Слобода на тржишту кредита

Овдје само констатујемо да је БиХ достигла ниво слобода најразвијенијих земаља свијета, због чега нове реформе, бар са становишта либералне економске школе, у овој области нису у фокусу пажње.

5.1.2.2.2. Контрола међународних токова капитала

Ниска оцјена Фрејзер института за слободу токова капитала са иностранством представља најконтрадикторнију оцјену бар са становишта мишљења стручне јавности у

БиХ. Наиме, увржено је мишљење да је БиХ допустила све облике слободних токова капитала са иностранством.

Тако нпр. у већ помињаном извјештају Дирекције за економско планирање БиХ под називом: „*Одрживост аранжмана валутног одбора у БиХ*“, ауторка Ивоне Кристић анализирајући ниво финансијских слобода по различитим критеријумима²⁷⁶ долази до закључка како: „*можемо закључити да у БиХ постоји скоро у цијелости либерализовано кретање капитала на рачуну финансијских и капиталних трансакција*“. До сличног закључка можемо доћи и читајући извјештај Свјетске банке о прекограничним инвестицијама за 2010. (Investing Across Borders 2010).

У овом извјештају експерти ове институције анализирајући слободу СДИ у БиХ оцјењују да постоји 100% слобода инвестирања у 8 од 11 сектора привреде БиХ и високих 85-87% слободе у још два сектора.

Ипак, мишљење Фрејзер института је супротно и оно се може наћи у табели бр. 122.

Табела бр. 122.

Критеријуми и оцјена слободе токова капитала за БиХ	
Ограничење иностраног власништва (Извјештај о глобалној конкурентности)	5,09
Контроле токова капитала	3,85

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације Економске слободе у свијету 2010, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 22.6.2011), стр. 38.

Како онда објаснити ове контрадикторне оцјене? Наше је мишљење да се оне могу објаснити једино преласком са анализе законске слободе на практичну немогућност остваривања тих слобода. Тако док Закон о привредним друштвима Републике Српске²⁷⁷ и Закон о привредним друштвима ФБиХ²⁷⁸ ни једним својим чланом више не помињу било какве забране за нерезиденте приликом стицања власништва над предузећима у БиХ, у пракси је та слобода ипак ограничена недостатком инвестиционих могућности које се

²⁷⁶ Критеријуми које је ауторка користила су слободе у сљедећим трансферима: СДИ, улагање у некретнине, трансакције вриједносним папирима на тржишту новца и капитала, трансакције са акцијама инвестиционих фондова, текући рачун и депозити који се држе код финансијских институција, финансијски кредити, трансфери у извршењу уговора о осигурању и физички пренос финансијске имовине.

²⁷⁷ Службени гласник Републике Српске бр. 127/08, Народна скупштина Републике Српске, Бања Лука, 2008.

²⁷⁸ Службене новине ФБиХ бр. 84/08, Парламентарн ФБиХ, Сарајево, 2008.

огледају у већинском државном власништву над највећим и најздравијим привредним субјектима, али и у уплитању политике у склапање свих озбиљних послова. Слично запажање износи и Свјетска банка у горе поменутом извјештају о прекограничним инвестицијама (Investing Across Borders 2010.), на стр. 92.²⁷⁹

5.1.2.3. Реформе привредног окружења

Привредно окружење у БиХ је дестимулативно за развој економије јер га карактеришу велики јавни сектор (дијелом и због државног задржавања власништва над предузећима од јавног интереса), обимна политика трансфера „угроженим“ јавним предузећима и социјалним категоријама, те са сложеним правним системом који не улијева повјерење у постојање правне државе неопходне за нормално функционисање привреде и друштва. Детаљнију анализу ових проблема са, према нашем мишљењу, најбољим начинима за превазилажење ограничења дали смо у наставку рада.

5.1.2.3.1. Величина јавног сектора

БиХ, као и већина мање успјешних ЗУТ, има проблеме са превеликим јавним сектором који захвата превише средстава, дестимулише инвестиције итд, због чега су неопходне реформе како би се створили повољнији услови за развој привреде. У случају БиХ, посебну важност овом питању дају закључци из дијела у којем смо радили пројекцију кретања девизних резерви, а из којих се види да земља има само два пута ако жели да одржи систем валутног одбора:

²⁷⁹ „Према закону о страним инвестицијама БиХ, страним инвеститорима је дозвољено да инвестирају у било који сектор и под једнаким условима какви важе и за домаће инвеститоре. Ово, у пракси значи да је већина пословних сектора у потпуности отворена за стране инвестиције. Примјетан изузетак општег правила су стратешки сектори као што су издаваштво и медији (гдје је учешће страног инвеститора ограничено на максимално 49% власништва) и пренос електричне енергије који је затворен за стране инвестиције. У пракси, још неки додатни сектори су под државним монополом (као што су ваздушни саобраћај) или их карактеришу олигополске тржишне структуре (као што су телекомуникације и производња електричне енергије), због чега је отежано страним инвеститорима да инвестирају у ове секторе.“

1. Да нађе спољне изворе који ће финансирати трговински дефицит и довести до промјене привредне структуре уз коју би могла да задржи или повећа БДП;
2. Да смањи агрегатну тражњу (која се од 2008. године одржава, прије свега, захваљујући повећаном задуживању државе у иностранству), кроз смањење јавне потрошње како би успоставила равнотежу на нижем (а неки би рекли и реалнијем) нивоу БДП-а.

Иако је први сценарио пожељнији и реформе које предвиђа други сценарио се чине незаобилазним, бар у краћем до средњем периоду, док дугорочне реформе не дају резултате. Критеријуми по којим је Фрејзер институт дао БиХ овако ниску оцјену (табела бр. 123), показују да су проблеми са јавним сектором бројнији од обима јавне потрошње.

Табела бр. 123.

Критеријуми и оцјена величине јавног сектора БиХ	
Јавна потрошња	6,01
Трансфери и субвенције	5,73
Државна предузећа и инвестиције	4,00
Максималне стопе пореза	6,50

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, презето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 23.6.2011), стр. 38.

Ипак, треба имати на уму да Фрејзер институт, слично Кејто или Херитиц института, заговара неутралну непредимензионирану државу, па су и неке од развијених земаља западне Европе, а које су синоними за западноевропски социјализам добиле још ниже оцјене од БиХ (нпр. Шведска је добила оцјену 3,61, а Француска 5,43 итд.). Чак је и Словенија добила нижу оцјену (5,20). Међутим, општи услови у овим земљама се знатно разликују у односу на БиХ због чега сматрамо да БиХ не може себи приуштити социјални луксуз какав себи допуштају ове земље и створити повољну инвестициону климу која нам је неопходна. Због тога се враћамо анализи критеријума због којих је БиХ добила овако ниску оцјену. Као што се види, по мишљењу ових експерата, најзначајнији²⁸⁰ узрочник предимензионираног јавног сектора је задржавање државног власништва над значајним дијеловима привреде. Како смо и о процесу приватизације већ писали у претходном

²⁸⁰ Ипак, ово мишљење треба узети са резервом будући да је изнесено на основу околности из 2008. године, а у међувремену су власти БиХ почеле убрзано да се задужује у иностранству.

дијелу овог рада, нећемо понављати већ изнесене чињенице, већ желимо да предложимо нови талас приватизације за који сматрамо да одговара постојећој ситуацији, како би се овај поцес на најбољи могући начин привео крају који се тренутно не види.

5.1.2.3.1.1. Нови талас приватизације

Сматрамо да приватизација не треба да буде средство за повремено попуњавање буџетских рупа, већ да постане средство за развој конкуренције у Републици Српској и БиХ. У ту сврху сматрамо да би држава требало да велику већину предузећа чији је тренутно власник (изузев неколицине предузећа из „стратешких“ грана), а која представљају законске или пак фактичке монополе, али по својој суштини нису природни монополи, подијели у неколико организационих јединица (што је већ учињено са нпр. Електропривредом Републике Српске) и онда те сегменте приватизује. При томе, начин приватизације за који се залажемо је понуда акција ових предузећа на берзи²⁸¹ радије него директна погодба са потенцијалним инвеститорима. Тако би држава, користећи услуге ревизорских кућа, одредила шта сматра реалном вриједношћу ових компанија из чега би се извлачила и цијена акција. По овој цијени држава би понудила онолико акција колико је тржиште спремно да купи до 100% продаје државног пакета акција. Како се ради о најздравијим предузећима у БиХ, за надати се да би и резиденти ове земље исказали интересовање за куповину ове активе. Тиме би се уједно и смањила могућност страним инвеститорима да на одређен начин уцјењују домаће власти, калкулишући колико су властима заиста неопходни приходи од приватизације. Уз то, евентуални каснији раст цијена акција би отишао у руке првих купаца док би домаћи сектори задржали дио власништва над најздравијим предузећима у земљи. Послије тога би остало на држави да преко Комисије за ХоВ и Антимонополске комисије води рачуна да не дође до нове концентрације ових предузећа у рукама једног или више повезаних лица тј. да једну присилу (државни монопол) не замјени другом присилом (приватни монопол).

Друга битна ствар коју бисмо жељели да уградимо у овај талас је однос ка времену и радној снази. Наиме, свједоци смо да је кроз претходни процес приватизације велики

²⁸¹ Након што је 2008. године Инвестиционо-развојна банка Републике Српске постала државно тијело одговорно за даље провођење приватизације у Републици Српској, овај метод приватизације (понуда акција државних предузећа преко берзе) је постао основни метод даље приватизације.

број предузећа стекао само формалне власнике који су за предузећа врло мало платили па су брзо угасили основну дјелатност, преузели имовину, а раднике послали на биро за запошљавање. Како је остатак предузећа у државним рукама у суштини најздравији дио домаће економије, сматрамо да држава не би требало да се обавезује до када мора завршити приватизацију државног пакета акција (или његовог дијела), како не би обарала вриједност компанија, али и да се држава обавезе да увијек постоји отворена понуда за продају њених акција, све док се за њих не нађу купци. Значи приватизација као стални отворени процес, а не као нужда. При томе, да би се, колико-толико, избјегла арбитражност државе која би могла да поставља нереално високе или нереално ниске услове приватизације, неопходно је да вриједност компанија које се нуде буде одређена од стране свјетски познатих ревизорских кућа. Иако већина ових компанија већ котира на берзи, домаће тржиште капитала је сувише плитко да би се користила текућа тржишна цијена. Свакако битно питање приликом приватизације би било и шта урадити са радном снагом, које у државним предузећима има нешто више него што је неопходно за одржавање процеса рада. Наш приједлог није ни потпуно слободно отпуштање (до чега би дошло без колективног уговора), ни прекомјерна заштита постојећих радника, јер се тиме умртвљује тржиште рада и одвраћају инвеститори у корист малог броја привилегованих појединаца запослених у државним компанијама. Због свега сматрамо да би се требало направити поређење са сличним компанијама у приватном власништву у региону, процјенити колико има прекомјерних радника у сваком државном предузећу и да се за износ њихових плата у тачно одређеном периоду умањи тржишна цијена акција државног предузећа при продаји. Упоредо са синдикатима запослених у овим предузећима би се потписао нови колективни уговор према којем у том периоду не може доћи до смањења укупног броја запослених ни фонда зарада у предузећима. Оваквим уговором са синдикатом би се онемогућио брзи пораст броја незапослених због отпуштања радника из приватизованих предузећа, али би се будућем власнику оставила могућност да отпусти неке од постојећих радника за које сматра да не раде свој посао коректно, и да на њихово мјесто доведе друге за које сматра да ће радити боље.

5.1.2.3.1.2. Реформа јавне потрошња и трансфера

Прво што треба напоменути је да постоји одређена разлика међу ентитетима БиХ када се ради о нивоу јавне потрошње. Тако јавни сектор у Републици Српској захвати и потроши испод 40% БДП-а годишње, док је у ФБиХ тај проценат знатно већи (око 65%). Из тога слиједи закључак да је знатно већи проблем присутан у ентитету ФБиХ, мада их има и у Српској. Међутим, буџетски дефицити у оба ентитета²⁸² од избијања свјетске економске кризе и нивои јавног дуга говоре о потреби прилагођавања нивоа потрошње.

У питање гдје је све конкретно могуће смањити јавну потрошњу нећемо посебно улазити, будући да се ради дијелом и о социјално осјетљивом питању.

Оно што је по нашем мишљењу битно за истаћи је да се реформа јавне потрошње не може свести на замрзавање раста плата и трошкова у јавном сектору, већ да треба да се искористити као инструмент за јачање конкуренције у земљи по моделу по којем је спроведена реформа здравственог система у Републици Српској. То конкретно значи да би корисници услуга чији трошкови падају на терет јавних фондова требали имати могућност слободног избора између државних и приватних институција које пружају ове услуге. Ово је нарочити битан инструмент подизања конкуренције у секторима образовања, здравства, културе, запошљавања итд.

На бази претходног сматрамо да би се требало предузети сљедеће:

1. Замрзавање даљег раста плата у јавном сектору док се реални сектор довољно не опорави од посљедица свјетске економске кризе.
2. Стављање у исти положај јавних и приватних институција када се ради о покривању трошкова који се финансирају из јавних фондова.

²⁸² ЦББХ, *Билтен* 4-2011, табеле бр. 43 и 45.

5.1.2.3.1.3. Реформа пореског система

При оцјени БиХ Фрејзер институт је посматрао земљу као цјелину. Међутим, БиХ као децентрализовану земљу карактерише и сложен порески систем у коме је надлежност за директне порезе дата искључиво ентитетима, док се ПДВ скупља и дијели преко Управе за индиректно опорезивање која дјелује на нивоу БиХ.

Због тога се реформе система директног опорезивања морају свести и извести на нивоу ентитета, при чему је реформа потребнија ФБиХ него Републици Српској, која предњачи са снижавањем пореских стопа. Тако је порез на добит у оба ентитета релативно низак и износи 10%. Код пореза и доприноса на зараде и даље постоји значајна разлика међу ентитетима (однос бруто плате и нето плате у Републици Српској је до краја 2010. према калкулацији²⁸³ Удружења економиста Републике Српске - SWOT-а износио 1,52 исто као и у нпр. Хрватској, док је у ФБиХ износио 1,68). Овако висок порез на доходак у ФБиХ, у комбинацији са ниском продуктивношћу рада у оба ентитета чини радну снагу неатрактивном. Реформе које је неопходно провести у ФБиХ мораће да укључе смањење стопе пореза и доприноса, па се поставља питање како компензовати пад јавних прихода. У суштини најбоље рјешење (смањење администрације) је повезано са политичким питањима (ФБиХ има кантоне који представљају још један ниво власти између ентитета и општина) због чега га нећемо узети у обзир. Због тога остаје једино повећање стопе ПДВ-а које би морало бити договорено са Републиком Српском. Како и Република Српска има буџетски дефицит који се кумулира већ дужи период, наша препорука је да се иде на повећање стопе ПДВ-а, али и да се залеге зараде у јавном сектору како се не би поновио сценарио из 2006. Ово је у складу са постулатима који кажу да у глобализованом свијету треба растеретити пореско оптерећење фактора производње (рада и капитала), а оптеретити потрошњу. У БиХ би оптерећење потрошње требало довести и до смањења исте, што би на крају требало смањити и трговински дефицит.

Из горњег произилази потреба за предузимањем следећих реформи:

1. Смањити порезе и доприносе на зараде у ФБиХ.

²⁸³ Удружење економиста Републике Српске - SWOT, „Економске посљедице повећања стопе пореза на доходак и доприноса у Републици Српској“, табела бр. 2, Бања Лука, 2011.

2.Повећати стопу ПДВ-а, али без раста јавне потрошње.

5.1.2.3.2. Реформа правног система

Одвијање економске активности у земљи у којој не постоји ефикасна правна држава је авантура на коју пристају само ријетки. Због тога је и реформа правосуђа, бар са становишта стварања повољне инвестиционе климе²⁸⁴, незаобилазна тема нашег рада. Ово добија на важности када уочимо да је управо из правног система и заштите имовинских права БиХ добила најнижу оцјену. Критеријуми по којима је БиХ добила овако ниску оцјену сугеришу гдје су слабе тачке правног система БиХ. Ти критеријуми са оцјенама дати су у табели бр. 124.

Табела бр. 124.

Критеријуми и оцјена заштите имовинских права у БиХ	
Независност судија	1,80
Независност судова	1,16
Заштита имовинских права	2,96
Уплитање војске	4,80
Цјеловитост правног система	
Провођење уговора	3,65
Правна ограничења на продају реалне имовине	6,70

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 1.8.2011), стр. 38.

Из претходног се види да су посебно слабе тачке БиХ правосуђа независност судова и судија, заштита имовинских права и провођење уговора.

Занимљиво је да су власти у БиХ под иностраним утицајем предузеле многе кораке како би судове и судије учинили независним. Основани су посебни органи, званично независни од извршне власти (Високо судско и тужилачко вијеће), значајно су подигнута примања судијама, у законску регулативу унешене су одредбе којима се штите судије итд., али независност судства, наше је мишљење, није постигнута. Из свега овога се може закључити да се ради о много дубљем проблему који превазилази само питање судске

²⁸⁴ Занимљиво је примјетити да се у већ помињаном раду, „*Current account deficit sustainability in Bosnia and Hercegovina*“ на стр. 29, помиње корупција као један од битних фактора који умањује вољу страних инвеститора за пласман капитала у БиХ.

независности. Ради се о ниском степену грађанске свијести, у комбинацији са широко распрострањеним сиромаштвом, корупцијом, непотизмом, полтронизмом и апатијом. Ови проблеми се не могу ријешити декретом будући да се ради о дубоко укоријењеним појавама, већ само улагањем у образовање, подизањем свијести и материјалних основа друштва у комбинацији са ригорозним санкцијама за доказана кривична и прекршајна дјела.

Ако се спустимо на конкретнији ниво, оно што можда највише конкретно погађа привреднике у БиХ су дуги и скупи судски поступци за наплату (не)спорних потраживања, дуги поступци за укњижење купљене имовне, па и правна несигурност по питању власништва над купљеном имовином (питање реституције) и ревизије приватизације. Ако се присјетимо да су радници шведског СААБ-а затражили банкрот фирме зато што су им плате касниле 14 дана и да је суд одбио захтјев управе ове фирме да их заштити од банкрота, док у БиХ постоје безбројне фирме у којима радници годинама нису примили плату, а и даље званично раде, онда видимо колико смо далеко од западне праксе, и колико су нам реформе неопходне. Због тога, а познајући општу структуру²⁸⁵ судства у БиХ са циљем подизања ефикасности правног система сматрамо да треба провести сљедеће активности :

- *Да се формира посебна мрежа привредних судова у ФБиХ, те да се појача кадровска основа (и материјална) привредних судова у Републици Српској;*
- *Да се унутар ове мреже судова направи подјела према материјалној вриједности спора тако да се за спорове мање вриједности гарантује доношење првостепене одлуке у року од 45 дана, а другостепене у року од 30 дана од припремног рочишта;*
- *Да се примања судија повежу са бројем донесених пресуда;*
- *У случају да се тужена страна не налази на адреси која је уписана као актуелна (задња промјена) у судском (општинском) регистару, предлагемо да јој се већ на припремном рочишту додјели правни заступник чије трошкове до проналажења тужене стране сноси Република Српска и ФБиХ;*

²⁸⁵ Према Закону о судовима Републике Српске (Службени гласник Републике Српске број 37/12) и Закону о судовима ФБиХ (Службене новине ФБиХ, број 22/06) у Републици Српској постоји пет привредних судова (у сједиштима окружних судова) док у ФБиХ не постоје привредни судови.

- *Да се и у споровима од веће вриједности одреди разумна граница до које мора бити донесена првостепена и другостепена пресуда;*
- *Да се власници приватизоване имовине, у случају накнадне појаве захтијева за реституцију исте, заштите од судских спорова, а одговорност за правичну надокнаду одузете имовине усмјери искључиво на државу;*
- *Да се постави разуман, али и доста кратак рок до када држава може вршити ревизију приватизације.*

Иако су за реализацију ових приједлога потребна додатна новчана средства сматрамо да би стварање ефикасног правног система, бар у овој области, допринијело привлачењу страног капитала и развоју сектора малих и средњих предузећа која су тренутно најпогођенија нестручношћу и спорошћу рада судова на овим предметима.

