

ISBN: 978-99955-45-42-0  
УДК: 338.23:336.74(497.6)

Датум пријема рада: 13.06.2023.  
Датум прихватања рада: 06.07.2023.  
Прегледни научни рад

## МОНЕТАРНА КРЕТАЊА И ИЗАЗОВИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ У УСЛОВИМА ГЕОПОЛИТИЧКИХ ПРОМЕНА

### MONETARY MOVEMENTS AND CHALLENGES OF MONETARY POLICY IN BOSNIA AND HERZEGOVINA IN THE CONDITIONS OF GEOPOLITICAL CHANGES

**Крстина Грабеж**

Студент мастер студија, Универзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне  
економије Бијељина, Република Српска, БиХ  
krstinagrabez@gmail.com  
ORCID: 0009-0005-3066-6668

**Вања Секулић**

Студент мастер студија, Универзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне  
економије Бијељина, Република Српска, БиХ  
sekulicvanja2@gmail.com  
ORCID: 0009-0008-9630-8865

**Апстракт:** У раду се врши преглед монетарних кретања у БиХ и разматрају детерминанте кредитног раста у босанскохерцеговачком банкарском сектору. Како на кредитни раст утиче неколико фактора, разматрају се кредити и депозити у банкама, ниво инфлације, као и утицај кризе подстакнуте, између осталог, и савременим геополитичким односима. Мере и активности монетарне политике Централне банке БиХ у условима геополитичких промена и глобалне кризе тичу се смањења стопе обавезне резерве, кредитне линије комерцијалних банака, увођења диференциране стопе обавезне резерве на депозите банака и промена у финансирању реалног сектора. Неактивност и недовољна развојна усмереност истичу се као водећи недостаци монетарне политике централне банке БиХ, а уједно и њени изазови. Показатељи монетарних кретања и изазова монетарне политике указују на то да је БиХ у области монетарне политике још увек у раној фази припремљености на путу ЕУ интеграција, те да је њена монетарна политика у савременим геополитичким околностима у великој мери зависна од Европске централне банке.

**Кључне ријечи:** монетарна политика, Централна банка БиХ, Европска централна банка, монетарна кретања, геополитика.

**JEL класификација:** E52, E58

**Abstract:** The paper provides an overview of monetary movements in Bosnia and Herzegovina (BiH) and examines the determinants of credit growth in the Bosnian-Herzegovinian banking sector. As credit growth is influenced by several factors, the paper considers bank loans and deposits, the inflation level, and the impact of the crisis, including contemporary geopolitical relations. Measures and activities of the Central Bank of Bosnia and Herzegovina in conditions of geopolitical changes and global crises concern reducing the required reserve rate, credit lines of commercial banks, introducing a differentiated required reserve rate on bank deposits, changing financing of the real sector, etc. Inactivity and insufficient developmental focus are highlighted as leading deficiencies of the monetary policy of the Central Bank of Bosnia and Herzegovina, and its challenges. All indicators of monetary movements and challenges of monetary policy indicate that Bosnia and Herzegovina is still in an early phase of preparedness on the path to EU integration in the field of monetary policy and that its monetary policy is largely dependent on the European Central Bank in contemporary geopolitical circumstances.

**Key Words:** monetary policy, Central Bank of Bosnia and Herzegovina, European Central Bank, monetary movements, geopolitics.

**JEL classification:** E52, E58

## 1. УВОД

Вођење монетарне политике и циљеви везани за исту најуже су везани за улогу новца у економији. Било који облик вођења монетарне политике да је у питању, истичу се два кључна питања – једно питање је везано за циљеве монетарне политике, а друго за најефикасније начине вођења монетарне политике у реализацији тих циљева. По питању првог аспекта већина аутора је сагласна, те се као водећи циљеви истичу постизање високог и сталног нивоа запослености, одржавање ниске инфлације и стабилност цена. Када је у питању друго питање, мишљења економиста је подељено. Такође, ставови аутора о нивоу аутономије монетарне политике у условима фиксног девизног курса нису јединствени. На пример, Калво (Calvo, 1999) је полазио од тога да је фиксни девизни курс адекватна опција у условима када постоји висок ниво валутне супституције и ендогених шокова. С друге стране, Обстфелд и Рогоф (Obstfeld i Rogoff, 1995) сматрају да фиксни девизни курс доводи до губитка контроле над новчаном понудом. Јовић (2020) закључује да између стопе обавезне резерве као инструмента монетарне политике и кредитног раста постоји јака негативна међузависност. Временом су развијене бројне теорије о томе како се количина новца у оптицају одражава на макроекономске варијабле, што намеће питање избора најадекватнијег начина вођења монетарне политике од стране централне банке. Ово питање долази до изражаја и у условима промјенивих геополитичких околности.

