



Dragan Jović

Centralna banka Bosne i Hercegovine

✉ draganjovic@blic.net



UPOTREBA MJENIČNOG MEHANIZMA PLAĆANJA I KREDITIRANJA KAO MODEL EKONOMSKOG RASTA I RAZVOJA BOSNE I HERCEGOVINE

USE OF BILL OF EXCHANGE PAYMENT AND CREDITING MECHANISM AS A MODEL OF ECONOMIC GROWTH AND DEVELOPMENT OF BOSNIA AND HERZEGOVINA

Rezime: Istraživanje je posvećeno jednom zaboravljenom finansijskom mehanizmu za povećanje ponude novca i ukupne tražnje na nivou ekonomskog sistema. Finansijski mehanizam koji je primjenjivala Njemačka u periodu 1934–1938. zahtijeva znatne izmjene ako se namjerava primijeniti u ekonomsko-finansijskom sistemu Bosne i Hercegovine. Pod uslovom dosljedne, planske i postepene primjene i uvođenja, upotreba mjenice kao sredstva plaćanja i kao sredstva kredita, uz koordinaciju ostalih ekonomskih politika, ne bi trebalo uopšte da dovede do inflacije, a ni do rasta javnog duga u srednjem roku. Pozitivni efekti primjene MEFO finansijskog mehanizma na domaćem tržištu bi bili prekidanje deflacionih pritisaka, dinamičan privredni rast, izmjena privredne strukture u korist proizvodnih i industrijskih djelatnosti, rast kamatnih prihoda privrede i promjena strukture kredita u bankarskom sektoru Bosne i Hercegovine.

Ključne riječi: mjenica, ponuda novca, MEFO mjenice, agregatna tražnja, ekonomski rast i razvoj, nekonvencionalna monetarna politika, deflacija.

JELklasifikacija: E4, E5, F3, N0

Summary: The research is devoted to one forgotten financial mechanism for increasing the money supply and total demand at the level of the economic system. The financial mechanism applied by Germany in the period 1934–1938 requires the significant changes in order to be applied in the economic and financial system of Bosnia and Herzegovina. Under the condition of consistent, planned, and gradual implementation and introduction, the use of bills of exchange as a means of payment and as a means of credit, with the coordination of other economic policies, should not lead to inflation at all, nor to the growth of the public debt in the medium term. The positive effects of the application of the "MEFO" financial mechanism on the domestic market would be the cessation of deflationary pressures, dynamic economic growth, the changes in the economic structure in favor of the manufacturing and industrial activities, the growth of interest income of the real sector, and the changes in the structure of the loans in the banking sector of Bosnia and Herzegovina.

Keywords: bill of exchange, MEFO bills, money supply, aggregate demand, economic growth and development, unconventional monetary policy, deflation.

JEL classification: E4, E5, F3, N0

1. UVOD

Bosna i Hercegovina ne može računati na bilo kakav rast ponude novca po osnovu kredita Centralne banke jer je, za razliku od većine nacionalnih i nadnacionalnih centralnih banaka, Centralnoj banci Bosne i Hercegovine (CBBiH) zakonom zabranjeno da kreditira komercijalne banke (alineja a stav 1 čl. 67 Zakona o CBBiH). U uslovima smanjenja ponude bankarskog kredita ($9/2020/9/2019 = -0,3\%$) koje prijeti da pre-raste u kreditni slom (eng. credit crunch), odliva dijela depozita (u odnosu na februar, u aprilu su depoziti bosanskohercegovačkih banaka bili manji za 600 miliona KM), rasta javnog duga i pada BDP-a (za 2020. MMF je prognozirao pad BDP-a u Bosni i Hercegovini od 6,5%), ograničenog pristupa svjetskom finansijskom tržištu i smanjenja lične i investicione potrošnje postavlja se pitanje da li je moguće povećanje ponude novca, mimo klasičnog bankarskog kredita i konvencionalnog oblika rasta javne potrošnje kroz emisije obveznica na domaćem tržištu.