5.1.2.4. Активне мјере подршке развоју привреде БиХ

За разлику од претходних реформи које имају за циљ отклањање постојећих препрека за развој привреде БиХ, у овом дијелу предлагемо мјере које би директно биле усмјерене на подстицање привредне активности. Мјере које смо ми уочили су:

- Отварање инкубатора за развој малог бизниса у сваком већем мјесту и повезивање фирми са простора СФРЈ преко кластера,
- повезивање дијела великих малопродаваца у Републици Српској и БиХ у јединствену мрежу оснивањем А.Д,
- Оснивање посебног фонд за субвенционисање СДИ у Републици Српској и ФБиХ
- .

Поред ових мјера у БиХ, неопходно је хитно провести и реформе из домена образовања и повезивању привредног реструктуирања са подизањем еколошке свијести.

Наше идеје о реформама у двије посљедње области овдје, ипак, нећемо износити сматрајући да би тиме изашли из домена нашег рада.

5.1.2.4.1. Инкубатори и кластери

У Републици Српској и ФБиХ постоје ентитетске агенције за развој малог бизниса. Међутим, и поред различитих мјера за помоћ и подршку малом бизнису ове агенције до сада нису урадиле пуно на обједињеном пружању помоћи малим фирмама кроз покровитељство у стварању инкубатора малог бизниса. Заправо у цијелој БиХ је крајем 2010. функционисало свега 13²⁸⁶ инкубатора малог бизниса од чега 9 у ФБиХ (Тузла, Сарајево, Мостар, Зеница, Градачац, Жепче, Завидовићи, Јабланица), 3 у Републици Српској (Бања Лука, Требиње и Приједор) и 1 у Дистрикту Брчко. Као што се види, инкубатора је релативно мало с обзиром на број општина у БиХ (140), при чему је нарочито мало инкубатора у Републици Српској (3 у 63 општине).

Ово је чудно с обзиром на процесе деиндустријализације и демилитаризације БиХ захваљујући којима је у скоро свим општинама БиХ остало по неколико неискориштених објеката (бивших касарни и фабрика), као и на велики број незапослених, а радно активних становника којима треба озбиљна помоћ да би започели властити бизнис. Поред тога, у државној управи ради одређен вишак административног особља углавном економског и правног профила о чијем отпуштању (односно, смањивању административног апарата) се повремено покрећу јавне расправе које углавном не заврше конкретном акцијом, док за њиховим услугама постоји реална потреба у овој области.

Због ових околности наш је приједлог да владе ентитета утврде стратегију развоја инкубатора малог бизниса која би од почетка дефинисала да у свакој општини треба да постоји инкубатор адекватан величини општине. С обзиром да су власти закасниле са намјењивањем слободног простора у ове сврхе (најквалитетнији пословни простор су заузеле приватници), држава би требала да се подвргне трошковима адаптације простора у лошијем стању или чак изградње новог простора. Како је у интересу локалне заједнице реализација ових пројеката, који ће на крају пунити и локалне буџете, у њихову реализацију требало би укључити и општине.

Познајући генерално низак образовни ниво и постојећих малих предузетника којем треба додати и неискуство циљне групе која би користила услуге ових инкубатора,

²⁸⁶ Удружење за подузетништво и посао ЛИНК Мостар, „Стратегија развоја пословних инкубатора у БиХ (у подручјима од заједничког интереса)“, Сарајево, 2010, стр. 3.

предлажемо доста интезиван облик помоћи који би поред јефтиног кориштења пословног простора обухватао и запошљавање једног (или више) економисте(а) који би за сва мала предузећа из инкубатора бесплатно водио пословне књиге, запошљавање правника који би у склопу пуног радног времена радио све правне послове за потребе корисника инкубатора, ослобађање корисника инкубатора од локалних такси за оснивање и рад малих фирми, квалитетно опремање бар једне пословне сале која би се користила за битне састанке. Ипак, да овако интезиван инкубатор не би био предмет злоупотребе треба јасно дефинисати када се новооснована фирма сматра довољно великом да престане са бесплатним кориштењем услуга инкубатора (са још једним прелазним периодом у којем ове услуге може користити испод њихове тржишне цијене, али не бесплатно) или до када мора да напусти инкубатор с обзиром да представља бизнис који ни уз сву подршку није успио да се развије.

Друга мјера на којој у БиХ није рађено довољно је оснивање кластера који би повезали фирме са простора бивше земље у јединствену понуду на домаћем и, посебно, иностраном тржишту. Тако у БиХ постоје дрвни, аутомобилски, графички, метални и још неки кластери, али ако погледамо њихове активности можемо видјети да сви они дјелују више као удружења малих привредника него као удружење произвођача из различитих фаза производње који би заједно могли да понуде конкурентан производ (услуге) на међународном тржишту. Због тога предлажемо оснивање кластера између фирми које су некада радиле на стварању сложених индустријских производа СФРЈ као што је била намјенска индустрија или грађевински сектор. Ово би било нарочито значајно за БиХ која је до 1990. била република са трговинским суфицитом захваљујући снажној индустрији, док данас не извози ни један сложен производ. Од овога би користи имале и друге земље региона будући да је најсложенији производ који Србија извози и даље млазни авион Галеб настао у доба СФРЈ, а најсложенији Хрватски производ су бродови који, такође, излазе из старих бродоградилишта. Иако су производни системи из доба СФРЈ застарјели, повезивање ових система у заједничку понуду не ограничава учеснике кластера да дјелују и сами док им омогућава да конкуришу на великим међународним конкурсима на којима се иначе ни би могли појавити самостално.

На бази претходног сматрамо да би се у циљу јачања предузетништва у БиХ и повећања конкурентности земља требало интезивније радити на:

- Отварања интензивних инкубатора малог бизниса у сваком већем мјесту у БиХ.
- Стављању производних кластера на нивоу региона како би се повезали дијелови некад јединствених производних система из доба СФРЈ.

5.1.2.4.2. Повезивање великих домаћих малопродаваца у јединствен ланац у Републици Српској и БиХ

На тржишту БиХ лидери међу малопродајним ланцима су *Конзум* и *Идеа* (Хрватска), *Меркатор* и *Туш* (Словенија), док су од 2009. године присутни и трговински ланац из Србије (*Делта*, *Темпо*), те присутно је и нешто ланаца из даљег иностранства (*Интерекс*). Иако су и ови ланци више него добродошли, јер су употпунили понуду у БиХ, подигли на виши ниво услугу коју пружа овај сектор и уопште подигли ефикасност трговинског сектора (што се види и по затварању великог броја малих продавница), те иако им се не може оспорити да су у понуду уврстили и неке производе из земље, остаје чињеница да је привреда Републике Српске и ФБиХ пропустила да искористе све оне позитивне ефекте (поред негативних, а има и таквих) које формирање ових ланаца у домаћем власништву доноси земљи.

Ту прије свега мислимо на чињеницу да овакви продајни ланци и прије него што се прошире на околне земље имају улогу подизања квалитета, али и квантитета локалне понуде (једноставније речено, подстичу на производњу боље робе у већим количинама). Конкретно, мале фирме добијају прилику да се нађу на рафовима широм земље и ако се покажу као квалитетни снабдјевачи имају прилику да прошире производњу и евентуално створе бренд. За велике фирме које су већ постали одређени брендови ови ланци су једнако значајни, будући да омогућавају покривање националног тржишта на једноставан начин.

Када ови ланци постану лидери на домаћем тржишту, почиње њихова експанзија прије свега у сусједне земље, након чега постају значајан канал извоза широког круга роба, чиме се подиже друштвени производ у земљи гдје имају сједиште, а њихове фирме стичу тржишне позиције које су основа њиховог дугорочног опстанка и напретка.

Колика се важност придаје постојању оваквих ланаца у окружењу можда најбоље потврђују реакције дјела словеначке јавности када је објелодањено да *Агрокор група* (из Хрватске) има намјеру да купи ланац тржишних центара *Меркатор*.

Шта се овдје може учинити? Теоретски двије ствари. 1) покушати снажније укључити домаће произвођаче у понуду постојећих ланаца, 2) радити на стварању дужег трговинског ланца у домаћем власништву.

Иако је покушаја да власти утичу на уврштавање домаћих произвођача у понуду ових ланаца било и прије, они очекивано нису дали значајније резултате. Ово не изненађује будући да су страни малопродавци већ изградили пословне односе са добављачима и било какво мијешање државе у те односе за њих је објективно само сметња и трошак. Због тога су се трудили и трудиће се да заобиђу овакве иницијативе власти. Поготово, јер су свјесни да власти не смију да предузме озбиљније кораке против њих (тима би грубо прекршили прегршт потписаних уговора о слободној трговини итд., а и неке домаће фирме су нашле своје мјесто у оквиру ових ланаца, па би им положај могао бити угрожен). Такође, страни ланци имају и могућност да формално испоштују овај савјет без да се ситуација стварно промијени. Најједноставнији начин за то је да ставе више домаће робе на рафове, али да јој значајно подигну цијену чиме она још једном постаје неконкурентна. Власти наравно не смију да се мијешају у политику цијена трговачких фирми, а објективно цијена је један од ријетких елемената са којим неке домаће фирме још могу да конкуришу страном.

Због тога је једини могући одговор БиХ привреде да покуша организовати један или више ланаца који би, бар у почетку, били у власништву резидената БиХ. Иако би се на први поглед могло помислити да ми предлажемо да власти директно оснују један овакав ланац, такав закључак био би погрешан. Власти немају ни права, ни новца, ни знања да воде један овакав пројекат. Немају права јер би стварањем оваквог ланца у државном власништву довела у питање слободну конкуренцију у земљи и евентуално одвратиле неке нове стране трговинске ланце да дођу да послују код нас. Стварати овакав ланац од нуле тражи огромна новчана средства мјерена стотинама милиона КМ што власти са континуираним буџетским дефицитом у задњих пар година и не могу да ураде. На крају трговински ланац у државним рукама би, прије или послје, постао инструмент политике (повлаштени произвођачи), мамац за корупцију и непотизам.

Умјесто тога сматрамо да би требало прибјећи много елегантнијем рјешењу. То значи на добровољној бази, уз одређен неформални подстицај, повезати постојеће мале ланце у домаћем власништву (скоро у сваком дијелу земље има неки „газда“ са неколико продавница или тржних центара) у јединствен систем. На примјер, могло би се створити акционарско друштво у којем би сваки од ових привредника добио власништво над акцијама сразмјерно вриједности имовине коју је унио у то друштво. Дјелује грубо, али олакшавајућа околност за формирање једног оваквог ланца је и то што су већина ових (домаћих) микро-ланаца већ данас у доста тешкој ситуацији, јер их конкуренција већих и јачих страних продајних ланаца полако али сигурно води до банкрота. Значи, формирање једног оваквог ланца би чак и за њих значило спас, јер би рационализацијом трошкова сада могли да се супротставе већим конкурентима, а власништвом над акцијама би сачували лично богатство које је тренутно угрожено.

Ипак, битно је још једном нагласити да домаће власти ни на који начин не би требале стављати у повољнији положај ове „домаће“ ланце у односу на „стране“, будући да ограничавање конкуренције не би допринијело ефикасности овог сектора.

На крају сматрамо да је сврсисходно да још једном истакнемо предности које би постојање великог трговинског ланца у домаћем власништву имало на трговинске односе БиХ са иностранством. Тако би овај ланац могао представљати инструмент за јачање домаће понуде која би довела до дјелимичне супституције увозне робе домаћом, те би у некој наредној фази ширења овог ланца на околна тржишта овај трговински ланац представљао канал кроз који би роба из БиХ доспјевала до страних купаца. И једно и друго (супституција увоза и олакшавање извоза), допринијело би смањењу робног дефицита БиХ што је, као што смо већ показали, неопходно зарад смањивања притиска на девизне резерве, односно девизни курс.

5.1.2.4.3. Стварање фондова за привлачење СДИ и подстицај извоза

Још једна слаба страна БиХ је што за разлику од неких других ЗУТ не постоје довољно велики и довољно усаглашени фондови за привлачење страних директних инвестиција. Иако постоји Агенција за промоцију страних улагања (ФИПА) њена

функција је чисто савјетодавна²⁸⁷, што узимајући у обзир постојеће политичке околности (ентитети БиХ воде судске спорове око расподјеле прихода са рачуна Управе за индиректно опорезивање, око расподјеле добити са рачуна заједничке електропреносне агенције, око обавеза пензионих фондова, а говори се и о проблему расподјеле добити ЦББХ) није за чуђење. Директна средства која је Влада Републике Српске издвојила за подстицај извозницима у 2011.године износила су око 14²⁸⁸ милиона КМ, што је на извоз од око 2,2²⁸⁹ милијарди КМ недовољно да донесе опипљиве резултате, док су индиректно, кроз субвенционисање новог запошљавања страни инвеститори могли помоћи још до максимално 3.000 КМ по новоотвореном радном мјесту. Додуше, позитивна ствар је да је Република Српска у 2011.године отворила посебну Агенцију која се бави издавањем гаранција за извозне послове домаћим произвођачима. Ипак, све је ово премало да озбиљније подстакне страна улагања и извоз, због чега предлажемо формирање посебних Агенција за промоцију страних улагања на нивоу ентитета, а које би имале и могућност стварања посебних новчаних фондова (за разлику од ФИПЕ БиХ) који би се могли

На преузето сау ФИПА-е, у дијелу *Услуге* стоји :

„ФИПА пружа информације, анализе и савјете потенцијалним инвеститорима о пословном и инвестиционом окружењу, укључујући:

- законодавство које се односи на директне иностране инвестиције
 - подстицаје који се односе на инвестиције
 - економска и пословна кретања у земљи
- ФИПА идентификује и представља постојеће бх могућности за иностране инвестиције:
- инвестиционе пројекте у фази развоја или пројекте који су већ спремни за реализацију
 - предузећа у процесу приватизације
 - домаће фирме које траже иностраног пословног партнера
- ФИПА пружа помоћ потенцијалним инвеститорима и онима који су већ инвестирали у земљи кроз:
- сарадњу са јавним и приватним сектором
 - сарадњу са владиним и невладиним институцијама како би се олакшао привредни развој
 - сарадњу са локалним, регионалним и међународним организацијама како би се побољшало окружење за улагања.“

²⁸⁸ Народна скупштина Републике Српске, *Закон о извршењу буџета Републике Српске за 2011*, преузето са <http://www.narodnaskupstinars.net/cyrl/?page=133&kat=10&vijest=2825>, (датум увида; 7.7.2011).

²⁸⁹ Републички завод за статистику, *Саопштења*: Спољна трговина, Бања Лука, децембар 2010.

користити за привлачење инвестиција и помоћ извозницима. Примјер како је ову област уредила Србија, која је на овом подручју доста активна, дајемо кроз табелу бр. 125.

Табела бр. 125.

Финансијска подршка страним инвестицијама у Србији				
Инвестициони пројекти за које се одобравају средства	Пројекти од посебног значаја	Велики инвестициони пројекти		Средњи инвестициони пројекти
Висина средстава	До 17% од укупне висине инвестиције	До 17% од укупне висине инвестиције	До 20% од укупне висине инвестиције	До 10% од укупне висине инвестиције
Минималан износ улагања	200 милиона евра	100 милиона евра и више	Од 50 до 100 милиона евра	До 50 милиона евра
Минималан број нових радних мјеста	1000	300		150
Директна улагања				
Инвестициони пројекти за које се одобравају средства	Производни сектор		Услуге које могу бити предмет међународне трговине	Стратешки пројекти из области туризма
	Инвестиције у IV групу локалних самоуправа и девастирана подручија	Инвестиције у I,II и III групу локалних самоуправа	На цијелој територији Републике Србије	На цијелој територији Републике Србије
	Висина средстава	4.000 – 10.000 евра по новом радном мјесту	4.000 – 10.000 евра по новом радном мјесту	4.000 – 10.000 евра по новом радном мјесту
	Минималан износ улагања	0,5 милиона евра	1 милиона евра	0,5 милиона евра
Минималан број нових радних мјеста	50	50	10	50

Извор: Сачињено на основу података СИЕПА-е, Финансијска подршка за инвеститоре, преузето са: http://www.siepa.gov.rs/site/sr/home/1/finansiranje/finansijska_podrska_zainvestitore/#Program (датум увида: 30.7.2012).

Као што се види, Влада Републике Србије је спремна да субвенционире нова радна мјеста са средствима која иду чак и до 10.000 евра по запосленом, што је уз просјечну нето плату крајем 2010. године од свега 320²⁹⁰ евра, преко 30 мјесечних зарада.

²⁹⁰ Народна банка Србије, *Статистички билтен* – април 2011, табеле бр. 21 и 26, Београд, 2011.

Осим тога, СИЕПА врши додјелу бесповратне помоћи за извознике, рефундирање трошкова итд, а конкретнији подаци о врстама и нивоу новчане помоћи су дати у табели бр. 126.

Табела бр. 126.

Бесповратна средства за извознике из Србије	
Појединачним привредним субјектима	
Наступ на иностраним сајмовима	Максимално 1.500.000 динара по сајму
Отварање представништва за инострана тржишта	Максимално 2.000.000 динара
Наступ компанија у оквиру организованих привредних мисија /B2B	Максимално 300.000 динара
Истраживање тржишта	Максимално 500.000 динара
Сертификација производа и система за управљање квалитетом	Максимално 1.500.000 динара
Израда промотивног материјала	Максимално 300.000 динара
Пословним удружењима	
Наступ на иностраним сајмовима	Максимално 4.500.000 динара по сајму
Отварање представништва за инострана тржишта	Максимално 20.000.000 динара
Наступ компанија у оквиру организованих привредних мисија /B2B	Максимално 1.000.000 динара
Истраживање тржишта	Максимално 500.000 динара
Сертификација производа и система за управљање квалитетом	Максимално 500.000 динара

Извор: Сачињено на основу података СИЕПЕ из брошуре: Бесповртна средства за извознике, преузето са: http://www.siepa.gov.rs/files/pdf/PIP_2012.pdf (датум увида: 30.7.2012).

Издавања из буџета али и резултати ових активности у пракси нису занемарљиви. У периоду 2008-2010. године Србија је извојила 106 милиона евра за субвенционирање, док су страни инвеститори уложили 566 милиона евра, помоћу којих је отворено 134 компаније које запошљавају око 22.000 радника.

Поред СИЕПА-е која се бави привлачењем страних инвестиција, Република Србија је 2005. године основала посебну Агенцију за осигурање и финансирање извоза (АОФИ) која је у овом кратком периоду осигуравала 442,170²⁹¹ милиона евра извоза, остварила промет по основу факторинга од 143,049 милиона евра, а извозни кредити су премашили 317,293 милиона евра.

²⁹¹ АОФИ, Годишњи извјештај за 2010 годину, преузето са: http://www.aofi.rs/wp-content/uploads/2012/01/AOFI_2010_Srp.pdf, (датум увида: 3.8.2011). стр. 18.

Иако, стварање сличних фондова у БиХ не смије бити основна²⁹² мјера за привлачење СДИ и подстицање извоза, непостојање ових фондова ставља БиХ у инфериоран положај чак и спрам сусједних земаља.

Имајући у виду претходно сматрамо да би требало:

- На нивоу ентитета формирати Агенције за промоцију страних улагања и подстицај извозу које би објединиле сва улагања која се тренутно издвајају у ове сврхе, те саставиле посебне програме за суфинансирања страних улагања којих до сада није било.

²⁹² Заправо, сматрамо да се код овог субвенционисања не ради о неком облику кејзијанске економске политике већ о правичној накнади за тешке услове пословања у земљи која нуди субвенције. Из тога произилази да би земља могла и без ових субвенција ако би провела друге реформе које би инвестирање учиниле лакшим и јефтинијим.

5.2. Србија

5.2.1. Досадашњи резултати на подручју реструктуисања реалног сектора привреде посматраних земаља, ефекти приватизације и либерализације економије

Садашња привредна структура Србије настала је кроз процесе који су се, бар према динамици, значајно разликовали од процеса у друге двије посматране земље. Тако се овај претходни период транзиције може подјелити у два подпериода:

1. Период од дисолуције земље почетком 1990-их, када Србија почиње потпуно самосталан привредни развој, до демократских промјена 2000. године и
2. Период од 2000. године до данас који карактерише убрзавање процеса реструктуирисања кроз масовнију приватизацију, обимнију либерализацију итд.