У околностима монетарног режима какав је валутни одбор, вођење монетарне политике се значајно разликује у поређењу са њеним вођењем у развијеним земљама. Аранжман валутног одбора јавља се у времену настанка колонијалних економија у којима банарски сектор није био развијен, док је износ капитала којим су банке располагале био незнатан. У оваквим околностима била је изражена веза између трговинског биланса и монетарне експанзије, на шта у свом раду подсећа Ковачевић (2021). Механизам равнотеже се усклађивао аутоматски, без активности монетарних или политичких ауторитета. Значајан број земаља у транзицији је 20-их година прошлог века прихватило анажман валутног одбора. Прва је то учинила Аргентина 1991. године, а потом Литванија 1994. године, Бугарска 1997. године и Босна и Херцеговина 1997. године.

## **2. СПЕЦИФИЧНОСТИ МОНЕТАРНОГ СИСТЕМА БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ**

У Босни и Херцеговини се примењује валутни одбор као посебан облик монетарне политике успостављен 1997. године. Основне специфичности овог режима су фиксни девизни курс, непостојање улоге последњег уточишта, забрана кредитирања домаћег сектора и издавања домаће валуте искључиво куповином девиза. Новац за издавање треба бити у потуности покривен конвертибилном и одабраном валутом. Фискна стопа према одабраној конвертибилној валути има функцију монетарног сидра (Радаковић и Ивић, 2022).

Поменуте карактеристике упућују на закључак да је значајан део монетарног суверенитета Босне и Херцеговине усмерен на зону евра. У складу са тим, ефикасност монетарне политике Босне и Херцеговине у значајној мери зависи од монетарне политике која се примењује у зони евра. Када економија у еврозони расте, то ће се позитивно одразити и на Босну и Херцеговину. Монетарна констракција је погодна у оба случаја и обрнуто – када економија пада, монетарна експанзија коју води Европска централна банка представља најадекватнију политику за Босну и Херцеговину (Јовић, 2021).

Једини инструмент монетарне политике који Централна банка Босне и Херцеговине има на располагању је обавезна резерва. Од стране Централне банке Босне и Херцеговине уведено је неколико дискреционих инструмената монетарне политике укључујући обавезну резерву, диференцирану обавезну резерву и накнаду на вишак изнад обавезне резерве. Поменуте мере су допринеле да Босна и Херцеговина у извесној мери одступи од режима тзв. ортодоксног валутног одбора према дискреционој монетарној политици.

## **3. УСКЛАЂЕНОСТ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ БИХ СА МОНЕТАРНОМ ПОЛИТИКОМ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ**

Валутни одбор у Босни и Херцеговини је најближи изворном монетарном аранжману. Једини монетарни инструмент који је могуће користити од стране Централне банке у креирању ливкидности комерцијалних банака је утицај на

висину стопе обавезне резерве. Стопа обавезне резерве износи 15%, док базу за обрачун чине сви домаћи депозити. Камата на обавезне резерве износи 1% из обавезне резерве и 2% за додатне резерве (Ковачевић, 2021). Монетарна политика која се заснива на начелима валутног одбора разликује се у функцијама водеће монетарне институције у поређењу са класичним функцијама које постоје у оквиру развијених тржишних економија. Компарација функција класичне централне банке са функцијама које централна банка има у режиму валутног одбора следи у наставку рада (Шема 1).