Polazimo od činjenice da se ekonomija Bosne i Hercegovine prije pandemije razvijala po nedovoljno visokoj stopi privrednog rasta, da je očekivani pad ekonomske aktivnosti u 2020. izuzetno visok i da su privredne aktivnosti izložene jakim deflacionim pritiscima. Jedini način prevazilaženja jakih deflacionih pritisaka ($CPI\ 9/2020\ /\ 9/2019 = -1,5\%$) i podizanja stope privrednog

rasta (BDP je u drugom kvartalu 2020. za 9,3% manji u odnosu na isti period prošle godine) je ciljano stimulisanje agregatne tražnje, kroz povećanje ponude novca.

U istraživanju je prikazan jedan nekonvencionalan i vrlo star finansijski mehanizam povećanja ponude novca, tj. remonetizacije ekonomije, patentiran u Njemačkoj tridesetih godina prošlog vijeka, koji se može primijeniti i u Bosni i Hercegovini, ali samo uz ogromne izmjene u odnosu na izvorni oblik.

U prvom dijelu rada prezentuju se dosadašnja glavna istraživanja, domaća i strana, u vezi s mjeničnim poslovanjem, iza čega idu kratka pojašnjenja o metodologiji. Potom dajemo pregled, nastanak i razvoj mehanizma mjeničnog finansiranja robnog prometa u originalnoj formi tokom tridesetih godina prošlog vijeka u Njemačkoj. Slijedi adaptacija izmijenjene varijante njemačkog mjeničnog mehanizma za Bosnu i Hercegovinu, kao i pregled očekivanih pozitivnih ekonomskih efekata primjene u formi rezultata istraživanja i diskusije. Kako se tadašnji njemački i sadašnji bosanskohercegovački društveno-ekonomski sistem značajno razlikuju, ukazali smo i na potencijalne prepreke i poteškoće u njegovoj primjeni u Bosni i Hercegovini. Na kraju istraživanja sumiramo glavne nalaze i dajemo pregled korištene literature.

2. LITERARNI PREGLED

Prvi, vrlo detaljan, prikaz razvoja monetarne politike u prijeratnoj Njemačkoj pronašli smo u istraživanju stranog autora (Wolfe, 1955), a objava ovog članka odmah je izazvala

stručnu polemiku (Robertson, 1955). Glavni kreator monetarne politike, koja je omogućila ekonomski uspon nacističke Njemačke (Hjamlar Šaht, ministar ekonomije i predsjed-



nik Rajhsbanke-njemačke centralne banke), je u formi autobiografije dao prikaz rađanja, razvoja i prakse monetarne politike zasnovane na mjeničnom finansiranju u uslovima odsječenosti od međunarodnih finansijskih tržišta (Schacht, 1967). Autori sa područja druge Jugoslavije zadržali su se ili na samo pravno-tehničkom opisu mjeničnog poslovanja (Milićević, 1975), (Zdravković, 2003) ili kroz analizu primjene mjenice u privredno-kreditnom poslovanju (Bukljaš, 1963), istu nisu povezivali s centralnom bankom jer su se istraživanja odvijala u monetarnom režimu koji nije oskudijevao ni u komercijalnim kreditima, a ni kreditu centralne banke.

I Federacija Bosne i Hercegovine (Zakon o mjenici, 2000. i 2003) i Republika Srpska (Zakon o mjenici, 2001), kao i sve bivše jugoslovenske zemlje, imaju strogo normiran način poslovanja s mjenicama. Ona se prvenstveno i pretežno koristi kao sredstvo obezbjeđenja kredita, i tu je smješten i početak i kraj njene upotrebe. Usljed ideološke pod-

loge III rajha, zbog efekata međuratne njemačke monetarne politike na njenu ekonomsku i vojnu snagu i njene finalne posljedice (II svjetski rat), kao i zbog posebnih uslova u kojima je ona nastala, u literaturi se može pronaći vrlo malo autora koji preporučuju njemačku monetarnu politiku iz nacističkog perioda.

Stara ideja helikopterskog novca (Friedman, 1969), kao i njena ovovjekovna varijanta (Cecchetti & Schoenholtz, 2016), razlikuje se od Šahtovog modela monetarne politike jer ne povezuje rast ponude novca s istovremenim rastom robnog prometa, pošto se robna i novčana tržišta u ovom modelu monetarne politike tretiraju odvojeno. Prvi i jedini prijedlog za revitalizaciju njemačke mjenične monetarne politike u novom kontekstu ekspanzivne i nekonvencionalne monetarne politike ponuđen je relativno nedavno (Bossone & Labini, 2016), ali se stručna i naučna nisu nastavile, a prijedlog nije eksplicitno odbačen.