Нешто детаљније излагање процеса који су створили данашњу привредну структуру Србије дајемо у наставку.

5.2.1.1. Промјена привредне структуре у периоду 1990 – 2000. године

Иако Србија до сукоба на Косову 1998/99 године није имала ратна дешавања на својој територији, период распада СФРЈ са свим негативним ефектима (санкције, крах монетарног система, итд.) очекивано се одразило на промјену њене привредне структуре. О каквим промјенама и у којем обиму је ријеч можемо видјети кроз табелу бр. 127.

Табела бр. 127.

Структура БДП-а Србије и Црне горе 1989. и 2000. године		
	1989.	2000.
Прерађивачка индустрија и рударство	47,5	34,9
Пољопривреда, шумарство, лов и риболов	16,6	23,3
Трговина и оправка	12,6	17,2
Саобраћај, складиштење и везе	6,2	10,3
Грађевинарство	6,1	6,2
Производња електричне енергије, гаса и воде	3,5	2,3
Остало	7,7	5,8
Укупно	100,0	100,0

Извор: Радовић, А., „Улога словеначких непосредних инвестиција у реструктурирању привреде Србије и Црне Горе“ (магистарски рад), Економски факултет Универзитета у Љубљани, Љубљана, 2003, стр. 10.

Као што се види из претходне табеле, процесе у посматраном периоду карактеришу:

1. Смањење значаја прерађивачке индустрије која је са скоро половине БДП-а пала на нешто преко 1/3.
2. Раст значаја пољопривреде.
3. Раст значаја услужних дјелатности (трговине, оправке, саобраћаја, складиштења и везе) са испод 1/5 на преко 1/4.

При томе, слично БиХ, промјена привредне структуре једним дијелом била је и посљедица огромне привредне контракције због чега су већи пад доживјеле дјелатности којима је по природи пословања потребно веће тржиште да би нормално функционисале. О обиму пада привредне активности можда најбоље свједочи чињеница да је БДП 2000. године износио свега 47²⁹³ % БДП-а и 1990. године.

5.2.1.2. Процес приватизације

За приватизацију у Србији карактеристично је да се због сложених друштвених и привредних околности одвијала у више таласа и да се при томе није увијек кретала динамично унапријед (ка расту учешћа приватне својине) већ је неријетко заостајала, а понекад се чак одвијала и уназад. Тако су прве приватизације у Србији почеле 1990.²⁹⁴

²⁹³ ЕБРД, *Транзиционог извјештаја 2001*, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR01.pdf>, (датум увида: 9.7.2011.), стр. 59.

²⁹⁴ *Impact Assessment of Privatisation in Serbia*, Privatization Agency, Belgrade, 2005, стр. 12.

године током мандата савезног премијера Анте Марковића. Овај модел приватизације базирао се на добровољности, промоцији радничког акционарства и докапитализацији, што је одговарало условима у друштву (пракси постојања самоуправних предузећа). Да би се подстакла предузећа да крену у овај облик модернизације, донесена је уредба да је раст плата дозвољен само ако се исплаћује у акцијама. Како је Закон о приватизацији Анте Марковића дозвољавао доста слобода радницима и менаџерима које су понекад биле злоупотребљене, власти у Србији су 1991. године донијеле први властити закон о приватизацији (Закон о својинској трансформацији) који је поштрио услове за приватизацију. До дисолуције земље 1992. године око 1200 предузећа су постала мјешовита по претходна два закона. Занимљиво је да је велики број предузећа у току 1993. године покушао да проведе приватизацију користећи се рупом у закону према којој дуг није био индексиран за кретање инфлације. Међутим, по стабилизацији цијена након монетарне реформе гувернера Аврамовића, донесен је и посебан закон којим су поништени инфлаторни добици грађана.

Сљедећи подстицај приватизацији дао је закон из 1997. године (Закон о радничком акционарству) који је предвидио различите подстицаје који би мотивисали запослене да приватизују своја предузећа. По овом закону је чак до 60% акција било могуће бесплатно подијелити радницима и другим грађанима Србије, најмање 30% се продавало неповлаштеним купцима док је 10% пренесено Пензионим фонду, а евентуалне неприватизоване акције преносиле су се на Акцијски фонд. До 2000. године око 350 предузећа прешло је из фазе процјене вриједности у процес преношења власништва, од чега је у свега 18 предузећа, међу којима је био и Телеком, комплетирао приватизацију по овом моделу. Након промјена 2000. године, прелазна влада је започела приватизацију у 500 углавном здравих предузећа по закону из 1997. године. Међутим, већ у фебруару 2001. године обустављене су даље приватизације до доношења новог закона. Половином 2001. године донесен је тај нови закон који је био радикално различит у односу на претходна рјешења будући да је дао већи значај продаји²⁹⁵ (тендерској за веће фирме, аукцијској за мање, а касније и продаји преко берзе). Можда је најбитније истаћи да је у новом моделу приватизације држава одлучила да смањи формална права радника и

²⁹⁵ У тексту Закона из 2001. године није била предвиђена директна погодба државе и потенцијалних купаца како би се смањила корупција

грађана (30% акција предузећа иде њима) да би могла да понуди већински пакет акција (до 70%) једном инвеститору који би преузео бригу о будућности приватизованог предузећа.

Овај закон је мијењан неколико пута.

Ипак, овај закон се налази у основи масовне приватизације у Србији. Тако је од почетка 2002. до 10.10.2010. према извјештају²⁹⁶ Уније гранских синдиката Србије, Агенција за приватизацију понудила на продају 3.574 предузећа, укупне књиговодствене вриједности 2.560.254.000 евра. Од тога је приватизовано 2.412 предузећа (или 67,5% понуђених предузећа) од чега су остварени приходи од 2.692.283 евра (или 105²⁹⁷% књиговодствене вриједности). Занимљиво је и да је поништено 588 уговора о продаји предузећа (или 24,4%). Посматрајући ове податке могли бисмо закључити како је приватизација у Србији далеко догурала. Да бисмо то провјерили још једном ћемо пренијети мишљење релевантних свјетских институција.

Тако ћемо ради прегледности учињеног напретка пренијети оцјене ЕБРД-а о успјешности приватизације у Србији у два временска тренутка и то 2001.²⁹⁸ и 2010. године (табела бр. 128).

Табела бр. 128.

Оцјена завршености приватизације у Србије по сегментима 2001. и 2010.

	године	
	2001.	2010.
Приватизација малих предузећа	3	4 –
Приватизација великих предузећа	1	3 –
Реструктуисање државе и предузећа	1	2 +

Извор: Сачињено на основу оцјена ЕБРД-а из *Транзиционог извјештаја 2001*, Табеле 2.1 и 2.2, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR01.pdf> (датум увида: 21.7.2011.) и *Транзиционог извјештаја 2010*, табеле 1.1, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10.pdf> (датум увида: 21.7.2011).

²⁹⁶ Уједињени грански синдикати, „Ефекти досадашњих приватизација предузећа“, *Билтен бр.92*, Београд, 2010, стр. 2.

²⁹⁷ Ibid.

²⁹⁸ ЕБРД је први пут посветио нешто простора и Србији (тј у то вријеме Савезној републици Југославији) у *Транзиционог извјештаја 2000*, али се радило о углавном политичким оцјенама док је Југославија са свим показатељима представљена тек 2001.

Претходним оцјенама треба додати и процјену ЕБРД-а из истог извјештаја према којој је 2001. године 40 % БДП-а стварао приватни сектор, док се 2010. године тај проценат попео на (не)задовољавајућих 60%.

Из претходних оцјена се види да је, и по мишљењу ЕБРД-а, Србија начинила одређен помак, али постоји разочаравајуће много простора за даљи непредак.

5.2.1.3. Процес либерализације

У складу са методологијом установљеном за БиХ, ни овдје нећемо излагати конкретне мјере које су власти Србије предузеле како би либерализовале привредни систем, већ ћемо пренијети оцјене свјетски познатих институција (ЕБРД-а, Херитиц фондације и Фрејзер института) о достигнутом нивоу слободе у земљи.

Прве од тих оцјена преносимо кроз табелу бр. 129, а ради се оцјенама из Транзиционог извјештаја ЕБРД-а.

Табела бр. 129.

Индекс транзиције ЕБРД-а за Србију		
	2001.	2010.
Либерализација цијена	3	4
Либерализација спољне трговине	3	4
Политика конкуренције	1	2+↑

Извор: Сачињено на основу оцјена ЕБРД-а из *Транзиционог извјештаја 2001. Табеле 2.1 и 2.2, преузето са:* <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR01.pdf> (датум увида: 21.7.2011) *и Транзиционог извјештаја 2010, табела 1.1, преузето са:* <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10.pdf> (датум увида: 21.7.2011).

Из претходног можемо видјети да је у 2008. години, према оцјени ЕБРД-а, Србија добила доста добре оцјене за либерализованост цијена и спољне трговине, а врло лоше за политику конкуренције. У односу на оцјене из 2001.године напредак је примјетан али не и импресиван с обзиром да се ради о релативно дужем временском периоду.

Друга институција чију оцјену преносимо је Херитиц фондација. Просјечна оцјена Србије према *Индексу економских слобода* ове фондације износила је 58, што у рјечнику ове институције значи да Србија спада у „главном неслободне“ земље. Захваљујући томе

Србија се пласирала тек на 38 мјесто међу европским земљама, односно на 101 у свијету (од ранжираних 179).

И по оцјенама Фрејзер института „Economic freedom of the world 2010“, Србија није примјер земље која поштује економске слободе (табела бр. 130), па је смјештена на 97 мјесто међу 141 посматране земље²⁹⁹.

Табела бр. 130.

Оцјена нивоа економских слобода у Србији према Фрејзер институту	
Величина јавног сектора	6,40
Правни систем и заштита права власништва	4,74
Монетарни систем	7,34
Слобода међународне трговине	6,68
Регулатива кредита, радне снаге и бизниса	6,40

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 27.7.2011), стр. 135.

Према подацима из извјештаја „Economic freedom of the world 2010“, иза Србије су по овом критеријуму остали само БиХ и Украјина. Из претходних оцјена се види да процес либерализације у Србији није одмакао онолико далеко колико би се могло очекивати с обзиром на дужину протеклог времена.

Занимљиво је и овдје провјерити да ли су процеси приватизације и либерализације у посматраном периоду довели до значајнијег реструктуирања привреде. У ту сврху ћемо користити табелу бр. 131.

Из доње табеле видимо да је у периоду 2000 – 2010. године дошло до, скоро, драматичне промјене привредне структуре, у сваком случају много драматичније него у периоду 1989 – 2000. године. Главни „губитници“ у овом процесу били су индустрија, рударство, пољопривреда и државна управа и одбрана док су „добитници“ трговина, финансијско посредовање, образовање, здравство итд.

²⁹⁹ Фрејзер институт, *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 27.7.2011), стр. 135.

Међутим, не треба заборавити да је РБДП Србије у истом периоду порастао за око 44%, што значи да је апсолутни пад мањи чак и у „губитничким“ секторима него што би сте могли помислити посматрајући проценте.

Табела бр. 131.

Бруто додата вриједност Србије по дијелатностима (учешће), у текућим цијенама 2000. и 2010. године	2000	2010
Пољопривреда, шумарство и рибарство	18,2	8,5
Рударство	1,2	1,5
Прерађивачка индустрија	21,7	13,5
Снабдјевање електричном енергијом, гасом, паром и климатизација	0,6	3,1
Снабдјевање водом; управљање отпадним водама, контролисање процеса уклањања отпада и сличне активности	0,8	1,2
Грађевинарство	3,5	4,0
Трговина на велико и трговина на мало; поправка моторних возила и мотоцикала	7,6	9,3
Саобраћај и складиштење	3,7	4,6
Услуге смјештаја и исхране	0,9	1,0
Информисање и комуникације	3,3	4,3
Финансијске дјелатности и дјелатност осигурања	1,8	3,3
Пословање некретнинама	13,2	11,2
Стручне, научне и техничке дјелатности	1,8	3,4
Административне и помоћне услужне дјелатности	0,9	1,5
Државна управа и одбрана; обавезно социјално осигурање	6,4	3,5
Образовање	2,3	4,2
Здравствена и социјална заштита	3,7	5,2
Умјетност; забава и рекреација	0,7	1,3
Остале услужне дјелатности	0,6	1,3
Дјелатност домаћинства као послодавца; дјелатност домаћинстава која производе робу и услуге за сопствене потребе	0,1	0,1
Дјелатност екстериторијалних организација и тијела		

Извор: Сачињено на основу података РЗС Србије из *Базе података: БДП по дјелатностима у текућим цијенама (учешће)*, преузето са; <http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/public/ReportView.aspx> (датум увида: 14.8.2011).

Оваква релативна кретања нам говоре да су реформски процеси у Србији довели до пада значаја реалних сектора (индустрије, пољопривреде, рударства) док су на њихово мјесто дошли услужни сектори.

5.2.2. Даљи правци реформе у реалном и финансијском сектору

Поштујући методологију коју смо већ користили за БиХ, као полазна основа ће нам послужити преуређени подаци из публикације Фрејзер института „Economic freedom of the world 2010“, а који су дати у табели бр. 132.

Табела бр. 132.

Критеријуми и оцјена нивоа економских слобода у Србији према Фрејзер институту	
	2008 ³⁰⁰
<i>Реални сектор</i>	
1. Слобода пословања	4,80
2. Царинске и нецаринске баријере	6.68
<i>Финансијски сектор</i>	
3. Слобода на тржишту кредита	8.68
4. Контрола међународних токова капитала	4.21
<i>Економско окружење</i>	
Величина јавног сектора	6,40
Правни систем и заштита имовинских права	4,74
Монетарни систем	7.34

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 15.8.2011), стр. 135.

Из горње табеле је лако уочити, да је по мишљењу поменутог института Србија у процесу либерализације, врло различито одмакла у различитим областима. Тако је у либерализацији спољне трговине одмакла даље него у стварању тржишне климе у земљи. Високо је либерализовала пословање банака у земљи, али и даље значајно контролише токове капитала са иностранством, јавни сектор и монетарне власти добијају позитивне оцјене, али не и правни систем земље.

³⁰⁰ Као што смо претходно већ нагласили, последњи доступни подаци односе се на 2008. годину, међутим, то не би требало да представља проблем будући да су реформе у БиХ по оцјени многих у потпуности застале од доласка кризе крајем 2008. године.

5.2.2.1. Мјере усмјерене ка отклањању постојећих ограничења

Ниске оцјене различитих међународних организација, као што су Херитиџ фондација и Фрејзер института, о условима пословања у Србији резултат су, у већој мјери, и даљег постојања великог броја различитих баријера, а тек у мањој и недостатка активних мјера за подстицање привредног развоја. Због тога носиоци економске политике у Србији морају своје активности усмјерити, прије свега, на отлањање ових ограничења, а у циљу подизања конкурентности земље.

5.2.2.1.1. Реформе у реалном сектору

Након што је Србија у протеклом периоду, у великој мјери провела процес спољнотрговинске либерализације, реални сектор ове земље се и даље сусреће са бројним препрекама на домаћем робном тржишту у облику контроле цијена, тешкоћа у добијању лиценци, сложеним административним процедурама те многим другим ограничењима.

5.2.2.1.1.1. Слобода пословања

Србија је за слободу пословања добила оцјену 4,80 што по критеријумима Фрејзер института представља негативну оцјену. Стручна јавност, власти па чак и шира јавност неријетко говори о неопходним реформама у овој области. Међутим, реформе се, бар по мишљењу аналитичара Фрајзер института, не проводе ни изблиза у довољној мјери да би Србија ушла у круг земаља у којим се пословање одвија на тржишним принципима. О томе свједоче и оцјене по појединим критеријумима дате у табели бр. 133.

Табела бр. 133.

Критеријуми и оцјена слободе пословања у Србији	
Контрола цијена	2,00
Сложеност процедура	1,93
Трошкови администрације	5,67
Почетак бизниса	9,49
Трошкови подмићивања	4,70
Ограничења при издавању лиценци	2,92
Трошкови усклађености пореза	6,87

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету* 2010, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 15.8.2011), стр. 135.

Из претходне табеле види се да су највећа ограничења за нормално пословање у Србији сложене административне процедуре, и даље огромно мијешање државе у одређивање цијена и тешко долажење до лиценци. Трошкови подмићивања су такође оцјењени високим мада нису толико критични као претходна три питања (проблема). Ставка за коју је Србија добила одличну оцјену су услови за започињање бизниса.

О сложеним административним процедурама нећемо посебно говорити будући да је њихово уклањање одавно предвиђено „гиљотином прописа“. Много је сложеније питање државног административања при одређивању цијена. Ово је релативно тешко питање будући да Влада Србије и даље посједује, контролише или се у уговорима о приватизацији обавезала да ће одржавати одређен (заштитнички) ниво цијена у великом број јавних и бивших јавних предузећа. Контрола ових цијена се правда социјалним разлозима али и одржавањем цјеновне стабилности. Рјешавање овог питања је уско повезано са процесом приватизације јавних предузећа и повећањем слободе при издавању лиценци.

Због претходно наведеног сматрамо да би власти Србије требале да крену у много снажнију приватизацију јавних предузећа (уз изузетак свега пар предузећа из „стратешких“ сектора), при чему основни циљ приватизације неће бити „крпљење буџетских рупа“ већ излазак државе из привреде. У таквим приватизацијама држава не би морала да обезбјеђује монополски, или бар олигополски положај будућим власницима, а како би остварила већу продајну цијену.

5.2.2.1.1.2. Царинске, нецаринске баријере и субвенције

Оцјена 6,68 за слободу спољнотрговинског пословања представља једну од виших оцјена коју је Србија добила од Фрејзер института, али и показује да постоји још значајан простор за даља унапређење и у овој области. Разлог зашто Србија није добила већу оцјену лежи, прије свега, као и у случају БиХ, у недовољно развијеном извозном сектору (табела бр. 134).

Ипак, Србија је по овом критеријуму (величина спољнотрговинског сектора) добила значајно бољу оцјену од БиХ.

Табела бр. 134.

Критеријуми и оцјена слободе спољнотрговинског пословања у Србији	
Царинске баријере	7,92
Нецаринске баријере	6,92
Величина спољнотрговинског сектора	4,36
Девизни курс на црном тржишту	10

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 15.8.2011), стр. 135.

Што се тиче препорука за унапређење постојећег стања, очигледно је да је из много разлога битно даље радити на стварању услова за развој већег, али и даље здравог извозног сектора. Ту се Србија налази у нешто бољој ситуацији од БиХ будући да поред развијенијег извозног сектора има и већ основане Агенцију за осигурање и финансирање извоза (АОФИ) те Агенцију за привлачење страних инвестиција (СИЕПА).

И на отклањању царинских и нецаринских баријера се доста радило у протеклом периоду кроз различите облике интеграција (ЦЕФТА, ЕУ интеграције итд.), тако да је за царинске баријере Србија добила скоро па одличну оцјену (иначе, да подсјетимо да оцјена изнад 8 показује да постоји висок ниво слободе).

5.2.2.1.2. Реформе финансијског система

Слично ситуацији у БиХ, финансијски систем Србије добио је високе оцјене за услове пословања у земљи и неупоредиво ниже оцјене за слободу токова капитала са иностранством.

5.2.2.1.2.1. Слобода на тржишту кредита

Овдје само констатујемо како је Србија достигла висок ниво слобода на домаћем финансијском тржишту (оцјена 8,68), због чега нове реформе овог сегмента привредног система нису у фокусу наше пажње.