**Шема 1.** Класичне функције централне банке и централне банке у режиму валутног одбора

| Класичне функције централне банке                                                                                                                                                                                                                                                                           | Функције централне банке у режиму валутног одбора                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• залихе новчаница, кованица и депозита</li> <li>• фиксан и флукутирајући девизни курс</li> <li>• могућност управљања инфлацијом емисијом примарног новца</li> <li>• пуна конвертибилност</li> <li>• дискретна монетарна политика према властитој процени</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• нема залиха депозита</li> <li>• фиксни курс према одабраној валути</li> <li>• немогућност управљања инфлацијом емисијом примарног новца</li> <li>• конвертибилност на домаћем тржишту</li> <li>• прописана граница монетарне политике</li> </ul> |

*Извор: Аутор*

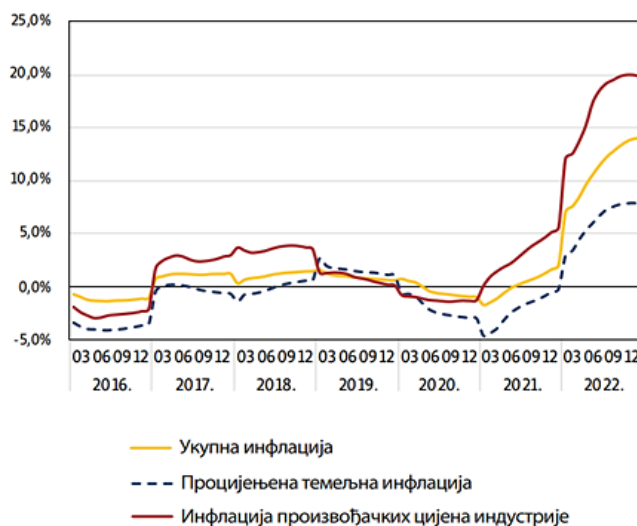
Од 1996. године Европска унија путем програма *PHARE* и *OBNOVA* пружа помоћ Босни и Херцеговини у сврху придруживања Европској унији. Трешњо (2020) наводи да монетарна политика Босне и Херцеговине не функционише у пуном капацитету, те да није у потпуности у функцији економског развоја и просперитета. Поменуто се сматра последицом улоге Централне банке Босне и Херцеговине чији су положај и задаци значајно другачији од положаја и задатака централних банака других држава. У Извештају Европске комисије за Босну и Херцеговину уз документ „Саопштење о политици проширења ЕУ за 2022. годину“ (2022) у области економске и монетарне политике наводи се да се Босна и Херцеговина налази у раној фази припремљености у области економске и монетарне политике. У поменутом Извештају и Саопштењу се такође наводи да је дошло до назадовања у овој области, с обзиром на то да није именован нови управни одбор Централне банке. Наводи се да монетарна политика доприноси економској стабилности, али да као кључни задатак остаје осигурање пуне независности Централне банке. Режим девизног курса настављен је у оквиру аранжмана валутног одбора којим је конвертибилна марка везана за

евро. Циљ Централне банке Босне и Херцеговине је да одржи домаћу валуту стабилном. Приметно је да Закон о централној банци није у потпуности усклађен са комунитарним правом Европске уније у области забране монетарног финансирања. Поред тога, проблем је у томе и што не обезбеђује функционалну независност Централне банке Босне и Херцеговине.

#### 4. ТРЕНДОВИ МОНЕТАРНИХ КРЕТАЊА БИХ У УСЛОВИМА ГЕОПОЛИТИЧКИХ ПРОМЕНА

Од појаве светске економске и финансијске кризе светска економија је претрпела огромне негативне последице. Пандемија вируса Ковид-19 и промена геополитичких околности у свету додатно су закомпликовали ионако већ проблематичну економију и поставили нове изазове за креаторе економских политика. Било је потребно у што краћем року деловати како би се ублажиле последице и вратила светска економија на пут раста и развоја. Имајући у виду условљеност конвертибилне марке евром, босанскохерцеговачка привреда дели судбину држава чланица Европске монетарне уније. Вредност долара у односу на евро је расла након почетка спровођења квантитативних олакшица од стране Европске централне банке, а негативни ефекти на страни извоза били су очекивани (Милошевић, 2018). Дошло је до повећања цена енергената, нафте, гаса, житарица и других роба које се плаћају у доларима, што се неповољно одразило на ставке спољнотрговинског биланса. Процењена инфлација указује да раст цена није приметан искључиво у категоријама које су увек под утицајем колебања на међународним тржиштима, попут енергената (графикон 1). Ниво инфлације забележен у БиХ су премашиле неке од земаља Европске уније.