3. MATERIJALI I METODE

U istraživanju su korištene induktivno-deдуктивna metoda i metoda analize i sinteze, a radi razvoja teorijskog modela upotrebe mjenice u ekonomskom sistemu Bosne i Hercegovine koristili smo i uporednu i istorijsku metodu. Istraživanje u dijelu koji se odnosi na Njemačku obuhvata period od 1933.do 1938.godine, a primjena mjeničnog mehanizma plaćanja i kreditiranja na Bosnu i Hercegovinu je u vezi s trajnim karakteristikama njenog monetarnog režima (valutni odbor) koji je na snazi od 1997.godine, kao i u vezi s krizom javnog duga u kojoj se Bosna i Hercegovina nalazi od marta 2020.godine.

Model mjeničnog plaćanja i kreditiranja u svrhu neinflatornog internog finansiranja ekonomskog rasta i razvoja u uslovima odsustva kredita emisije bankemože se primijeniti u Bosni i Hercegovini već od 2021.godine.

4. NASTANAK I KARAKTERISTIKE MEFO MJENICE

Iz Prvog svjetskog rata Njemačka nije izašla samo s razorenom privredom i gubitkom strateških rudarsko-industrijskih oblasti (Rurska oblast), već i s obavezom plaćanja ogromnih ratnih odšteta koje su joj nametnute Versajskim mirovnim ugovorom (1919.godina). Finansijski teret nametnut poraženom, plaćanje ratnih odšteta u stranoj valuti i zlatu, opšta politička nestabilnost, a prije svega neodgovorna politika Rajhsbanke, prouzrokovalisu hiperinflaciju, na koju se nadovezala Velika recesija (1929-1933) i slom Vajmarske republike (1933).

Nakon zaustavljanja hiperinflacije i revalvacije marke (1925) ekonomski život u Njemačkoj odvija se u uslovima izuzetno niske domaće tražnje, smanjenja tražnje za njemačkim izvozom, visoke stope nezaposlenosti, ali i uslovima potpune odsječenosti Njemačke od svjetskih finansijskih tržišta.

Svi ovi faktori prouzrokuju ogroman pad privredne aktivnosti, a, naravno, teret stagflacije (stagnacija i inflacija) dodatno je uvećan zbog obaveze plaćanja ogromnih ratnih odšteta.

U to vrijeme u njemačkom ekonomskom sistemu postoji jedan ključni ograničavajući faktor koji apsolutno sprečava remonetizaciju ekonomije. Rajhsbanci je dozvoljeno kreditiranje države, tj. finansiranje javne potrošnje kroz direktni kredit, samo do zanemarivog iznosa od 100 miliona rajhsmaraka. Opcija povećanja ponude novca koja bi uticala na rast ukupne tražnje kroz direktnu monetizaciju budžetskog deficita de fakto ne postoji.

Međutim, Rajhsbanka je imala mogućnost da diskontuje mjenice.

Ta karakteristika njemačkog centralnobankarskog prava bila je izvor jednog vrlo inovativnog, a danas potpuno zaboravljenog, finansijskog mehanizma, koji je doprinio punoj revitalizaciji njemačke ekonomije.

Velika njemačka industrijska preduzeća (Siemens, Krup...) osnivaju kompaniju s izuzetno niskim upisanim kapitalom (1 milion maraka). Njen naziv Metallforschungesellschaft, ili skraćeno MEFO, postaje simbol za mjenice koje ona izdaje. Ovim mjenicama se plaćaju izvođači građevinskih i drugih poslova, kao i dobavljači koje angažuje država. Njemačka država garantuje/jamči da će mjenice biti isplaćene, te se tako država pojavljuje kao avalista. Izdavalac mjenice (trasant), koja se koristi kao sredstvo plaćanja, je Metallforschungesellschaft, mjenice se vuku na Rajhsbanku (centralna banka tadašnje Njemačke) koja se pojavljuje u ulozi akceptanta/trasta, tj. lica koje pristaje da isplati/diskontuje mjenicu (po kamatnoj stopi od 4%).