5.2.2.1.3.2. Контрола међународних токова капитала

Овдје је Србија добила врло лошу оцјену, при чему су оцјене Фрејзер института (4,21) супротстављене оцјенама Свјетске банке из извјештаја Investing accross borders 2010. по којем у Србији постоји апсолутна слобода страних улагања у 10 од 11 сектора (једини сектор у којем су стране улагања ограничена су медији). Ако томе додамо да је Светска банка дала Србији врло високе оцјене и за једноставност процедура које је потребно проћи при покретању новог страног бизниса у земљи, ниска оцјена Фрејзер института још више чуди. Међутим, треба подсјетити да Свјетска банка анализира законодавство земље док се Фрејзер институт преузима мишљење у овом случају Свјетског економског форума (Извјештај о глобалној конкурентности) које се углавном базира на анкети заинтересованих лица (у овом случају страних инвеститора). Ова посљедња група, чини се, није претјерано задовољна искуствима при инвестирању у Србију од чега потичу ове ниске оцјене. То практично значи да иако су закони добри, а процедуре једноставне, при њиховој имплементацији страни инвеститори наилазе на различите препреке. Како се из извјештаја Фрејзер института и Свјетског економског форума не виде конкретне практичне препреке при инвестирању, не можемо дати ни конкретне приједлоге за поправљање стања. Ипак, власти Србије би могле да спроведу одговарајуће анкете, у сарадњи са Удружењем страних инвеститора, и утврде ове разлоге. Не би нас изненадило да резултат ове анкете буде закључак како су страни инвеститори изједначени у правима са домаћим инвеститорима, само за разлику од њих нису навикли на третман који домаћа привреда има у овом друштву.

5.2.2.1.4. Реформа привредног амбијента

Поред директних ограничења за несметано тржишно пословање у Србији, постоји и већи број фактора који долазе из шире схваћеног привредног окружења и који отежавају развој економије. Међу овим факторима посебну пажњу треба посветити значајном фискалном оптерећењу, те недовољној заштити права приватне својине.

5.2.2.1.4.1. Величина јавног сектора

Као што се види Србија је за величину јавног сектора од Фрејзер института добила доста ниску оцјену (6,40). Ипак, овдје треба имати на уму све оно што смо већ објаснили на примјеру БиХ, а то је да се ради о оцјени из угла присталица либералне економске школе. Тако су неке развијене европске земље, са снажном социјалном државом, добиле и ниже оцјене. Међутим, за разлику од њих, Србија овај луксуз себи тешко може да дозволи у ситуацији када покушава да устоличи нови модел привредног развоја базиран на (добрим делом страним) инвестицијама. Због тога Србија мора да обрати пажњу на критеријуме због којих је добила овако ниску оцјену. Према овим критеријумима (табела бр. 135), Србија мора значајно да смањи трансфере и субвенције и да скреше јавну потрошњу. Поред тога, овдје препоручујемо исто што смо препоручили БиХ, а што препоручује и група еминентних аутора, а то је да трансфери и субвенције привреди престану бити социјална и политичка категорија и постану инструмент за довођење домаћих привредних субјеката у равноправан положај са иностраном конкуренцијом.

Табела бр. 135.

Критеријуми и оцјена величине јавног сектора у Србији	
Јавна потрошња	5,46
Трансфери и субвенције	4,63
Државна предузећа и инвестиције	8,00
Максималне стопе пореза	7,50

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету* 2010, преузето са: <http://www.Фрејзеринститут.орг/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 17.8.2011), стр. 135.

Ипак, Србија је добила доста добру оцјену за величину државних предузећа и инвестиција, што значи да је приватизација истих одмакла и да србијанска држава није носилац инвестиција. С обзиром да се Фрејзер институт у 2010. години позива на оцјене из 2008. године, занимљиво би било видјети новије мишљење након што су власти Србије представиле читав низ озбиљних (углавном инфраструктурних) пројеката које ће, углавном, финансирати стране државе уз учешће (директно или индиректно) Владе Србије.

Што се тиче пореског оптерећења овдје је Србија добила осредњу оцјену захваљујући стопи пореза на добит од 10%, збирној стопи пореза и доприноса на плате од 68%, те диференцираној стопи ПДВ-а од 18% и 8% (на основне животне намјернице).

Уочљиво је да је оптерећење зарада високо и на нивоу онога у ФБиХ, док је стопа ПДВ-а у просјеку нешто нижа. Због тога, и из истих разлога које смо навели за БиХ сматрамо да би власти Србије требале да смање оптерећење рада, а повећају индиректне порезе, што је и препорука многих³⁰¹ еминентних економисти из Србије.

5.2.2.1.4.2. Реформа правног система

Оцјена 4,74 за квалитет правног система и посебно заштиту права приватне својине је најнижа оцјена коју је Србија добила за факторе који чине привредни амбијент. Због тога би реформа правног система требала бити на врху приоритета. Када се ради о критеријумима на основу којих је Србија добила ову оцјену они су наведени у табели бр. 136.

Табела бр. 136.

Критеријуми и оцјена заштите права у Србији	
Независност судија	3,04
Независност судова	2,72
Заштита имовинских права	4,03
Уплитање војске	6,67
Цјеловитост правног система	5,83
Провођење уговора	3,92
Правна ограничења на продају реалне имовине	6,98

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 20.8.2011), стр. 135.

Из претходног се види да су посебно слабе тачке правосуђа независност судова и судија, провођење уговора и заштита имовинских права. Прве двије оцјене су стручњаци Фрејзер института преузели из *Индекса глобалне конкурентности* Свјетског економског форума, трећу из *Улова пословања* Свјетске банке, а четврту на *Међународног водича за ризик по земљама* ПРС групе.

³⁰¹ Арсић, М., Алтипармаков, Н., Ранђеловић, С., Бучић, А., Васиљевић, Д., Левитас, Т., „Пореска политика у Србији, поглед унапред“, USAID Segа пројекат Београд, 2010.

Како су код Србије слабе тачке практично исте као и у случају БиХ, што говори о сличном стању, сматрамо да би власти Србије такође требале да раде на реформи правосуђа која би довела до значајног скраћивања рокова за доношење правоснажних пресуда и заштити од ревизије приватизације уколико није прекршен уговор о куповини државног удјела.

5.2.2.2. *Активне мјере подршке развоју привреде Србије*

Влада Србије је у протеклом периоду предузимала различите мјере подршке развоју привреде. Иако постоји још много простора за унапређење, основни правци дјеловања су већ ту. Тако у Србији крајем 2010. према подацима Мреже бизнис инкубатор центра Србије (МбиС) функционише 11³⁰² инкубатора, док је 6 било у припреми. Иако овај број свакако није задовољавајући, битно је нагласити да је након почетне подршке различитих међународних организација, од 2010. године. Влада Србије планирала средства за ове намјене. Ако погледамо географски распоред инкубатора, уочавамо да Београду недостаје више инкубатора (крајем 2010. године имао је свега два на око два милиона становника) те да западној Србији и Санцаку недостаје инкубатора, док су југоисточна Србија и Војводина нешто боље покривени.

Пуно боља ситуација је када се ради о кластерима. Према подацима³⁰³ Министарства економије и регионалног развоја Србије, захваљујући Програму за поршку развоју кластера 2006 – 2011. године (у почетку уз финансијску поршку Краљевине Норвешке), крајем 2010. године у Србији је дјеловало 26 кластера у којима је учествовало 869 предузећа са преко 31.000 запослених. Укупан приход остварен преко кластера превазилазио је 1 милијарду евра (по приходу су водећи Галенит кластер за сакупљање и рециклажу истрошених акумулатора и батерија са приходом од око 350 милиона евра, те Аутомобилски кластер Србије са око 280 милиона евра прихода). И овдје је потребно наставити тренд раста кластера, али је битно примијетити узлазни тренд у задњих пет година.

³⁰²Бизнис иновациони центар, преузето са, www.bicg.rs/sr/mreza-inkubatora/pregled (датум увида: 23.8. 2011).

³⁰³ Кластери Србије (Министарство економије и регионалног развоја), преузето са, <http://klasteri.merr.gov.rs/>, (датум увида: 5.9.2011).

Што се тиче малопродајних мрежа у Србији, ту је и без државне подршке (!) успостављена значајна концентрација која је већ била предмет разматрања Антимонополске комисије Србије (случај Делта-Максија тј. Делеза), што значи да је даља концентрација највећих ланаца непожељна или чак незаконита.

И када се ради о привлачењу СДИ, односно подршци извозу, Србија је земља која издваја значајна средства за ове намјене кроз рад СИЕПЕ и АОФИ-а.

Имајући на уму претходно изнесено сматрамо да би власти Србије требале посебно усмјерити своје активности ка снажнијој помоћи у оснивању и раду инкубатора малог бизниса, те повести рачуна о равномјернијој географској распрострањености истих.

5.3. Хрватска

5.3.1. Досадашњи резултати на подручју реструктуисање реалног сектора привреде посматраних земаља, ефекти приватизације и либерализације економије

О посљедицама ратних дешавања на привредна кретања у Хрватској није тако једноставно говорити будући да Влада Хрватске није чекала завршетак рата да би провела значајне реформе (за разлику од БиХ), а сама земља није била изложена економским санкцијама тако да процеси ратног реструктуирања, приватизације и либерализације нису јасно раздвојени.

5.3.1.1. Ратно реструктуисање и смањење привреде

Хрватска је република СФРЈ која је, након БиХ, била најпогођенија ратним дешавањима. Тако је укупну ратну штету Државна ревизија за попис и процјену ратне штете Хрватске процјенила на 65,35³⁰⁴ милијарди ДМ, што је донекле преувеличан

³⁰⁴ Министарство рада и социјалне скрби Републике Хрватске (Државна ревизија за попис и процјену ратне штете), „*Ратне штете, издаци за бранитеље, жртве и страдалнике рата у Републици Хрватској*“, доступно на: <http://www.rsp.hr/ojs2/index.php/rsp/article/viewFile/225/996>, датум увида: 13.10.2011.

податак, будући да ова процјена укључује чак и дијелове трошкова за учешћа Републике Хрватске у рату у Босни, материјалну помоћ Хрватима у БиХ, итд.

БДП Хрватске је у истом периоду опао за око 20% тј. са 24,4³⁰⁵ милијарде америчких долара 1990. Годије на 19,872 милијардих амерички долара 1996. године, док је на минимуму 1993. године пад износио чак 55% БДП-а из 1990. Ефекти ових трауматичних дешавања на структуру БДП-а дати су у табели бр. 137.

Табела бр. 137.

Структура БДП-а Хрватске 1990. и 1996. Године

Структура БДП-а	1990.	1996.
Пољопривреда	11	7,1
Индустрија	36	27,6
Услуге	53	65,3

Извор: Сачињено на основу података Министарства регионалног развоја, шумарства и воденог господарства Републике Хрватске из *Стратегије регионалног развоја 2011-2013*, Загреб, 2010, стр. 9 и властита калкулација на основу података Државног завода за статистику Републике Хрватске; *Припоњење: табела 1.2. – Бруто додана вриједност по дјелатностима и БДП од 1995. до 2009, текуће цијене*, преузето са: www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2012/12-01-03_01_2012h.xlsx (датум увида: 20.8.2011).

Као што се може видјети основни ефекти се огледају у:

1. Деиндустријализацији;
2. Значајном смањење удјела пољопривреде у БДП-у;
3. Значајном порасту удјела услуга у БДП-у.

5.3.1.2. Процес приватизације

Процес приватизације у Хрватској одликује већи значај ранијих фаза у односу на друге двије земље и још већа вишефазност. Тако након приватизације из доба СФР Југославије (приватизације Анте Марковића), која је као што смо то већ рекли прекинута избијањем ратних дешавања, Хрватска на чијој се територији још водио рат доноси *Закон о претворби* (1991.) који је у великој мјери заправо закон о приватизацији. Тако се тим законом у којем се налаже да сва некада друштвена предузећа (изузев „стратешких“) претворе у акционарска друштва са јасније дефинисаним власништвом. Ово претварање (претворба) је могло бити обављено продајом акција запосленима уз велике дисконте,

³⁰⁵ Државни завод за статистику Републике Хрватске, *Статистички љетопис за 1996*, Загреб, 1997, стр. 14.

претварањем потраживања у акције и удјеле (што су углавном искористиле банке), продајом предузећа трећим лицима итд. Битно је нагласити да се радило о аутономној, децентрализованој приватизацији која се углавном базирала на промовисању радничког акционарства. Проблем са овом фазом приватизације била је, прије свега, немогућност да се у ратним околностима одреди адекватна вриједност капитала предузећа. Друга фаза приватизације почиње доношењем Закона о приватизацији 1996. године. Овај закон је требао да проведе приватизацију у оним предузећима која нису провела претворбу (опет изузимајући стратешка предузећа) овај пут на централизованом начин, уз оснивања Хрватског фонда за приватизацију на кога је пренесено власништво над 2/3 акција, удјела те Пензионог фонда (1/3). Трећа фаза почиње 1998. године доношењем Закона о ПИФ-овима. Ова фаза представља облик ваучерске приватизације уз специфичност да су ваучере добиле само посебне групе грађана (углавном ратни војни ветерани, избјеглице и други који нису учествовали у претворби). Четврта фаза се тиче ревизије приватизације која почиње 2001. године и званично је завршена 2004. У овој ревизији уочене су бројне неправилности (тачније 1.936) са поднесеном 71 кривичном пријавом, али без значајнијих санкција за починиоце, углавном због застарјелости. Тек 2011. године Хрватски сабор је донио *Закон о незастарјевању ратних злочина и ратног профитерства* чиме је учинио сувислим наставак ревизије приватизације. Треба напоменути да је у међувремену хрватски сабор доносио посебне законе који су се односили на приватизацију „стратешких“ предузећа (хрватских телекомуникација 1999, ИНЕ 2002, хрватске електропривреде 2002. итд.).

Како је због вишефазности и дјелимичне децентрализованости процеса приватизације за Хрватску тешко сакупити егзактне податке о томе колико је предузећа приватизовано, а поготово колико је средстава уплаћено за капитал. Умјесто тога кроз табелу бр. 138. само преносимо оцјене ЕБРД-а о успјешности приватизације у Хрватској у два временска тренутка (на почетку процеса тј. 1992./93. и у 2010. године).

Табела бр. 138.

Оцјена завршености приватизације у Хрватској по сегментима 1992. и 2010.

	године	
	1992./93.	2010.
Приватизација малих предузећа	3,5	4+
Приватизација великих предузећа	2	3+
Реструктуисање државе и предузећа	1	3

Извор: Сачињено на основу оцјена ЕБРД-а из *извјештаја „Процјена земљине стратегије за Хрватску 2005“*, табела бр. 1, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/evaluation/croatia.pdf> (датум увида 20.8.2011) и *Транзиционог извјештаја 2010*, табела 1.1, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10.pdf>, датум увида (20.8.2011).

Као што се види, Европска банка за обнову и развој одличним оцјењује приватизацију малих предузећа, док је реструктуисање државних предузећа највише напредовало, али и даље заостаје.

Претходним оцјенама треба додати и процјену ЕБРД-а према којој је у 2010.-ој 70% БДП-а Хрватске стварао приватни сектор, као и да је већ 2000. године тај проценат износио 60%, што говори у прилог тврдњи да се процес приватизације у Хрватској одвијао нешто раније него у друге двије земље.

5.3.1.3. Процес либерализације

У складу са праксом усвојеном за друге двије земље, и овдје ћемо пренијети оцјене свјетски познатих институција о достигнутом нивоу слободе у земљи у различитим временским периодима (табела бр. 139). Прве од тих оцјена преносимо из Транзиционог извјештаја-а, чије смо дјелове и до сада користили.

Табела бр. 139.

Индекс транзиције ЕБРД-а за Хрватску 1992. и 2010. године

	1992.	2010.
Либерализација цијена	3	4
Либерализација спољне трговине	3	4+
Политика конкуренције	1	3

Извор: Сачињено на основу оцјена ЕБРД-а из *Country strategy evaluation for Croatia 2005*, табела бр. 1, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/evaluation/croatia.pdf> (датум увида 29.8.2011) и *Транзиционог*

извјештаја 2010, табела 1.1, преузето са: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10.pdf>, датум увида (29.8.2011).

Из претходне табеле можемо видјети да је крајем посматраног периода Хрватска, од стране особља ЕБРД-а, добила високе оцјене за либерализованост цијена и спољне трговине, али тек добре оцјене за политику конкуренције. Занимљиво је да је у односу на оцјене из 1992. године, највећи напредак постигнут управо на пољу политике конкуренције.

Херитиџ фондација је у свом *Индексу економских слобода* Хрватској дала укупну оцјену 61.1, што значи да се по нивоу слобода Хрватска једва угурала у групу „углавном слободних“ земаља. Захваљујући томе се пласирала на 12 мјесто међу ЗУТ, те на 35 мјесто међу европским земљама, односно на 82 у свијету (од ранжираних 179).

По оцјенама Фрејзер института „Economic freedom of the world 2010“, Хрватска је (заједно са Молдавијом) смјештена на 87 мјесто међу 141 посматраном земљом свијета, и на 15 мјесто међу 19 ЗУТ.

Оцјене Фрејзер института на основу којих је Хрватска ранжирана у другу (лошију) групу земаља дате су у табели бр. 140.

Табела бр. 140.

Оцјена нивоа слобода у Хрватској према Фрејзер институту	
Величина јавног сектора	5,32
Правни систем и заштита права власништва	6,35
Монетарни систем	8,09
Слобода међународне трговине	6,39
Регулатива кредита, радне снаге и бизниса	6,56

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 29.8.2011), стр. 55.

Из свих пренесених оцјена могло се видјети да је процес либерализације у Хрватској далеко мање завршен од онога што би се могло очекивати с обзиром на дужину трајања самог процеса и прокламованих циљева власти ове земље.

Као и у претходним случајевима и овдје смо жељели провјерити да ли су процеси приватизације и либерализације довели до додатног (и очекиваног) реструктуисања привреде. У ту сврху ћемо користити табелу бр. 141.

Табела бр. 141.

Структура БДП-а Хрватске 1996. и 2010. године (базичне цијене).		
Структура БДП-а	1996.	2010.
Пољопривреда, шумарство, лов и риболов	7,1	5,5
Индустрија, рударство и снабдјевање ел. Енергијом	24,1	19,0
Грађевинарство	6,7	6,7
Промет и везе	8,5	7,3
Трговина и угоститељство	13,7	11,1
Хотели и ресторани	3,2	4,5
Финансијско посредовање и пословање некретнинама	19,0	27,3
Јавна управа и одбрана, образовање, здравство и остале друштвене и социјалне дјелатности	17,4	18,7

Извор: Власита калкулација на основу података Државног завода за статистику Републике Хрватске из Приопћења бр. 12.1.3, табела 1.1.2. – Бруто додана вриједност по дјелатностима од 1995. до 2009, преузето са: http://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2012/12-01-03_01_2012.htm, (датум увида: 20.8.2011) и сачињено на основу података Народне банке Хрватске, *Стандардни презентацијски формат 1 тромјесечја 2011*, Структура бруто додате вриједности (у текућим цијенама) 2011, преузето са <http://www.docstoc.com/docs/99735099/Standardni-prezentacijski-format>, (датум увида 14.7.2012).

Из табеле се види блажа динамика процеса реструктуисања привреде Хрватске у овом, постконфликтном периоду, у односу на динамику ових процеса у току рата.

Основни тренд је било смањење значаја индустрије, а у мањој мјери и пољопривреде, трговине и угоститељства. С друге стране, највећи раст су доживјеле гране финансијског посредовања и пословања некретнинама.

Опет подсјећамо да се овдје ради о релативним вриједностима те да је раст РБДП-а од 46,5%, односно раста НБДП-а за 204%, довео до тога да се у апсолутним вриједностима значано повећала новостворена вриједност у свим секторима.

Из претходног би се могло закључити да су процеси приватизације и либерализације у Хрватској у претходном периоду водили смањењу учешћа недовољно конкурентног реалног сектора и расту финансијског сектора који је задовољио кредитну глад привреде и становништва изашлих из рата.

5.3.2. Даљи правци реформе у реалном и финансијском сектору

Специфичност Хрватске је у томе што је у току писања овога рада приводила крају преговоре са Европском комисијом о придружењу ЕУ. Ти преговори су обухватили многа битна питања укључујући и привредне реформе, па се усвајање и имплементација европских стандарда одвијала убрзано. Тиме долазимо у ситуацију да до тренутка када

овај рад буде јавно изнијет можда ставови о стању реформи у Хрватској неће бити довољно тачни. Ипак, овај ризик је мањи ако се присјетимо става Фрејзер института, Херитиџ фондације и других либералних институција о ЕУ. Тај став се може сумирати у критици европске праксе социјалних држава и неефикасне бриселске администрације. Због тога ове институције сматрају да прикључење ЕУ од земаља кандидата не захтијева потпуне либералне реформе, већ прије свега усаглашавање форме.