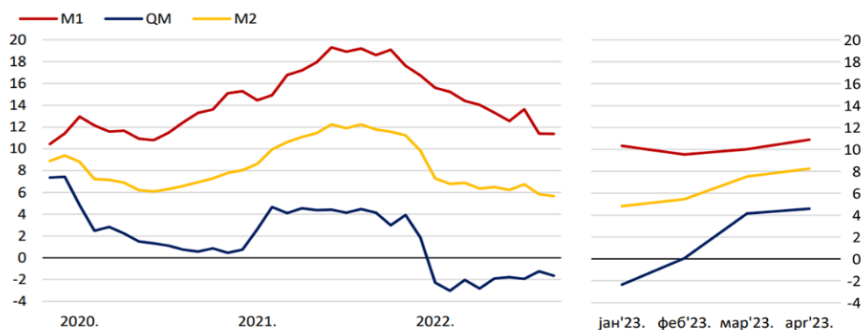
Графикон 1. Инфлација у БиХ 2016-2022.



**Извор:** Годишњи извештај Централне Банке Босне и Херцеговине за 2022. годину (2023). Сарајево: Централна банка Босне и Херцеговине.

Укупна новчана маса (M2) на крају априла 2023. године износила је 33,6 милијарди КМ, у поређењу са стањем у мају када је приметан пораст новчане масе за 353,3 милиона КМ. Пораст новчане масе (M2) у априлу 2023. године, резултат је повећања новца (M1) за 346,8 милиона КМ (1,8%) и квази новца (QM) за 6,4 милиона КМ. Готовина изван банака је повећана за 171,9 милиона КМ (2,9%), а преносиви депозити у домаћој валути за 174,9 милион КМ (1,3%), што је резултирало повећањем новца (M1). Квази новац (QM) је повећан услед пораста преносивих депозита у иностраној валути за 2,9 милиона КМ (0,1%) и осталих депозита у домаћој валути за 15,2 милиона КМ (0,5%), док су остали депозити у иностраној валути мањи за 11,7 милиона КМ (0,2%). На годишњем нивоу, пораст новчане масе (M2) у априлу 2023. године износио је 2,56 милијарди КМ (Монетарна кретања у априлу 2023. године, Централна банка Босне и Херцеговине, 2023).

**Графикон 2.** Монетарни агрегати (годишње стопе раста) 2020-2023.



**Извор:** Монетарна кретања у априлу 2023. године (2023). Сарајево: Централна банка Босне и Херцеговине.

Пораст новчане масе (M2) на годишњем нивоу од 2,56 милијарди КМ, последица је пораста нето стране активе за 1,15 милијарди КМ и нето домаће активе за 1,4 милијарде КМ (графикон 2). Девизне резерве Централне банке БиХ на крају априла 2023. године износиле су 15,33 милијарде КМ. У односу на претходни месец забележено је повећање девизних резерви од 122,1 милион КМ (0,8%), док су на годишњем нивоу девизне резерве Централне банке БиХ мање за 625,7 милион КМ. Годишња стопа раста укупних кредита у априлу 2023. године износила је 4,6%, номинално 975,3 милиона КМ. Годишњи раст кредита регистрован је код сектора становништва за 604,9 милиона КМ (5,7%), приватних предузећа за 296,8 милиона КМ (3,3%), нефинансијских јавних предузећа за 99,2 милиона КМ (19,6%) и код осталих домаћих сектора за 1,4 милиона КМ (0,8%), према подацима из публикације Монетарна кретања у априлу 2023. године, Централна банка Босне и Херцеговине (2023). Почетком године банкарски сектор био је изложен значајном одливу депозита грађана, али захваљујући високој ликвидности и благовременој реакцији ентитетских агенција за банкарство очувана је стабилност банкарског сектора Босне и

Херцеговине (графикон 3). Након почетка руско-украјинског сукоба две домаће банке које су биле у власништву руске „Сбербанк АГ Европа“ услед огромних оперативних ризика везаних за међународна плаћања и саопштења Европске централне банке о неликвидности и великој вероватноћи банкрота банака из Сбер групације изложиле су се ризику репутације, а цела групација је искључена из SWIFT-а. Без обзира на њихову солвентност и профитабилност, дошло је до повлачења депозита крајем фебрура и током марта, које је у априлу заустављено.

**Графикон 3.** Годишња стопа раста депозита



**Извор:** Годишњи извештај Централне Банке Босне и Херцеговине за 2022. годину (2023). Сарајево: Централна банка Босне и Херцеговине.

Према подацима из Годишњег извештаја Централне банке Босне и Херцеговине за 2022. годину (2022) на крају марта 2022. у односу на децембар 2021. депозити становништва су забележили пад од 6,2%, након чега се бележи њихов континуирани раст, али до краја године нису достигли ниво с краја 2021. године и нижи су за 0,8%.

У условима високе инфлације нарочито израженим у другој половини 2023. године године, постигнута је релативно ниска стопа номиналног кредитног раста, а негативне реалне каматне стопе нису значајно повећале тражњу за банкарским кредитима (графикон 4). Висок ниво неувесности и пословна политика банака су у значајној мери одредили динамику кредита у изазовној 2022. години.

**Графикон 4.** Годишња стопа кредитног раста

**Извор:** Годишњи извештај Централне Банке Босне и Херцеговине за 2022. годину (2023). Сарајево: Централна банка Босне и Херцеговине.

Услед ниског раста номиналних каматних стопа у условима високе инфлације, реалне каматне стопе су током целе године биле негативне. Имајући у виду да страна пасива која је повезана са каматном стратегијом Европске централне банке више него домаћи извори финансирања, чини мање од 5% укупне пасиве банкарског сектора, раст каматних стопа на кредите нефинансијским предузећима не би требало доводити у директну везу с монетарном политиком Европске централне банке. У поређењу са пондерисаном каматном стопом на кредите становништву, која није битно измењена током 2022. године, просечна пондерисана каматна стопа на кредите нефинансијским предузећима је порасла за скоро једну трећину (Годишњи извештај Централне банке Босне и Херцеговине за 2022. годину, 2023).

Након што је Европска централна банка почела подизати референтне каматне стопе у јулу 2022. године руководиоци Централне банке Босне и Херцеговине су изразили став о хармонизацији са трендом монетарне политике Европске централне банке, али не нужно у нивоима. Динамика хармонизације зависи од трендова у домаћем банкарском сектору и макроекономском окружењу, при чему се планира задржати накнада на средства из обавезне резерве диференцираном у корист оних из основице у домаћој валути. Један од разлога због којих усклађивање са политиком Европске централне банке тренутно није динамичније јесте у томе што се не види систематична реакција домаћих банака на повећање стопе накнаде на средства на рачуну резерви код Централне банке

Босне и Херцеговине, у смислу раста каматних стопа на депозите (Званична интернет страница Централне банке Босне и Херцеговине, 2023).

## ЗАКЉУЧАК

Пред Босном и Херцеговином је изазован период по питању свих економских и политичких аспеката. Узимајући у обзир економски, институционални и политички аспект, као и савремене геополитичке-околности, видљиви су бројни разлози за и против примене аранжмана валутног одбора. Савремене геополитичке околности изазване променама регионалне динамике и глобалних економских шокова, представљају изазов за све земље које примењују аранжман валутног одбора. Ове промене се највише одражавају на монетарну политику. Због тога је неопходно прилагођавање монетарне политике ових земаља које је у великој мери ограничено услед специфичности овог монетарног аранжмана. Иако је валутни одбор који се примењује у Босни и Херцеговини изузетно ригорозан монетарни аранжман, не постоје адекватни докази да би се преласком на алтернативну монетарну политику остварили бољи циљеви, с обзиром на то да проблеми у Босни и Херцеговини немају искључиво монетарни карактер. Разлике Босне и Херцеговине у поређењу са другим земљама које су у режиму валутног одбора произилазе из њеног специфичног економског и социјалног контекста, што додатно компликује ионако комплексан монетарни систем Босне и Херцеговине у савременим геополитичким околностима.