Оцјене Фрејзер института о нивоу економских слобода у Хрватској дате су у табели бр. 142.

Табела бр. 142.

Ниво економских слобода у Републици Хрватској	
	2008.
<i>Реални сектор</i>	
1. Слобода пословања	5,07
2. Царинске и нецаринске баријере	6,55
<i>Финансијски сектор</i>	
3. Слобода на тржишту кредита	9,37
4. Контрола међународних токова капитала	3,87
<i>Економско окружење</i>	
Величина јавног сектора	5,32
Правни систем и заштита имовинских права	5,65
Монетарни систем	8,09

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 29.8.2011).
стр. 55.

Из горње табеле се може видјети да аналитичари поменутог института сматрају да постоји висок степен слободе на тржишту кредита и либералан монетарни систем, док је Хрватска добила незадовољавајуће оцјене у домену контроле токова капитала са иностранством, слободе пословања на домаћем тржишту и величине јавног сектора.

5.3.2.1. Мјере усмјерене на отклањање постојећих ограничења

Занимљиво је примјетити да је најслабије оцјене Хрватска добила у истим оним областима као и Србија (сложеност процедура, контрола цијена, ограничења при издавању лиценци, те уска извозна база). То говори да су транзицијски процеси, и поред свих различити у околностима, ипак имали доста заједничких тачака.

5.3.2.1.1. Реформе у реалном сектору

И поред одмаклости Хрватске у процесима ЕУ-интеграција, оцјене о тржишности пословања на унутрашњем робном тржишту нису високе. Нешто боља ситуација је са нивоом слобода у домену спољнотрговинске размјене.

5.3.2.1.1.1. Слобода пословања

Хрватска је за слободу пословања добила оцјену 5,07 што је практично негативна оцјена. Критеријуми на основу којих је дата су презентоване у табели бр. 143.

Табела бр. 143.

Слобода пословања у Хрватској	
Контрола цијена	3,00
Сложеност процедура	2,53
Трошкови администрације	4,82
Почетак бизниса	9,16
Трошкови подмићивања	4,78
Ограничења при издавању лиценци	3,38
Трошкови усклађености пореза	7,80

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 29.8.2011), стр. 55.

Из претходне табеле се види да су најслабије тачке Хрватске сложене процедуре, владина контрола цијена и тешкоће при добијању лиценци.

Поправљањем стања у овим областима драстично би се поправила укупна оцјена. Имајући на уму горе изнесено сматрамо да би власти Хрватске, ако желе да либерализују услове пословања на домаћем тржишту, требале да:

- Проведу „гиљотину прописа“;
- У социјалној политици се више окрену директним трансферима, а мање администрирању цијенама;

- Ојачају конкуренцију на домаћем тржишту либерализацијом процедуре доласка до лиценци.

5.3.2.1.1.2. Царинске, нецаринске баријере и субвенције

Оцјена од 6,55 за слободу спољнотрговинског пословања показује да постоји још доста простора за даљу либерализацију ове области иако је Хрватска још 2000. године постала чланица СТО, а члан је и ЦЕФТЕ. Оваква, у великој мјери осредња оцјена произилази из простог разлога, који често наглашава ММФ, а то је уска извозна база Хрватске (табела бр. 144, четврти ред). Тако царинске баријере нису проблем будући да је чак 80%³⁰⁶ размјене са иностранством ослобођено царина. Нешто већи проблем су нецаринске баријере, код којих постоји још доста простора за побољшање.

Табела бр. 144.

Слобода трговине са иностранством у Хрватској	
Царинске баријере	8,71
Нецаринске баријере	6,76
Величина спољнотрговинског сектора	3,40
Девизни курс на црном тржишту	10,00

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 29.8.2011), стр. 55.

У оваквој ситуацији тешко је дати неку одређену препоруку, осим уклањања нецаринских баријера, поготово јер је Хрватска већ основала Агенцију за промоцију извоза и страних улагања (АПИУ), Влада Хрватске је већ доносила програме подстицања извоза (као што је Хрватска извозна иницијатива 2007-2010.) али без неких посебних резултата, те с обзиром да је Хрватска већ годинама земља са највећим субвенцијама у региону (значајно субвенционирше три извозне гране; пољопривреду, бродоградњу и туризам). Тако је у 2010. пољопривреда на 100 евра извоза добијала подстицај од чак 33 евра.

³⁰⁶ Ову оцјену износи Хрватска господарска комора на свом преузето сау www.hgk.hr.

5.3.2.1.2. Реформе финансијског система

Још раније смо показали како је финансијски систем Хрватске један од најразвијенијих у региону, како по нивоу задужености грађана (табеле бр. 51), задужености привреде код домаћих банака и банака у иностранству (табела бр. 82. и 90). Међутим, оцјена за ниво слобода токова капитала са иностранством је, упркос *de jure* либерализације исте, изразито ниска.

5.3.2.1.2.1. Слобода на тржишту кредита

Укупна оцјена коју је Хрватска добила за овај сегмент је одлична (9,37) и изведена је из следећих под-оцјена датих у табели бр. 145.

Табела бр. 145.

Слободе на тржишту кредита у Хрватској	
Власништво над банкама	10,00
КонкурENCIЈА страних банака	8,00
Кредити приватном сектору	9,47
Контрола каматних стопа	10,00

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 5.9.2011), стр. 55.

Као што се види, финансијски посредници имају потпуну слободу при формирању каматних стопа, а само стицање власништва над овим институцијама је слободно од државне контроле. Учешће страних банака у укупној активи банкарског сектора је такође врло високо мада је у овом сегменту Хрватска добила најнижу оцјену од четири кориштена критеријума.

5.3.2.1.2.2. Контрола међународних токова капитала

Овдје је Хрватска слично БиХ и Србији добила врло лошу, па чак и лошију оцјену (3,87) која је супротстављена тврдњама Хрватске господарске (привредне) коморе (ХГК) и

оцјенама Свјетске банке из извјештаја Investing accros boarders 2010. о стању у овој области.

ХГК се у својим тврдњама како су стране инвестиције добродошле позива на Закон о трговачким друштвима и Закон о страним улагањима према којима су права странаца изједначена са правима домаћих инвеститора. Свјетска банка са своје стране даје оцјену како је у Хрватској постоји апсолутна слобода инвестирања у 10 од 11 сектора (изузетак је транспорт, посебно ваздушни, гдје је страно власништво ограничено на 49%).

Разлоге за ово одступање оцјене једног либералног института од оцјена Свјетске банке можемо наћи само у одступању праксе од законских рјешења. Као што смо већ истакли, стање у пракси се испитује анкетама страних улагача који очито нису превише задовољни третманом који имају у Хрватској. Због тога хрватским властима савјетујемо да проведу анкету којом ће утврдити разлоге незадовољства страних инвеститора и предузму активности на отклањању тих препрека.

5.3.2.1.3. Реформа привредног амбијента

С обзиром на нешто виши ниво развоја Републике Хрватске било је за очекивати да су носиоци економске политике учинили више на изградњи повољног привредног амбијента. Ипак, Фрејзер институт дао је Хрватској релативно ниске оцјене у овој области, узроковане, прије свега, задржавањем концепта социјалне државе који се огледа у изразито прогресивним стопама опорезвања дохотка те релативно великим захватом државе из чега се финансира обимна секундарна прерасподјела.

5.3.2.1.3.1. Величина јавног сектора

Фрејзер институт је Хрватској дао оцјену 5,32 што значи да по њиховом мишљењу ова земља има драматично велики јавни сектор. Ипак, при тумачењу ове оцјене још једном треба имати на уму да су неке развијене европске земље, са снажном социјалном државом добиле још и ниже оцјене. Међутим, свједоци смо да чак и те европске земље, полако али сигурно смањују стечене повластице како би постале конкурентније у глобализованом свијету. Хрватска је још мање конкурентна од њих, па тако потребе за

бржим привредним растом захтијева кораке у правцу смањења јавног сектора што је једна од основних препорука³⁰⁷ ММФ-а. Када говоримо о смањењу јавног сектора табела бр. 146. (на основу које је дата овако ниска оцјена), нам сугерише шта Хрватска треба да уради:

Табеле бр. 146.

Оцјене величине јавног сектора у Хрватској	
Јавна потрошња	4,73
Трансфери и субвенције	5,06
Државна предузећа и инвестиције	10,00
Максималне стопе пореза	1,50

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 9.9.2011), стр. 55.

Као што се види, Хрватска нема проблема само са значајем државних предузећа и величином државних инвестиција који према овој оцјени скоро да не постоје. С друге стране највећи проблем је врло висока максимална стопа пореза³⁰⁸. Овдје се мисли на порез на доходак, односно на праксу претјерано прогресивног опорезивања. Тако, док је просјечно пореско оптерећење на нивоу онога које је било у Републици Српској прије измјена у 2011.³⁰⁹, дотле постоји велика разлика међу пореским разредима (табела бр. 147).

Табеле бр. 147.

Порески разреди пореза на добит у Хрватској	
Разред (у кунама)	Износ пореза
До 3.600	12%
3.600 ; 10.800	25%
10.800	40%

Извор: Удружење економиста Републике Српске SWOT, *Економске посљедице повећања стопе пореза на доходак и доприноса у Републици Српској*, табела бр. 4, преузето са: <http://www.swot.ba/index.php?modul=sekcije&poziv=aktivnost&ids=1&ida=63>, датум увида: 15.10.2011.

³⁰⁷ Хрватска – Консултације у вези с чланом IV Статута ММФ-а одржане 2011, *Закључна изјава*, 16. мај 2011.: „*Фискална политика треба спријечити даље повећање мањка у 2011. одређивањем додатних резова у потрошњи и, у средњорочном раздобљу, поништити раст јавног дуга те створити простор за дјеловање политике у циљу макроекономског управљања проводећи консолидацију засновану на расходима*“, преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11159.pdf>, датум увида: 15.10.2011.

³⁰⁸ Овдје је Фрејзер институт, користио матрицу по којој оцјена зависи од висине пореског оптерећења и пореских разреда. Ова матрица се може наћи у *Economic freedom of the world 2011*, стр.192. преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/publicationdisplay.aspx?id=2147483733>, датум увида: 15.7.2012.

³⁰⁹ *Економске посљедице повећања стопе пореза на доходак и доприноса у Републици Српској*, Удружење економиста Републике Српске - SWOT, Бања Лука, 2011.

Како се либерални економисти не слажу са концептом прогресивног оптерећивања, одатле долази овако лоша оцјена. И друге стопе су доста високе, па тако стопа пореза на добит износи 20%, док постоје три стопе ПДВ-а; 23% (општа), 10% (на туристичке услуге) и 0% (основне прехранбене производе).

Иако оцјене нису тако ниске и јавна потрошња и ниво субвенција се морају смањити да би у очима либералних економиста Хрватска добила изглед повољне инвестиционе дестинације.

5.3.2.1.3.2. Реформа правног система

Оцјена 5,65 за квалитет правног система и посебно заштиту права приватне својине у међувремену ће, вјероватно, бити знатно поправљена с обзиром на значајне напоре правосудних органа Хрватске у 2011. да се обрачунају са корупцијом. О значају ових напора можемо судити на основу табеле бр. 148. из које се види да је генерално ниска оцјена добијена управо због ниске независности судова и судија.

Табела бр. 148.

Оцјена рада правног система Хрватске према Фрејзер институту	
Независност судија	3,49
Независност судова	2,67
Заштита имовинских права	4,94
Уплитање војске	8,33
Цјеловитост правног система	8,33
Провођење уговора	5,40
Правна ограничења на продају реалне имовине	6,39

Извор: Сачињено на основу оцјена Фрејзер института из публикације *Економске слободе у свијету 2010*, преузето са: <http://www.fraserinstitute.org/uploadedFiles/fraser-ca/Content/research-news/research/publications/economic-freedom-of-the-world-2010.pdf> (датум увида: 15.9.2011), стр. 55.

Међутим, из табеле се види да ни заштита имовинских права и провођење уговора нису на задовољавајућем нивоу. Због тога је потребно спровести сличне реформе које смо препоручили за БиХ и Србију, а које се састоје у скраћивању правних процедура у споровима у којима је једна од страна привредни субјект, те заштиту од ревизије приватизације и других стечених имовинских права уз компензацију државе оштећеној страни (ако оштећени није сама држава). Овим би треће стране биле измирене, држава

платила своје грешке из прошлости, а не би био нарушен принцип правне сигурности који је од посебне важности за стране инвеститоре.

5.3.2.2.2. Активне мјере подршке развоју привреде Хрватске

Власти Републике Хрватске су раније (у односу на БиХ и Србију) почеле са усвајањем пракса развијенијих земаља у развоју предузетништва. Због тога су им и резултати знатно бољи. Конкренто у Републици Хрватској је према евиденцији и процјени Министарства привреде у 2011. дјеловало чак 22 развојне агенције, 32 инкубатора малог бизниса, 60-ак кластера, 40-ак предузетничких центара и око 330 пословних зона.

Што се тиче инкубатора малог бизниса, просјечан инкубатор је 2008. године, бројао 8 чланова са по четири запослена на простору од 720 м² ³¹⁰. Позитивно је што пракса показује да је проценат фирми које су се развије у инкубатору и преживјеле првих пар година у Хрватској око 77³¹¹%, за разлику од 35% фирми које су основане ван инкубатора. Ипак, с обзиром да у Хрватској има 430 општина постоји још доста простора за даљи развој инкубатора.

У министарству привреде Хрватске је регистровано 46³¹² кластера у којима делује 504 предузећа са око 25.000 радника. У Хрватској господарској комори процјењују да их има око 60, да просјечан кластер има 25 чланова, те да их је 95% основано „одоздо“ тј. као интересно удруживање без утицаја државе. Свега 15% је регистровано као д.о.о. док је остатак у облику удружења (због чега их је тешко тачно пребројати). Хрватска држава је у протеклом периоду сачинила два документа који се односе на развој кластера и то: „Хрватска извозна иницијатива“, у којој се предвиђа оснивање шест кластера и „Стратегија развоја кластера у Хрватској 2011 - 2020.“, која ће помоћи повлачењу средстава из ЕУ фондова намијењених у ове сврхе. Занимљиво је да се кластери у Хрватској нарочито развијају након доласка кризе 2008. године, а највећи напредак је

³¹⁰ Лончар, Ж., „Сустав жупанијских подузетничких инкубатора – излаз из кризе?“, доступно на: www.investitor.org, датум увида: 16.10.2011.

³¹¹ Пословни инкубатор Шибеник, *Најчешића питања, преузето са:* <http://www.podi-sibenik.com/hrv/pin-faq.asp>, датум увида: 16.10.2011.

³¹² *Стратегија развоја кластера у Републици Хрватској 2011-2020*, Министарство gospodarства, рада и подузетништва Републике Хрватске, Загреб, 2011, стр. 9.

остварило неколико дрвних кластера захваљујући којима је Хрватска и у временима кризе повећала извоз намјештаја.

Што се тиче малопродајних ланаца, Агрокор група (власник *Конзума* и *Идее*) је апсолутни регионални лидер. Тако се приходи ове групе у 2009. процјењују³¹³ на 2,67 милијарди евра, док другопласирани *Меркатор* остварује 2,64 милијарде, а трећа *Делта-Махи групација* (тј. сада је то већ *Делез групација*) „тек“ 1 милијарду евра. У тренутку писања овог рада није била сигурна завршница преговора о преузимању Меркатора од стране Агрокор групе, којом би, чак и ако буде остварен тек прост збир заједничких прихода он износио преко 5,3 милијарде евра, што је на нивоу 42% БДП-а БиХ у 2010. години. Поред тога у Хрватској дјелује још неколико великих малопродајних ланаца.

Што се тиче подршке извозу ту је Хрватска, такође, већ доста тога урадила кроз формирање и рад Агенције за промоцију извоза и страних улагања (АПИУ).

Наша анализа показује да су процеси приватизације и либерализације, у све три земље, вођени на доста сличан начин.

Тако су успјешно проведене реформе у правцу стварања слободних финансијских и монетарних система, док се касни са стварањем слободног унутрашњег робног тржишта (сложене административне процедуре, трошкови корупције итд). Такође се мора још доста радити на либерализацији токова капитала са иностранством (смањењу фактичких, а не законских контрола, будући да су законске препреке углавном отклоњене) и јачању правне заштите инвеститора и повјерилаца.

Ако ове реформске процесе сагледамо кроз једну ширу слику, видјећемо да је овакво провођење реформи довело до реструктурирања привреде у правцу смањивања значаја реалног сектора, а у корист раста значаја посебно финансијског сектора.

Ипак, лимити даљег раста финансијског сектора (о чему смо говорли у III дијелу) би могли да доведу, и већ су дјелимично довели, до стварања притисака на стабилност девизних курсева.

Због тога смо сугерисали читав низ мјера за сваку земљу појединачно, водећи рачуна о околностима у свакој од њих, како би процеси привредних реформи били у великој мјери употпуњени, а што би требало да подстакне поновни раст реалног сектора.

³¹³ Процјену је извршио Deloitte, преузето са: http://www.deloitte.com/view/hr_HR/hr/industrije/sektorirokepotronje/494d6a988ad9c210VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm, датум увида: 19.10.2011.

То би кроз пораст конкурентности истог, и уз привлачење страних инвестиција, требало да отклони дугорочне притиске на стабилност девизних курсева.

Заправо, у случају успјешног провођења реформи то би требало да учини да тежиште бриге монетарних власти и у будућености буде питање цјеновне стабилности, али у условима брзог раста тражње (тј. питање цјеновне стабилности у околостима обимног прилива девиза), умјесто питање цјеновне стабилности у околностима притисака за девалвацијом девизних курсева који пријете да наруше базично повјерење у монетарне власти и изазову пораст инфлације.

ДИО VI – ЗАКЉУЧАК

Циљ овог истраживања било је тражење одговора на питање каква политика девизног курса је оптимална за три посматране земље, док нам је хипотеза била да се ради о таквом облику ове политике који може да осигура стабилност девизног курса.

У складу са тим овај рад је структурисан тако да смо пошли од анализе скорашњих искустава три земље са ефектима вођених монетарних политика, затим смо прешли на анализу средњерочне одрживости изабраних оквира монетарних политика (чији је битан дио и политика девизног курса), те смо у посебном дијелу анализирали могућност кориштења политике девизног курса за постизање платно-билансних циљева. На крају, анализирали смо и стање реформи у свакој од посматраних земаља како бисмо могли дати конкретне сугестије како подићи конкурентност ових земаља и тиме осигурати дугорочну макроекономску стабилност неопходну за вођење било какве кредибилне монетарне политике.

Закључак првог дијела рада базиран на компарацији ефеката монетарних политика вођених у протеклом периоду, сумиран у једној реченици би могао да гласи: искуства са оквирима монетарних политика у БиХ и Хрватској (дакле у земљама које су усвојиле оквири монетарне политике базирани на режимима фиксних девизних курсева) била су много боља од искустава Србије која је много мање пажње посветила стабилности девизног курса. Исказано у бројкама – монетарни систем Србије је показао одређене предност у само једној од једанаест посматраних области (највиша адекватност капитала банака), а ни овај критеријум није примарно монетарне већ регулаторне природе, те сјенку на његов значај бациле су највише стопе проблематичних кредита и прије (а посебно) након 2008. године у којој криза захвата и ове три земље. У чак пет критеријума (стабилност цијена, апресијација билатералног реалног курса, монетаризација буџетског дефицита, утицај девизног курса на стабилност финансијског система и подложност шпекулативним ударима) монетарни систем Србије је показао инфериорне резултате у односу на друга два. Од тих пет критеријума највише пажње је побуђивала подложност монетарног система Србије шпекулативним ударима (у теорији би друге двије земље требале да буду подложније), али је она проистицала из повремено масивних интервенција НБС на девизном тржишту са циљем спријечавања претјераних осцилација девизног

курса. Осим тога, као што се могло видјети у ових пет критеријума по којима је монетарни систем Србије био лошије оцјењен од друга два, нисмо уврстили флукутабилност девизног курса и утицај монетарне политике на штедњу у земљи иако смо и то могли са много разлога. Прво смо могли уврстити, јер основна сврха флукутабилног девизног курса (стабилизација реалног девизног курса или пак повећање конкурентности земље) у посматраном периоду очито није била остварена. Други критеријум могли смо уврстити због тога што и поред највећих стопа раста штедње у Србији (што је последица касније монетарне стабилизације послје које долази до највећег релативног раста), сама валутна структура исте је говорила о значајно мањем повјерењу резидената Србије у њихову националну валуту.