## ЛИТЕРАТУРА

- [1] Годишњи извештај Централне Банке Босне и Херцеговине за 2022. годину (2023). Сарајево: Централна банка Босне и Херцеговине.
- [2] Извештај Европске комисије за Босну и Херцеговину уз документ „Саопштење о политици проширења ЕУ за 2022. годину“ (2022)., преузето 08.06.2023. са сајта [https://europa.ba/wp-content/uploads/2022/10/izvjestaj-o-bosni-i-hercegovini-za-2022-godinu\\_1666693844.pdf](https://europa.ba/wp-content/uploads/2022/10/izvjestaj-o-bosni-i-hercegovini-za-2022-godinu_1666693844.pdf)
- [3] Јовић, Д. (2021). Синхронизација пословног циклуса и монетарна политика у Босни и Херцеговини. *Банкарство*, 50(2), 8-33.
- [4] Јовић, Д. (2020). Валутни одбор, монетарна регулација и макропруденциона регулација у Босни и Херцеговини. *Банкарство*, 49(1), 8-36.
- [5] Ковачевић, Д. (2021). Монетарна политика и креирање ликвидности. *Financing-научни часопис за економију*, 12(3), 3-15.
- [6] Ковачевић, Д. (2021). Ликвидност банкарског система у условима валутног одбора у БиХ. *SKEI-међународни интердисциплинарни часопис*, 2(1), 30-41.
- [7] Милошевић, М. (2018). Политика квантитативних олакшица: Идеја, циљеви, резултати и ефекти преливања на БИХ и Србију. *Економске идеје и пракса*, 71.
- [8] Монетарна кретања у априлу 2023. године. (2023). Сарајево: Централна банка Босне и Херцеговине.
- [9] Obstfeld, Maurice i Rogoff, Kenneth. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives* 9 (4), 73–96.

- [10] Преглед монетарних кретања Централне банке БиХ за фебруар 2023. године (2023). преузето 04.04.2023. са сајта <https://cbbh.ba/Home/GetTableAttachment?contentId=c9628feb-179b-4987-a410-b591ada0efb2&lang=sr>
- [11] Радаковић, М., Ивић, М. (2022). Стабилност система валутног одбора Босне и Херцеговине. *XI међународна конференција о друштвеном и технолошком развоју*, 117-125.
- [12] Трешњо, С. (2020). Монетарна политика и Централна банка БиХ у контексту ЕУ интеграција БиХ, преузето 04.04.2023. са сајта <https://eu-monitoring.ba/monetarna-politika-i-centralna-banka-u-kontekstu-eu-integracija-bih/>
- [13] Централна банка Босне и Херцеговине (2023). Банке и Бизнис у БиХ: Валутни одбор није идеалан, али за БиХ је оптималан. Званична интернет страница., преузето 07.06.2023. са сајта <https://cbbh.ba/press/ShowNews/1510>
- [14] Calvo, G. A. (1999). Fixed versus flexible exchange rates: Preliminaries of a turn-of-millennium rematch. University of Maryland, преузето 26.05.2023. са сајта <https://api.drum.lib.umd.edu/server/api/core/bitstreams/dc99d5f4-627f-4a87-99bc-a679763c57fe/content>

## SUMMARY

*Contemporary geopolitical circumstances resulting from changes in regional dynamics and global economic shocks present a challenge for all countries implementing a currency board arrangement. These changes have the most significant impact on monetary policy. Therefore, it is necessary to adapt the monetary policy of these countries, which is largely constrained due to the specificities of this monetary arrangement. The currency board applied in Bosnia and Herzegovina is an extremely rigorous monetary arrangement. However, there is no adequate evidence that switching to an alternative monetary policy would achieve better goals, considering that the problems in Bosnia and Herzegovina are not solely of a monetary nature. The differences of Bosnia and Herzegovina compared to other countries in a currency board regime arise from its specific economic and social context, which further complicates an already complex monetary system in Bosnia and Herzegovina in contemporary geopolitical circumstances.*



This work is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International License