Ипак, треба нагласити да у овом дијелу нисмо анализирали утицај изабраних оквира монетарне политике на платни биланс, што је за овај рад битно питање. Ово (ни)смо учинили због тога што се радило о врло сложенем проблему који је због тога постао предмет детаљне анализе у четвртом дијелу рада. Међутим, чак и површна анализа је показала да ниједан кориштени оквир монетарне политике није у посматраном периоду остварио велику ефикасност у рјешавању платно-билансних проблема. С обзиром да оквири монетарних политика у БиХ и Хрватској нису ни дозвољавали кориштење политика девизног курса у ове сврхе, док монетарна политика НБС-а очито није ријешила овај проблем, сматрамо да остављање овог питања за накнадну детаљнију анализу није довело у питање основне закључке овог дијела рада.

Овај дио истраживања омогућио нам је и да упоредимо резултате два режима фиксног девизног курса (класичног режима фиксног девизног курса и монетарног одбора). Ти резултати су у основним показатељима били практично исти (стабилност цијена, номиналног курса спрема валуте за коју су везани, реалног курса, те када се радило о монетаризацији буџетског дефицита). Овим се потврдило мишљење да досљедно провођење политике фиксног девизног курса може дати у основи исте резултате као и валутни одбор. Међутим, валутни одбор је показао одређене предности када се ради о умањењу депресијацијског притисака проистеклог из понашања јавности (што, између осталог, доприноси стабилности финансијског система) и у одвраћању од шпекулативних удара. С друге стране, монетарне власти Хрватске искористиле су нешто шири овлашћења, те су се боље припремиле за борбу са кризом која је захватила земљу 2008. године. То је

омогућило наставак кредитног раста и након доласка кризе због чега је профитабилност банкарског сектора Хрватске остала нешто виша, баш као и адекватност капитала. Битно је примјетити да је ово умањило притиске на стабилност финансијског система Хрватске на начин да је смањило мотиве страних банака да повуку инвестирани капитал, што није био случај у БиХ.

У трећем дијелу, у којем смо разматрали одрживост примјењених рјешења, такође смо дошли до занимљивих закључака итекако релевантних за провјеру наше хипотезе. Прије свега проблеми са којима су се суочавале посматране земље били су различити. Основни проблем валутног одбора у БиХ било је директно преношење кретања девизних резерви на ниже новчане агрегате. Основни проблем Србије биле су доста сложене околности које нису ишле на руку изабраном оквиру монетарне политике и тиме су умногоме отежале Народној банци Србије да обезбиједи достизање постављених циљева, док су проблем Хрватске биле неадекватне девизне резерве.

Што се тиче одрживости примјењених рјешења, наша истраживања су показала да се у најтежој ситуацији налазио валутни одбор у БиХ. Конкретније, анализе су показале да је овако крут оквир монетарне политике у комбинацији са неконкурентном привредном структуром и отвореношћу земље ка иностранству довео до подложности земље спољним шоковима те је у перспективи доведена у питање и сама одрживости валутног одбора (због снажног притиска на девизне резерве). Олакшавајућа околност била је то што су наша истраживања показала да, бар према расположивим подацима, раст зарада ни у једној од посматраних земаља није био бржи од раста продуктивности.

Народна банка Србије се, такође, крајем посматраног периода нашла у проблемима са изабраним оквиrom монетарне политике. Овај оквир је уведен у периоду обилног дотока девиза када се чинило да би могао да помогне јачању кредибилитета НБС. Међутим, врло брзо су се околности промијениле на лошије и то доласком кризе 2008. године. Ситуација високе евроизације, јако пригушеног канала каматних стопа, ригидности цијена у земљи на доље, није говорила у прилог тврдњи о постојању ефикасне монетарне политике. Међутим, притисак на девизне резерве је, према нашим истраживањима, био знатно мањи него у случају БиХ.

Хрватска народна банка је, с друге стране, добро процијенила ефикасност појединих инструмената монетарне политике, па се определијелила, прије свега, за

кориштење обавезних резерви и других административних мјера. Налази истраживања су показали и да је цјеновна стабилност у Хрватској, у посматраном периоду, била посљедица солидног кредибилитета монетарних власти заснованог на чврстоћи девизног курса у комбинацији са отвореношћу земље гдје су се преко трговинског дефицита неутралисали инфлаторни притисци, док је у знатно мањој мјери била резултат политике стерилизације. Такође, према резултатима овог истраживања, раст девизних резерви ХНБ-а чији ниво је од стране ММФ-а у прошлости оцјењен као неадекватан укупном спољном дугу земље, није упитан у будућности, поготово с обзиром на перспективе Хрватске након уласка у ЕУ 2013. године.

У контексту наше хипотезе, налази ових истраживања само су потврдили у теорији добро познату чињеницу према којој су фиксни режими девизних курса, са аспекта одрживости, прихватљиво рјешење само ако постоји здрава привредна структура или добре развојне перспективе. Ипак, то не треба схватити као одбацивање хипотезе, већ као упозорење и другим нивоим власти (ван монетарних) да сnose одговорност за одрживост стабилних девизних курса.

Иако наша хипотеза не ограничава ово истраживање само на питање утицаја политике девизног курса на платни биланс, наслов је тако конципиран да нам се ово питање заправо намеће као прво међу једнаким у истраживању ефеката изабраних режима девизног курса. Због тога смо овом питању посветили посебан дио рада, а закључци до којих смо дошли сумирани у једну реченицу недвосмислено говоре у прилог тврдње да су девизни курсеви били фактор од маргиналног утицаја на трговински дефицит у протеклом периоду. До оваквог закључка смо дошли ослонивши се превасходно на релевантна истраживања Народне банке Србије и Хрватске народне банке (на жалост у Централној банци БиХ нису вршена оваква истраживања, или бар нису учињена јавно доступним), те дијелом и на властита истраживања. При томе је занимљиво примјетити да истраживања за Хрватску показују да, за период посматрања, није било могуће у потпуности искључити тврдњу да су се активнијом политиком девизног курса могли постићи одређени ефекати у виду смањења трговинског дефицита. Ипак, имајући на уму значај стабилног девизног курса за неутралисање инфлаторних очекивања, те да Хрватска велики дио трговинског дефицита ионако покрива девизним приливима од туризма, ХНБ је процијенила да би активније кориштење политике девизног курса Хрватској донијело више штете него

користи. Истраживања за БиХ и Србију у потпуности су искључила могућност ефикасног кориштења политике девизног курса за отклањање платно-билансних проблема.

Анализа стања привредних реформи ослоњена на оцјене међународних организација тржишне провиниенције показала је да све три земље имају још много тога да учине како би створиле повољне услове за развој привреде, прије свега кроз смањење државног апарата, одлучнију борбу против корупције, јачу заштиту имовинских права итд. С друге стране, наша анализа мјера за активну потршку развоју предузетништва показала је да су Хрватска и Србија искористиле већину у свијету познатих инструмената (мада не у задовољавајућем обиму), док је БиХ значајно заостајала за њима у овој области.

Као закључак наших укупних истраживања намеће се оцјена како политика девизног курса ни у једној од посматраних земаља није била основни узрок спољнотрговинског дефицита, те како би њено активније кориштење донијело земљама више штете него користи. Тиме је наше полазна хипотеза непобитно потврђена.

Ипак, треба још једном нагласити да одржавање фиксног девизног курса захтијева одговорне власти, на свим нивоима, које ће створити и одржавати здраву привредну климу, здраве јавне финансије, па на крају и стабилне економске, политичке и све друге односе са иностранством. Чак и у том контексту наша хипотеза се још једном потврђује будући да стабилни курсеви извлаче носиоце економске политике на чистац у погледу тога колико су мјерама економске политике успјели да подстакну стварање снажног реалног сектора са извозним усмјерењем. Да би се то постигло није добро да валута реално апресира што би подстакло увоз, а што се такође слаже са нашим емпиријским налазима.

ДОДАТАК

Табела бр. 1

Кретање референтне стопе и БЕОНИА-е		
На крају периода	Референтна 2W стопа	БЕОНИА
2007. I квартал	10,50	10,03
2007. II квартал	9,50	9,03
2007. III квартал	9,75	8,04
2007. IV квартал	10,00	8,07
2008. I квартал	14,50	14,90
2008. II квартал	15,75	15,84
2008. III квартал	15,75	15,87
2008. IV квартал	17,75	18,42
2009. I квартал	16,50	17,02
2009. II квартал	13,00	13,11
2009. III квартал	12,00	11,66
2009. IV квартал	9,50	9,45
2010. I квартал	9,00	9,00
2010. II квартал	8,00	7,94
2010. III квартал	9,00	9,01
2010. IV квартал	11,50	12,02

Извор: Сачињено на основу података Народне банке Србије, преузето са: http://www.nbs.rs/internet/cirilica/33/33_5/kamatne_stope/istorijski_pregled.html и http://www.nbs.rs/internet/cirilica/33/33_5/beonia/index.html (датум увида: 21.9.2011).

На основу претходне табеле израчунат је коефицијент корелације који износи чак 0,985.

Регресиони модел у којем је референтна стопа независна (x) а БЕОНИА зависна (y) варијабла гласи: $y_t = - 1,614 + 1,121 x_t$

Табела бр. 2

Кретање референтне стопе и БЕЛИБОР-а		
На крају периода	Референтна стопа	БЕЛИБОР 2W
2007. I квартал	10,50	10,91
2007. II квартал	9,50	9,86
2007. III квартал	9,75	10,05
2007. IV квартал	10,00	10,33
2008. I квартал	14,50	15,29
2008. II квартал	15,75	16,30
2008. III квартал	15,75	16,15
2008. IV квартал	17,75	18,7
2009. I квартал	16,50	17,54
2009. II квартал	13,00	13,83
2009. III квартал	12,00	12,67
2009. IV квартал	9,50	10,63
2010. I квартал	9,00	9,93
2010. II квартал	8,00	9,21
2010. III квартал	9,00	10,07
2010. IV квартал	11,50	12,43

Извор: Сачињено на основу података Народне банке Србије, преузето са: http://www.nbs.rs/internet/cirilica/33/33_5/kamatne_stope/istorijski_pregled.html и <http://www.nbs.rs/kamatneStope/faces/kamatnestope.xhtml?lang=cir> (датум увида: 21.9.2011).

Коефицијент корелације референтне стопе и дво-недељне посудбене међубанкарске стопе у Србији је нејвероватних 0.995.

Регресиони модел у којем је референтна стопа независна (x) а БЕЛИБОР 2W зависна (y) варијабла гласи: $y_t = 0,782 + 0,997 x_t$

Табела бр. 3

Кретање референтне стопе и краткорочних активних стопа банака		
На крају периода	Референтна стопа (2W)	Краткотрајна активна стопа
2007. I квартал	10,50	13,22
2007. II квартал	9,50	12,60
2007. III квартал	9,75	11,79
2007. IV квартал	10,00	11,26
2008. I квартал	14,50	14,99
2008. II квартал	15,75	17,07
2008. III квартал	15,75	17,35
2008. IV квартал	17,75	18,53
2009. I квартал	16,50	17,38
2009. II квартал	13,00	15,34
2009. III квартал	12,00	14,10
2009. IV квартал	9,50	11,52
2010. I квартал	9,00	10,87
2010. II квартал	8,00	10,31
2010. III квартал	9,00	11,65
2010. IV квартал	11,50	12,82

Извор: Сачињено на основу података Народне банке Србије, преузето са: http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_4/30_4_5/index.html (датум увида: 21.9.2011) и из *Статистичког билтена за април 2011*, табеле бр. 11, Београд, 2011.

Коефицијент корелације у овом случају износи 0.979.

Регресиони модел у којем је референтна стопа независна (x) а краткорочна активна стопа зависна (y) варијабла гласи: $y_t = 4,101 + 0,815x_t$

Табела бр. 4

Кретање референтне стопе и дугорочне активне стопе на динарске пласмане		
На крају периода	Референтна (2W) стопа	Дугорочна активна стопа на динарске пласмане
2007. I квартал	10,50	10,87
2007. II квартал	9,50	10,85
2007. III квартал	9,75	10,58
2007. IV квартал	10,00	10,58
2008. I квартал	14,50	10,12
2008. II квартал	15,75	15,25
2008. III квартал	15,75	17,49
2008. IV квартал	17,75	15,80
2009. I квартал	16,50	17,65
2009. II квартал	13,00	14,10
2009. III квартал	12,00	17,30
2009. IV квартал	9,50	13,75
2010. I квартал	9,00	14,68
2010. II квартал	8,00	12,33
2010. III квартал	9,00	14,51
2010. IV квартал	11,50	10,87

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије, преузето са: http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_4/30_4_5/index.html (датум увида; 25.9.2011) и из *Статистичког билтена за април 2011*, табеле бр. 11 и 12, Београд, 2011.

Коефицијент корелације износи 0,531.

Регресиони модел у којем је референтна стопа независна (x), а краткорочна активна стопа зависна (y) варијабла гласи: $y_t = 8,038 + 0,459x_t$

Табела бр. 5

Кретање референтне стопе и пасивне каматне стопе на депозите правних лица са роком доспијећа до 1 године		
На крају периода	Референтна (2W) стопа	Пасивна каматна стопа на депозите правних лица са роком доспијећа до 1 године
2007. I квартал	10,50	8,05
2007. II квартал	9,50	6,77
2007. III квартал	9,75	6,77
2007. IV квартал	10,00	5,31
2008. I квартал	14,50	5,57
2008. II квартал	15,75	6,92
2008. III квартал	15,75	8,09
2008. IV квартал	17,75	9,22
2009. I квартал	16,50	12,43
2009. II квартал	13,00	10,31
2009. III квартал	12,00	10,58
2009. IV квартал	9,50	7,17
2010. I квартал	9,00	7,55
2010. II квартал	8,00	6,77
2010. III квартал	9,00	7,03
2010. IV квартал	11,50	6,42

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије, преузето са: http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_4/30_4_5/index.html (датум увида; 25.9.2011) и из *Статистичког билтена за април 2011*, табеле бр. 11 и 12а, Београд, 2011.

Коефицијент корелације између ове двије варјабле износи 0,472 а детерминације 0,222.

Регресиони модел у којем је референтна стопа независна (x) а краткорочна пасивна стопа зависна (y) варијабла гласи: $y_t = 4,321 + 0,291x_t$

Табела бр. 6

**Кретање референтне стопе и пасивне каматне стопе на депозите правних лица са
роком доспијећа преко 3 године**

На крају периода	Референтна стопа	Пасивна каматна стопа на депозите правних лица са роком доспијећа преко 3 године
2007. I квартал	10,50	1,42
2007. II квартал	9,50	1,10
2007. III квартал	9,75	0,98
2007. IV квартал	10,00	1,30
2008. I квартал	14,50	1,31
2008. II квартал	15,75	3,97
2008. III квартал	15,75	1,47
2008. IV квартал	17,75	1,31
2009. I квартал	16,50	1,30
2009. II квартал	13,00	4,47
2009. III квартал	12,00	2,71
2009. IV квартал	9,50	2,38
2010. I квартал	9,00	2,14
2010. II квартал	8,00	2,09
2010. III квартал	9,00	1,22
2010. IV квартал	11,50	1,18

Извор: Сачињено на основу података НБ Србије, преузето са: http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_4/30_4_5/index.html (датум увида; 25.9.2011) и из *Статистичког билтен за април 2011*, табеле бр. 11 и 12, Београд, 2011.

Коефицијент корелације износи занемарљивих 0,141, док регресиони модел у којем је референтна стопа независна (x) а дугорочна пасивна стопа зависна (y) варијабла гласи:

$$y_t = 1,336 + 0,047x_t$$

Табела бр. 7

Кретање БЕОНИА-е и дугорочне активне стопе		
На крају периода	БЕОНИА	Дугорочна активна стопа
2007. I квартал	10,03	10,87
2007. II квартал	9,03	10,85
2007. III квартал	8,04	10,58
2007. IV квартал	8,07	10,58
2008. I квартал	14,90	10,12
2008. II квартал	15,84	15,25
2008. III квартал	15,87	17,49
2008. IV квартал	18,42	15,80
2009. I квартал	17,02	17,65
2009. II квартал	13,11	14,10
2009. III квартал	11,66	17,30
2009. IV квартал	9,45	13,75
2010. I квартал	9,00	14,68
2010. II квартал	7,94	12,33
2010. III квартал	9,01	14,51
2010. IV квартал	12,02	10,87

Извор: Сачињено на основу података Народне банке Србије, преузето са: http://www.nbs.rs/internet/cirilica/33/33_5/beonia/index.html (датум увида: 21.9.2011) и из *Статистичког билтен за април 2011*, табела бр. 11, Београд, 2011.

Добијени коефицијент корелације износи 0,562 а детерминације 0,316.

Регресиони модел у којем је БЕОНИА независна (x) а краткорочна активна стопа зависна (y) варијабла гласи: $y_t = 8,502 + 0,426x_t$

Табела бр. 8

**Кретање БЕОНИА-е и пасивне каматне стопе на депозите правних лица
са роком доспијећа преко 3 године**

На крају периода	БЕОНИА	Пасивна каматна стопа на депозите правних лица са роком доспијећа преко 3 године
2007. I квартал	10,03	1,42
2007. II квартал	9,03	1,10
2007. III квартал	8,04	0,98
2007. IV квартал	8,07	1,30
2008. I квартал	14,90	1,31
2008. II квартал	15,84	3,97
2008. III квартал	15,87	1,47
2008. IV квартал	18,42	1,31
2009. I квартал	17,02	1,30
2009. II квартал	13,11	4,47
2009. III квартал	11,66	2,71
2009. IV квартал	9,45	2,38
2010. I квартал	9,00	2,14
2010. II квартал	7,94	2,09
2010. III квартал	9,01	1,22
2010. IV квартал	12,02	1,18

Извор: Сачињено на основу података Народне банке Србије, преузето са: http://www.nbs.rs/internet/cirilica/33/33_5/beonia/index.html (датум увида: 21.9.2011) и из *Статистичког билтен за април 2011*, табела бр. 12, Београд, 2011.

Коефицијент корелације износи 0,162 што је испод нивоа значајности.

Регресиони модел у којем је БЕОНИА независна (x) а краткорочна активна стопа зависна

(y) варијабла гласи: $y_t = 1,339 + 0,047x_t$

Табела бр. 9

Кретање дво-недељног БЕЛИБОР-а и дугорочне активне стопе		
На крају периода	БЕЛИБОР 2W	Дугорочна активна стопа
2007. I квартал	10,91	10,87
2007. II квартал	9,86	10,85
2007. III квартал	10,05	10,58
2007. IV квартал	10,33	10,58
2008. I квартал	15,29	10,12
2008. II квартал	16,30	15,25
2008. III квартал	16,15	17,49
2008. IV квартал	18,70	15,80
2009. I квартал	17,54	17,65
2009. II квартал	13,83	14,10
2009. III квартал	12,67	17,30
2009. IV квартал	10,63	13,75
2010. I квартал	9,93	14,68
2010. II квартал	9,21	12,33
2010. III квартал	10,07	14,51
2010. IV квартал	12,43	10,87

Извор: Сачињено на основу података Народне банке Србије, преузето са: <http://www.nbs.rs/kamatneStope/faces/kamatnestope.xhtml?lang=sir> (датум увида: 21.9.2011) и из *Статистичког билтен за април 2011*, табела бр. 11, Београд, 2011.

Коефицијент корелације између ове двије величине је 0,559, а детерминације 0,312.

Регресиони модел у којем је БЕЛИБОР 2W независна (x) а дугорочну активну стопа зависна (y) варијабла гласи: $y_t = 7,405 + 0,482x_t$

Табела бр. 10

Кретање двонедељног БЕЛИБОР-а и дугорочне пасивне каматне стопе		
На крају периода	БЕЛИБОР 2W	Пасивна каматна стопа на депозите правних лица са роком доспијећа преко 3 године
2007. I квартал	10,91	1,42
2007. II квартал	9,86	1,10
2007. III квартал	10,05	0,98
2007. IV квартал	10,33	1,30
2008. I квартал	15,29	1,31
2008. II квартал	16,30	3,97
2008. III квартал	16,15	1,47
2008. IV квартал	18,70	1,31
2009. I квартал	17,54	1,30
2009. II квартал	13,83	4,47
2009. III квартал	12,67	2,71
2009. IV квартал	10,63	2,38
2010. I квартал	9,93	2,14
2010. II квартал	9,21	2,09
2010. III квартал	10,07	1,22
2010. IV квартал	12,43	1,18

Извор: Сачињено на основу података Народне банке Србије, преузето са: <http://www.nbs.rs/kamatneStope/faces/kamatnestope.xhtml?lang=sir> (датум увида: 21.9.2011) и из *Статистичког билтен за април 2011*, табела бр. 12, Београд, 2011.

Добијени коефицијент корелације износи 0,154.

Регресиони модел у којем је референтна стопа независна (x) а краткорочна активна стопа зависна (y) варијабла гласи: $y_t = 1,245 + 0,051x_t$

Табела бр. 11

Трговински биланс БиХ по земљама (у мил. КМ)						
Трговински суфицит/дефицит БиХ спрема	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Аустрије	-325	-134	-166	-191	-129	-19
Белгије	-47	-12	-57	-58	-42	-10
Естоније	0	-1	-2	-3	-3	-3
Финске	-7	-17	-23	-17	-19	-16
Француске,	-188	-122	-197	-251	-143	-186
Грчке,	-58	-28	-41	-98	-107	-146
Холандије,	-90	-64	-85	-106	-71	-46
Ирске,	-27	-31	-34	-41	-37	-39
Италије,	-504	-296	-477	-677	-539	-348
Кипра,	-2	-3	-3	-4	-4	+1
Луксембурга,	+1	+20	+21	+23	+17	+27
Малте,	-2	0	0	0	0	0
Њемачке,	-1176	-730	-980	-1000	-582	-339
Португала,	-3	-10	-13	-19	-13	-10
Словачке,	-56	-60	-84	-115	-58	-43
Словеније	-415	-204	-239	-346	-295	-197
Шпаније.	-65	-41	-70	-83	-96	-97
УКУПНО	2.964	1.733	2.450	2.986	2.121	1.471

Извор: Сачињено на основу података АСБХ из Билтена: *Спољна трговина 2005*, табела бр. 2.14, Сарајево, 2006, *Спољна трговина 2006*, табела бр. 2.14, Сарајево, 2007, *Спољна трговина 2007*, табела бр. 2.14, Сарајево, 2008, *Спољна трговина 2008*, табела бр. 2.14, Сарајево, 2009, *Спољна трговина 2009*, табела бр. 2.14, Сарајево, 2010 и *Спољна трговина 2010*, табела бр. 2.14, Сарајево, 2011.

Табела бр. 12

Билатерални реални девизни курс КМ/динар				
Година	Инфлација у Србији (P*)	Инфлација у БиХ (P)	Просјечан номинални курс у току године КМ за 100 динара (S)	Реални курс на крају године: $\Sigma = S^{314} \times \Delta S \times P^*/P$ за прву годину $\Sigma' = \Sigma^{315} \times \Delta S \times P^*/P$ за све наредне године
1998.			16.6700	
1999.	47.9	3,7	16.6700 ³¹⁶	23,775
2000.	115.3	4,8	3.3300	9,757
2001.	43.3	3,1	3.2765	13,340
2002.	11.8	0,4	3.2069	14,540
2003.	8.1	0,6	3.0094	14,662
2004.	13.1	0,4	2.6993	14,815
2005.	17.1	3,8	2.3605	14,616
2006.	6,0	6,1	2.3271	14,396
2007.	11.9	1,5	2.4463	16,684
2008.	7.9	7,4	2.4067	16,490
2009.	6.6	— 0.4	2.0380	14,945
2010.	10,3	2,1	1.9033	15,078

Извор: Властита калкулација на основу података Народне банке Србије из *Статистичког билтен* за април 2011, табеле 21. и 27, Београд, 2011, те података ЦББХ из *Билтен 4-2010*, табела бр. 5, Сарајево, 2011.

³¹⁴ Са краја претходне године.

³¹⁵ Са краја претходне године.

³¹⁶ Номинални девизни курс КМ/динар за период 1998– 2001 година се не може наћи ни у подацима ЦББХ ни НБС, због чега га је аутор извео из девизног курса динар/ДМ и курс КМ/ДМ

Табела бр. 13

Оцјена и рангирање нивоа либерализованости ЗУТ према Херитиџ фондацији														
	317	318	319	320	321	322	323	324	325	326	327	328	329	330
Јерменија	1	36	19	69,7 ³³¹	82,4	85,5	89,2	85,7	76,0	75,0	70,0	30,0	27,0	75,9
Словачка	2	37	20	69,5	73,4	87,6	84,2	63,7	81,6	75,0	70,0	50,0	45,0	64,5
Мађарска	3	51	22	66,6	76,5	87,6	69,7	27,4	75,9	75,0	70,0	65,0	51,0	67,7
Македонија	4	55	23	66,0	64,6	83,6	90,0	64,3	84,5	60,0	60,0	35,0	38,0	79,7
Литванија	5	56	24	65,8	72,8	87,6	82,5	55,5	73,5	80,0	50,0	50,0	45,0	61,3
Бугарска	6	60	26	64,9	75,8	87,6	86,9	58,3	75,5	55,0	60,0	30,0	38,0	82,0
Румунија	7	63	27	64,7	72,0	87,6	86,8	57,6	74,4	80,0	50,0	40,0	38,0	60,8
Словенија	8	66	29	64,6	83,6	87,6	65,1	41,1	80,5	70,0	50,0	60,0	66,0	41,8
Пољска	9	68	31	64,1	61,4	87,6	74,0	43,8	78,1	65,0	60,0	60,0	50,0	61,2
Албанија	10	70	33	64,0	67,1	79,8	92,1	68,7	79,9	65,0	70,0	35,0	32,0	50,4
Цена Гора	11	76	34	62,5	71,3	83,6	89,4	28,6	76,0	55,0	50,0	40,0	39,0	92,3
Хрватска	12	82	35	61,1	65,2	87,6	74,6	50,3	78,5	70,0	60,0	40,0	41,0	44,1
Србија	13	101	38	58,0	59,0	75,2	83,6	41,9	66,0	60,0	50,0	40,0	35,0	68,9
БиХ	14	104	39	57,5	60,4	86,0	83,9	24,1	80,6	70,0	60,0	20,0	30,0	60,2
Молдавија	15	120	40	55,7	69,5	80,2	85,6	48,1	77,0	35,0	50,0	40,0	33,0	39,0
Русија	16	143	41	50,5	50,7	68,2	82,7	65,1	63,1	25,0	40,0	25,0	22,0	62,9
Бјелорусија	17	155	42	47,9	70,6	80,3	83,6	26,2	62,2	20,0	10,0	20,0	24,0	82,3
Украјина	18	164	43	45,8	47,1	85,2	77,3	32,9	63,2	20,0	30,0	30,0	22,0	50,0

Извор: Херитиџ фондација, *Индекс економских слобода* за 2011, преузето са: [http:// www.heritage.org/index/](http://www.heritage.org/index/) (датум увида: 19.6.2011).

³¹⁷ Ранг међу ЗУТ.

³¹⁸ Ранг у свијету.

³¹⁹ Ранг у Европи.

³²⁰ Укупан резултат.

³²¹ Слобода пословања.

³²² Слобода трговине.

³²³ Фискална слобода.

³²⁴ Владаина потрошња.

³²⁵ Монетарна слобода.

³²⁶ Слобода инвестирања.

³²⁷ Финансијска слобода.

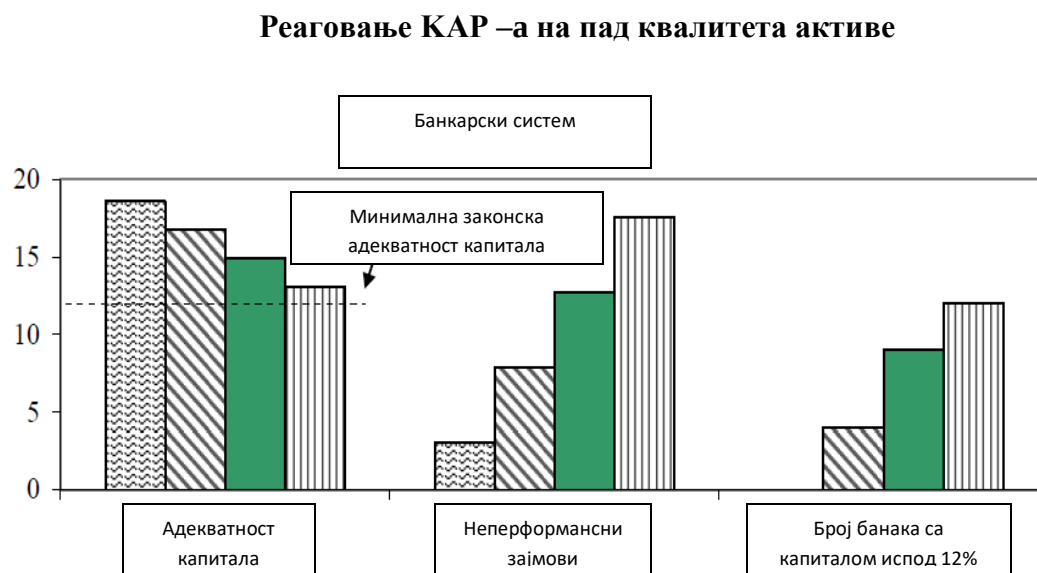
³²⁸ Заштита власничких права.

³²⁹ Слобода од корупције.

³³⁰ Радничка права.

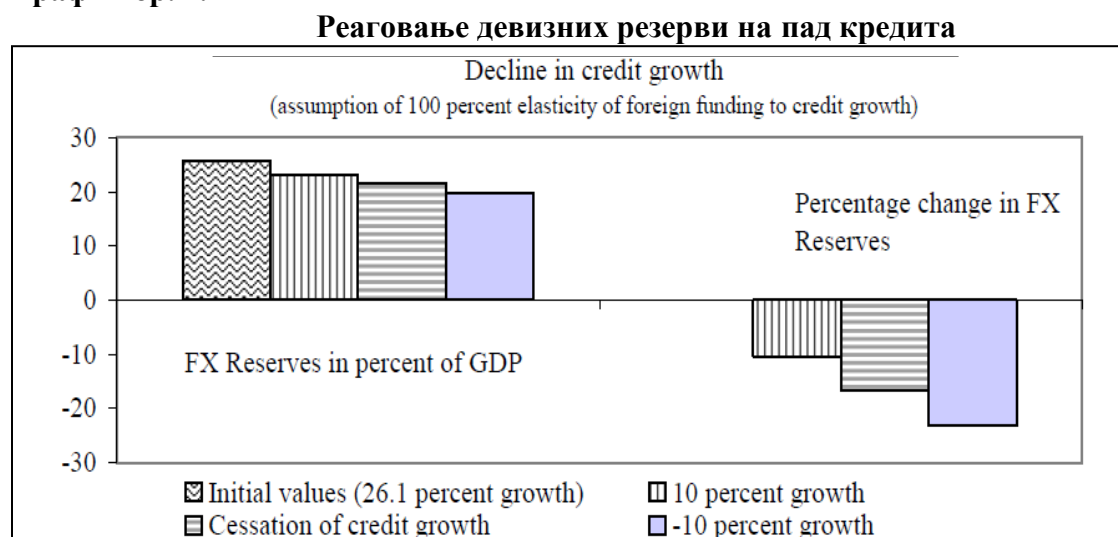
³³¹ За разумијевање ових вриједности битно је да пренесемо описне квалификације Херитиџ фондације које иду уз оцјене: 0 — 49,9 „Под притиском“, 50 — 59,9 „Углавном неслободне“, 60 — 69,9 „Умјерено слободне“, 70 — 79,9 „Углавном слободне“, 80 — 100 „Слободне“.

График бр. 1.



Извор: IMF Country Report број 06/403, преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06403.pdf> (датум увида: 28.6.2011), стр. 46.

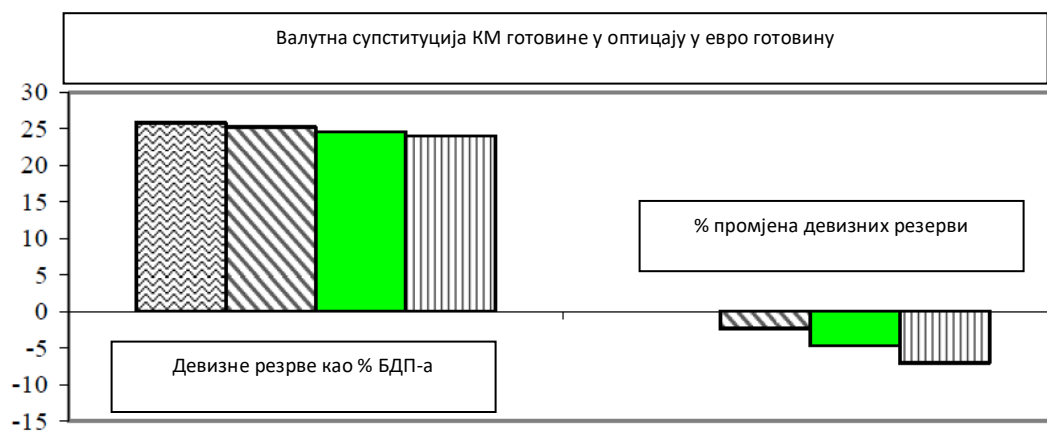
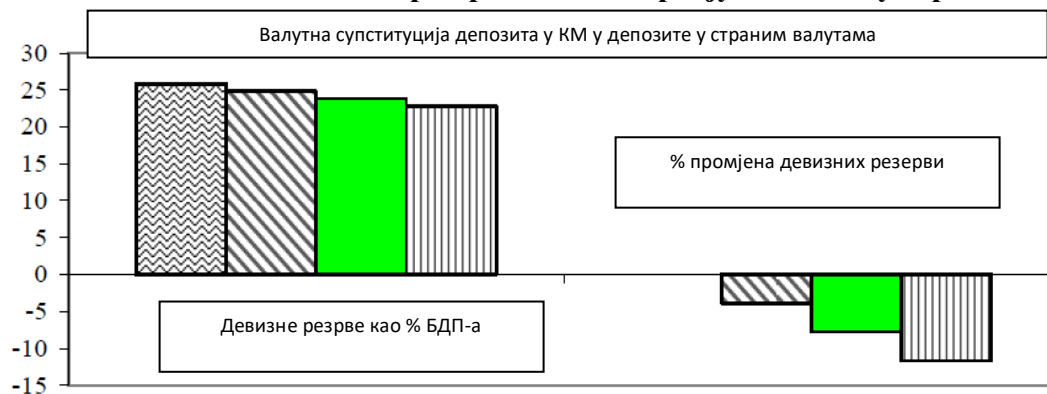
График бр. 2.



Извор: IMF Country Report број 06/403, преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06403.pdf> (датум увида: 28.6.2011), стр. 47.

График бр. 3.

Реаговање девизних резерви на конверзију депозита у стране валуте



Извор: IMF Country Report број 06/403, преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06403.pdf> (датум увида: 28.6.2011), стр. 48.

БИБЛИОГРАФИЈА

Књиге и гланци у часописима, радни папири:

- Алексић, М., Ђурђевић, Љ., Палић, М., Тасић, Н., „Канал каматне стопе у условима доларизације: случај Србије“, Радни папир, НБС, Београд, 2008.
- Арсић, М., Алтипармаков, Н., Ранђеловић, С., Бучић, А., Васиљевић, Д., Levitas, Т., „Пореска политика у Србији, поглед унапред“, USAID Сега пројекат, Београд, 2010.
- Ацић, С., „Инфлација као резултат неуређености привредног система и економске политике – студија случаја за Србију“, *Економија*, 15(2), Београд, 2008.
- Andrijić, S., *Matematički modeli i metode programiranja u gospodarskom društvu*, Synopsis, Sarajevo-Zagreb, 2002.
- Aristovik, A., Kumara, A., „Some characteristics of sharp current account deficit reversals in transition countries“, *South-Eastern Europe Journal of Economics* 1-2006, Thessaloniki, 2006., преузето са: <http://www.asecu.gr/Seeje/issue06/aristovnik.pdf>, датум приступа: 22-6.2012. године.
- Барјактаровић, Л., „Монетарно-кредитни и девизни систем“, Универзитет Сингидунум, Београд, 2010.
- Бобић, В., „Доходовна и цјеновна еластичност хрватске робне размјене – анализа панел-података“, Истраживања, ХНБ, Загреб, 2010.
- Блажић, М., Драговић, В., *Статистика*, Савремена администрација, Београд, 1991.
- Бурда, М., Виплош, Ч., *Макроекономија*, ЦЛДС, Београд, 2004.
- Ball, L., Sheridan, N., „Does inflation targeting matter?“, NBER, WP 9577, Cambridge – Massachusetts, 2003., преузето са: <http://www.nber.org/papers/w9577>, датум приступа: 11.5.2012. године.
- Bertay, A., Demirgüç-Kunt, A., Huizinga, H., „Bank Ownership and Credit over the Business Cycle Is Lending by State Banks Less Procyclical?“ The World bank, WBS 6110, Washington D.C, 2012., преузето са: http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469382&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000158349_20120629103609, датум приступа: 14. 4. 2012. године.

- Вранкић, Д., „Stand-by аранжман БиХ са ММФ-ом и утицај на приватни сектор економије у свјетлу глобалне кризе“, Трезор БиХ, Сарајево, 2009.
- Грдовић Гнип, А., „Анализа хрватске робне разјене“, *Економска истраживања бр. 22*, Универзитет Јурија Добриле у Пули, Пула, 2009.
- Драгутиновић, Д., „Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платнобилансних циљева и циљева инфлације“, НБС, Београд, 2008.
- Дивјак, Б., „Корупција у економији БиХ“, Transparency international БиХ, Сарајево, 2007.
- Ђерић, Б., *Теорија и политика привредног развоја*, Савремена администрација, Београд, 1996.
- Ђоро, М., „Reasons for otherones succes and Bosnian unsucces in tranzition proces (present situation in BiH, dead-end or new chance)“, Collection of papers from First International Scientific Conference Crisis of transition and tranzition of crisis, Бања Лука, 28-29 април 2011.
- Edwards, S., „Does the Current Account Matter?“, *NBER Working Paper*, No 8275, Cambridge – Massachusetts, 2001, преузето са: <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/currentaccount5.pdf>, датум приступа: 4.4.2011.
- Ip, G., Whitehouse, M., "How Milton Friedman Changed Economics, Policy and Markets". *The Wall Street Journal* (2006-11-17), преузето са: <http://www.columbia.edu/~esp2/WSJ%20Whitehouse%20Article.pdf>, датум приступа: 7. 6. 2011. године.
- Јаковчевић, Д., „Бурзе вриједносница“, Економски факултет Загреб, Загреб, 2011.
- Јовановић-Гавриловић, П., „Међународне пословне финансије“, Економски факултет Београд, Београд, 2000.
- Китановић, Д., Крстић, М., „Утицај девизног курса на привредни раст Србије“, *Економске теме 1/2010*, Ниш, 2010.

- Ковачевић, М., „Резултати транзиције и ризици дестабилизације“, *Економска мисао*, Београд, 2006.
- Ковачевић, Р., „Девизни курсеви: режими и политика“, Институт за спољну трговину, Београд, 2002.
- Ковачевић, Р., „Међународне финансијске институције“, Институт за спољну трговину, Београд, 1998.
- Ковачевић, Р., „Међународне финансије“, Институт за спољну трговину, Београд, 1999.
- Кругман, П., Обстфелд, М., „Међународна економија: теорија и политика“, Датастатус, Београд, 2009.
- Кристић, И., „Одрживост аранжмана валутног одбора у БиХ“, Дирекција за економско планирање Савјета министара БиХ, Сарајево, 2007.
- Козарић, К., „Модели монетарне политике са освртом на валутни одбор БиХ“, ЦББХ, Сарајево, 2007.
- Kaminski, B., Ng, F., „Bosnia and Herzegovina's Surprising Export Performance: Back to the Past in a New Veil but Will it Last?“, The World bank, WPS5187, Washington D.C, 2010., преузето са: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/3724>, датум приступа: 25. 6. 2012. године.
- Лончар, Ж., „Сустав жупанијских подузетничких инкубатора – излаз из кризе“, Задарска жупанија, Задар, 2009.

- Љубај, И., Мартинис, А., Мркаљ, М., „Приљев капитала и учинковитост стерилизације – оцјена коефицијента стерилизације и офсет коефицијента“, ХНБ, Загреб, 2010.
- Мишкин, Ф., „Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта“, Дата статус, Београд, 2006.
- Мишкин, Ф., „Стратегије монетарне политике: како смо доспели овде?“ *Rapoeconomicus*, 4 – 2006, Нови Сад, 2007.
-
- Mihaljek, D., Клау, М., „Catching-up and inflation in transition economies: the Balassa-Samuelson effect revisited“, BIS, Working Papers No 270, Basel, 2008., преузето са: www.bis.org/publ/work270.htm, датум приступа: 26.6.2012. године.
- Николић, Г., „Динар 10 година после: компаративна анализа“, Центар за нову политику, Београд, 2010.
- Didik, N., „Current account deficit sustainability in Bosnia and Hercegovina“, EPPU, Sarajevo, 2007., преузето са: http://www.dep.gov.ba/dep_publikacije/doc/?id=105, датум приступа: 29.6.2012. године.
- Плакаловић, Н., *Монетарна економија: Теорија, институције и политика*, Завод за уџбенике и наставна средства Српско Сарајево, Српско Сарајево, 2004.
- Прашчевић, А., „Избор правила монетарне политике; таргетирање инфлације“, *Економска мисао*, Београд, 2007.
- Петак, З., „Економска позадина распада социјалистичке Југославије“, Friedrich naumann Stiftung (Дијалог повјесничара – историчара), Загреб, 2005.

- Podpiera, J., „*Using Credit Subsidies to Counteract a Credit Bust: Evidence from Serbia*”, IMF, WP/11/285, Washington D.C, 2011., преузето са: www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25408.0, датум приступа: 17.5.2012. године.
- Радовић, А., „*Улога словенацких непосредних инвестиција у реструктурирању привреде Србије и Црне Горе*“, Универзитет у Љубљани (Економски факултет), Љубљана, 2003.
- Рохатински, Ж., „*Монетарна политика*“, *Економски преглед бр. 55*, Загреб, 2004.
- Рохатински, Ж., „*Монетарна политика*“, излагање на конференцији економиста у Опатији, Опатија, 2008.
- Schinasy, G., „*Financial-Stability Challenges in European Emerging-Market Countries*”, The World bank, WBS5773, Washington D.C, 2011., преузето са: http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469072&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000158349_20110822113330, датум приступа: 21. 5. 2012. године.
- Тасић, Н., Здравковић, М., „*Осетљивост српског извоза и увоза на промене девизног курса у дугом року*“, Радни папир, НБС, Београд, 2008.
- Тасић, Н., Вучковић, В., „*Перспективе монетарне сарадње држава Југоисточне Европе: јединствена валута, фиксни курс или статус quo*“, Тржиште, новац, капитал, Привредна комора Србије – Центар за научно истраживачки рад, вол. 42, бр. 2, Београд, 2009.
- Тасић, Н., Вучковић, В., „*Структура рочности прекограничних кредита у транзиторним земљама*“, Мегатренд, Београд, 2009.
- Тасић, Н., „*Утицај курса динара на инфлацију*“, Радни папир, НБС, Београд, 2009.

- Тица, Ј., „Монетарна политика у Хрватској“, Економски факултет у Загребу, преузето са: <http://web.efzg.hr/dok/MGR/Tica//gh/poglavlje6.pdf>, датум увида: 27.4.2011.
- Tomaš, R., „Limited Possibilities of Adopting the Economy of Bosnia and Herzegovina to the External Pressures of the Economic Crisis“, *Acta economica*, Banja Luka, 2012., преузето са: <http://www.actaeconomica.efbl.org/broj17/e-ActaEconomica-broj17-RTomas.pdf>, датум приступа: 27.6.2012. године.
- Ugolini, S., „What do we really know about the long-term evolution of central banking? Evidence from the past, insights for the present“, Norges Bank's bicentenary project WP 15/2011, Oslo, 2011., преузето са: <http://www.norges-bank.no/en/about/published/publications/working-papers/2011/wp-201115>, датум приступа: 13.5.2012. године.
- Ћировић, М., „Банкарство“, Bridge company, Београд, 2001.
- Carmen, R., Kenneth, R., "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," National Bureau of Economic Research, wp 8963, Cambridge – Massachusetts, 2002., преузето са: www.nber.org/papers/w8963, датум приступа: 5.7.2012. године.
- Cocozza, E., Colabella, A., Spadafora, F., “The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe”, IMF, WP 11/300, Washington D.C, 2011., преузето са: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11300.pdf>, датум приступа: 15.7.2012. године.
- Cottareli, C., Dell Ariccia, G., Vladkova-Hollar, I.,: "Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and the Balkans" IMF Working Paper wp/03/ 213/ Washington DC, 2003.,

преузето са: www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16855.0, датум приступа: 9.4.2011. године.

- Cull, R., Martínez Pería, M., „*Bank Ownership and Lending Patterns during the 2008–2009 Financial Crisis Evidence from Latin America and Eastern Europe*“, The World bank, WBS 6195, Washington D.C, 2012., преузето са: <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-6195>, датум приступа: 12.4.2012. године.
- Chauffour, J., Saborowski, C., Soylemezoglu, A., “ *Trade Finance in Crisis Should Developing Countries Establish Export Credit Agencies?* ”The World bank, WBS 5166, Washington D.C, 2010., преузето са: <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-5166>, датум приступа: 21.6. 2012. године.
- Herrmann, S., Mihaljek, D., „*The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: New empirical evidence on the spread of financial crises*“, BOFIT Discussion Papers 3/2011, Helsinki, 2011., преузето са: www.bis.org/publ/work315.htm, датум приступа: 23. 5. 2012. године.
- Чех, М., Крзнар, И., „*Оптималне међународне причуве ХНБ-а с ендогеном вјеројатношћу кризе*“, ХНБ, Загреб, 2009.
- Шоње, В., „Заблуда бр. 1: ХНБ води рестриктивну монетарну политику“, *Банка*, јун 2011.
- Шоње, В., „Заблуда бр. 2: Течај је кључ конкурентности“, *Банка*, јун 2011.

Публикације и извјештаји:

- *Assessing Sustainability*, IMF Policy Development and Review Department, Washington D.C. 2002., преузето са: www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf, датум приступа: 8.11.2012. године.
- *Билтен о банкама бр. 1*, ХНБ, Загреб, 2001.
- *Билтен о банкама бр. 22*, ХНБ, Загреб, 2011.
- *Бруто домаћи производ према производном и доходовном приступу 2000-2009*, Агенција за статистику БиХ, Сарајево, 2009.
- *БДП према производном и доходовном приступу 2005-2010, БДП према расходовном принципу 2005-2010 (експериментална процјена)*, Агенција за статистику БиХ, Сарајево, 2011.
- *Билтен бр. 4-2002*, ЦББХ, Сарајево, 2003.
- *Билтен бр. 4-2003*, ЦББХ, Сарајево, 2004.
- *Билтен бр. 4-2010*, ЦББХ, Сарајево, 2011.
- *Билтен бр. 4-2011*, ЦББХ, Сарајево, 2012.
- *Билтен бр. 66*, ХНБ, Загреб, 2001.
- *Билтен бр. 121*, ХНБ, Загреб, 2005
- *Билтен бр. 171*, ХНБ, Загреб, 2011.
- *Билтен јавних финансија за мај 2011*, Министарство финансија Републике Србије, Београд, 2011.

- *Босна и Херцеговина: Консултације по члану IV за 2010. годину, друга и трећа ревизија станд-бу аранжмана, захтјев за изузеће од непридржавања критеријума извршења, и репрограмирање откупа дугова*, Бр. извјештаја ММФ-а о земљи: 10/348, Сарајево, 2010.
- *Босна и Херцеговина: консултације по члану IV за 2006 – извјештај особља; Обавијест за јавност о разговорима Извршног одбора; и Изјава Изврсног директора за Босну и Херцеговину*, Бр. извјештаја ММФ-а о земљи: 06/371, Сарајево, 2006.
- *Bosnia and Herzegovina: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision and Corporate Governance*, IMF Country Report No. 06/403, Washington D.C, 2006.
- *Bertelsmann Transformation Index 2011: Political Management in International Comparison*, Bertelsmann Stiftung, Gutersloh, 2011. (сајт: [http:// www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xchg/SID-FE31D6BC-C433D10E/bst_engl/hs.xsl/publikationen_111896.htm](http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xchg/SID-FE31D6BC-C433D10E/bst_engl/hs.xsl/publikationen_111896.htm), датум увида: 17.6.2011.)
- *Годишњи извјештај за 2008*, ЦББХ, Сарајево, 2009.
- *Годишње извјешће за 2010*, ХНБ, Загреб 2011.
- *Годишњи извјештај за 2010*, АОФИ, (сајт: http://www.aofi.rs/wp-content/uploads/2012/01/AOFI_2010_Srp.pdf, датум увида: 3.8.2011.)
- *Годишњи извјештај о пословању и резултатима рада за 2008*, НБС, Београд, 2009.
- *Годишњи извјештај о пословању и резултатима рада за 2009*, НБС Београд, 2010.
- *Годишњи извјештај о пословању и резултатима рада за 2010*, НБС, Београд, 2011.
- *The Global Competitiveness Report 2010-2011*, WEF, Davos, 2011.

- *Doing business 2011*, IFC, Washington DC, 2011.
- *Economic Digest – мај 2011*, Нуро Алпе Адриа банк а.д. Београд, Београд, 2011.
- *Economic Freedom of the World 2010*, Annual Report, Fraser institute, Montreal, 2010.
- *Економске посљедице повећања стопе пореза на доходак и доприноса у Републици Српској*, Удружење економиста Републике Српске SWOT, Бања Лука 2011.
- *Економски и фискални програм 2010 – 2012*, Дирекција за економско планирање Савјета министара БиХ, Сарајево, 2009.
- *Ефекти досадашњих приватизација предузећа*, Уједињени грански синдикати Србије, Билтен бр.92, Београд, 2010.
- *Информација о банкарском систему ФБиХ 31.12.2010*, Федерална банкарска агенција, Сарајево, 2010.
- *Извјештај о раду НСЗ за 2010*, Национална служба за запошљавање Републике Србије, Београд, 2011.
- *Извјештај о стању у банкарском систему Републке Српске 1.1.2010 -31.12.2010*, Агенција за банкарство Републике Српске, Бања Лука, 2010.
- *Извјештај о инфлацији за фебруар 2009*, НБС, Београд, 2009.
- *Извјештај о инфлацији за фебруар 2010*, НБС, Београд, 2010.
- *Извјештај о инфлацији за фебруар 2011*, НБС, Београд, 2011.
- *Извјештај о инфлацији за фебруар 2012*, НБС, Београд, 2012.

- *Извјештај о финансијској стабилности 2010*, Централна банка БиХ, Сарајево, 2011.
- *Извјештај о стању у финансијском систему 2010*, НБС, Београд, 2011.
- *Информатор о раду народне банке Србије*, НБС, Београд, 2011.
- *Извјештај о реализацији план приватизације и програма рада Агенције за приватизацију Федерације БиХ за 2011. годину*, Агенција за приватизацију ФБиХ, Сарајево, 2012.
- *Impact Assessment of Privatisation in Serbia*, Privatization Agency, Belgrade, 2005.
- *Investing accross Borders 2010*, WBG, Washington DC, 2011.
- *Месечни статистички билтена за јануар 2002,2003, 2004,2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, РЗС, (сајт; <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=27>, датум увида: 5.5.2011.),*
- *Ратне штете, издаци за бранитеље, жртве и страдалнике рата у Републици Хрватској*, Министарство рада и социјалне скрби Републике Хрватске (Државна ревизија за попис и процјену ратне штете), Загреб, 1996.
- *Република Хрватска - Извјешће чланова Мисије ММФ-а о консултацијама у вези с чланом IV Статута ММФ-а одржаним 2011*, ММФ, Загреб, 2011.
- *Консултације по члану IV за 2010. годину, друга и трећа ревизија stand-by аранжмана, захтјев за изузеће од непридржавања критеријума извршења, и репрограмирање откупа дугова*, Извјештаја ММФ-а о земљи бр. 10/348, ММФ БиХ, Сарајево, 2010.
- *Контрола пословања банака – Извјештај за IV тромјесјечје 2009. године*, НБС, Београд, 2010.

- *Контрола пословања банака – Извјештај за IV тромјесјечје 2010. године*, НБС, Београд, 2011.
- *Макроекономска кретања у Босни и Херцеговини и Станд-бу аранжман*, Уред резидентног представника Међународног монетарног фонда за БиХ, Сарајево, 2010.
- *Осврта ХНБ-а на Извјешће мисије ММФ-а о консултацијама у вези са чланом IV Статута ММФ-а одржанима 2011*. ХНБ, Загреб, 2011.
- *Посткризни модел економског раста и развоја Србије 2011-2020*, МАТ и ФРЕН, Београд, 2010.
- *Програм господарског опоравка*, Влада Републике Хрватске, Загреб, 2010.
- *Програм за подршку развоја кластера*, Министарство економије и регионаног развоја Србије, Београд., 2005.
- *План provedбених активности програма господарског опоравка*, Влада Републике Хрватске, Загреб, 2010.
- *Преглед инструмената и мјера монетарне политике број 4/2011*, ХНБ, Сектор за централнобанкарске операције, Загреб, 2011.
- *Protocol (no 4) on the Statute of the European System of The Central Banks and The European Central Bank*, Official Journal of the European Union, 9.5.2008.
- *Приопћење 4.2.1./12*, ДЗС Хрватске, Загреб, 2010.
- *Развој извозних потенцијала и конкурентности металског сектора БиХ*, Економски институт Сарајево, Сарајево, 2006.

- *Republic of Croatia: Financial System Stability Assessment—Update*, IMF Country Report No. 08/160, Washington D.C, 2008.
- *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update— Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 10/147, Washington D.C, 2010.
- *Саопштење НР40*, РЗС, Београд, 2011.
- *Статистички билтен за април 2007*, НБС, Београд, 2007.
- *Статистички билтен за април 2011*, НБС, Београд, 2011.
- *Статистичке информације 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011*, Државни завод за статистику Републике Хрватске, (сајт: <http://www.dzs.hr/>, датум увида: 17.5.2012.)
- *Стратегија развоја кластера у Хрватској 2011 – 2020*, Министарство gospodarства, рада и предузетништва Републике Хрватске, Загреб, 2011.
- *Србија — Консултације по члану IV (Статута ММФ) у 2007. години, Закључна изјава Мисије*, ММФ., Београд, 2007.
- *Стратегија развоја пословних инкубатора у БиХ (у подручјима од заједничког интереса)*, Удружење за предузетништво и посао ЛИНК Мостар, Сарајево, 2010.
- *Статистика спољне трговине за 2008, 2009 и 2010*, Агенција за статистику БиХ, Сарајево, 2009, 2010, 2011.
- *Статистички љетопис за 1996*, Државни завод за статистику Републике Хрватске, Загреб, 1997.
- *Transition Report 2000; Employment, skills and transition*, EBRD, London, 2000.

- *Transition Report 2001; Energy in transition*, EBRD, London 2001.
- *Transition Report 2010; Recovery and Reform*, EBRD, London 2010.
- *Финансијска стабилност бр. 7*, ХНБ, Загреб, 2011.
- *Хрватска—Консултације у вези с чланком IV. Статута ММФ-а одржане 2011*, Закључна изјава 16. мај 2011, ММФ, Загреб, 2011.
- *Хрватска извозна офанзива; стратегија за раздобље 2007-2010*, Влада Републике Хрватске, Загреб, 2006.
- *Country Strategy Evaluation for Croatia*, EBRD, London, 2005.
- *World investment Report 2011*, UNIKTAD, сајт: <http://www.unctad-docs.org/files/UNCTAD-WIR2011-Full-en.pdf>, датум увида: 5.5.2011.

Правни акти:

- *Закон о буџету Републике Србије за 2011*, Министарство финансија Републике Србије (сајт: <http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/zakoni/Zakon%20o%20budzetu%20RS%20za%202011.pdf>, датум посјете сајту: 17.4.2011).
- *Закон о извршењу буџета Републике Српске за 2011*, Народна скупштина Републике Српске, Бања Лука, 2010.
- *Закон о Народној банци Србије (пречишћени текст)*, "Службеном гласнику РС", бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др.закон и 44/2010.
- *Закон о Хрватској народној банци*, („Народна новине“, бр. 75/08)

- *Закон о Централној банци БиХ* („Службени гласник БиХ бр. 1/97, 29/02, 8/03, 13/03, 14/03, 9/05 и 76/06)
- *Закон о приватизацији* („Службени гласник РС”, бр. 38/01, 18/03, 45/05, и 123/071 - др. закон)
- *Закон о привредним друштвима Републике Српске*, Службени гласник 127/08, Народна скупштина Републике Српске, Бања Лука, 2008.
- *Закон о привредним друштвима ФБиХ*, Службене новине бр. 84/08, Парламент ФБиХ, Сарајево, 2008.
- *Закону о судовима Републике Српске*, Службени гласник Републике Српске број 37/12, Народна скупштина Републике Српске, Бања Лука, 2012.
- *Закону о судовима ФБиХ*, Службене новине ФБиХ, број 22/06, Парламент ФБиХ, Сарајево, 2006.
- *Одлука о упису обвезних благајничких записа Хрватске народне банке*, „Народне новине“ бр. 71/07 и 100/07.

Интернет извори:

- www.belex.rs,
- www.nbs.rs
- www.moj-posao.net.
- www.hnb.hr,
- www.imf.org
- www.irbrs.org
- www.she.hr
- www.podi-sibenik.com
- www.rzs.stat.gov.rs

Изјава о ауторству

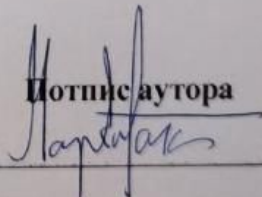
Име и презиме аутора: Марко Ћого

Изјављујем

да је докторска дисертација под насловом: *Утицај режима девизног курса на платне билансе Босне и Херцеговине, Србије и Хрватске*

- ☒ резултат сопственог истраживачког рада;
- ☒ да докторска дисертација у цјелини ни у дјеловима није била предложена за стицање било које дипломе на другим високошколским установама;
- ☒ да су резултати коректно наведени и
- ☒ да нисам кршио/ла ауторска права и користио/ла интелектуалну својину других лица.

Потпис аутора



Мјесто: Источно Сарајево - Пале

Датум: 12.4.2023. године

Изјава о истовјетности штампане и електронске верзије докторске дисертације

Име и презиме аутора: Марко Ћого

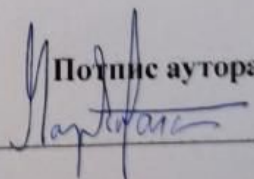
Наслов рада: *Утицај режима девизног курса на платне билансе Босне и Херцеговине, Србије и Хрватске*

Ментор: Проф. др Радован Ковачевић

Изјављујем да је штампана верзија моје докторске дисертације истовјетна електронској верзији коју сам предао/ла.

Ову изјаву дајем у сврху похрањивања моје докторске дисертације у **Дигитални репозиторијуму Универзитета у Источном Сарајеву.**

Потпис аутора



Мјесто: Источно Сарајево - Пале

Датум: 12.4.2023. године

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитет у Источном Сарајеву да унесе моју докторску дисертацију у Дигитални репозиторијум под насловом: *Утицај режима девизног курса на платне билансе Босне и Херцеговине, Србије и Хрватске*

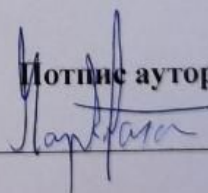
која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Источном Сарајеву и доступну у отвореном приступу могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

☐ Ауторство – некомерцијално (CC BY-NC)

Потпис аутора



Мјесто: Источно Сарајево - Пале

Датум: 12.4.2023. године