Kako država garantuje za isplatu mjenice, a Rajhsbanka pristaje da je diskontuje, tj. da isplati mjenični iznos u rajhsmarkama (Schacht, 1967 pp. 113-114), MEFO stiče povjerenje njenih imalaca/korisnika (remitenata i indosatara), pa i komercijalne banke pristaju da diskontuju mjenicu i tako dolaze u posjed novca koji nosi kamatu.

Dospijeće mjenica i prolongiranje dospijeća mjenica prilagođenoje potrebama robnog prometa, privredne obnove i ekonomskog razvoja. Početni rok dospijeća mjenice postavljen je natri mjeseca, uz mogućnost obnove tromjesečnog dospijeća 19 puta kako bi se izvori finansiranja podesili za period od pet godina (20×3 mjeseca = 60 mjeseci), što je u to vrijeme smatrano temeljnim planskim horizontom (petogodišnji plan).

Povećanje ponude novca po osnovu izdavanja mjenica ne vodi ka inflaciji iz najmanje tri razloga.

Izdavalac mjenica (trasant) vodi urednu evidenciju izdatih mjenica, a plaćanje se vrši samo ako postoji protivvrijednost u isporučenoj robi. Na taj način se postiže ravnoteža na robnom i novčanom tržištu. Novac se emituje, tj. mjenice izdaju, samo ako ima



podlogu u isporučenoj/kupljenoj robi. S obzirom na to da nema neravnoteže na robno-novčanom tržištu, nema ni inflatornih pritisaka. Novac se indirektno poništava na domaćem robnom tržištu. Rast novčanih fondova je praćen rastom robnih fondova.

Da su sve MEFO odjednom stigle na naplatu i bile pretvorene u novac, to bi moglo stvoriti jake inflatorne pritiske, ali one se koriste za plaćanje, uz rokove dospijeca od tri mjeseca, koji se mogu produžiti do pet godina, čime se postiže neka vrsta dugotrajne monetizacije budžetskog deficita. Zbog visokog povjerenja u isplatu mjenične sume, kamatonosnog karaktera mjenice (diskont mjenica nije ništa drugo do kredit dat glavnom mjeničnom dužniku), MEFO kroz neprekidni niz prenosa/indosamenata počinju funkcionisati kao novac. To bi bio drugi razlog odsustva inflacionih pritisaka u MEFO finansijskom mehanizmu.

Sa monetarnog aspekta novac je stabilan, a inflacija umjerena ako i centralna banka i javna uprava, oličena u državnom trezoru, imaju kredibilitet, tj. ako tržište i javno mnjenje imaju povjerenje u njih. Povjerenje u državni trezor se stiče ako rast javnog duga prati rast javnih prihoda, tj. rast domaćeg proizvoda. Kako kroz upotrebu

MEFO mjenica kao sredstva plaćanja kroz više uporednih kanala dolazi do rasta javnih prihoda i domaćeg proizvoda, apsolutni rast javnog duga do kojeg dolazi u MEFO mehanizmu ne prouzrokuje gubitak povjerenja ni u rajhsmarku ni u samu mjenicu, te finansijski mehanizam per se ne može biti izvor visoke inflacije, a kamoli hiperinflacije, koja nastaje samo u uslovima rata, zatvorenih tržišta i crne berze.

MEFO su korištene četiri godine, od 1934. do 1938.godine, a realne stope rasta proizvodnje su se u tom periodu na godišnjem nivou kretale od 7% do 10%. Ukupna vrijednost potraživanja po MEFO mjenicama na kraju 1938. dostigla je 12 mlrd. maraka. Kreator MEFO mehanizma Hjamlar Šaht tražio je njegovo obustavljanje jer je već tokom 1938. dostignut pun nivo zaposlenosti¹, te bi dalji rast volumena mjenica doveo do rasta cijena robe i usluga. Drugi razlog njegovog protivljenja nastavku MEFO mehanizma bio je rast tražnje za bankarskim kreditima usljed sve većeg diskonta mjenica od strane banaka, što je uz smanjenje štednje izlagalo banke neumjerenoj ročnoj transformaciji. Umjesto prekida emisija mjenica, Šaht je uklonjen sa svih javnih funkcija, a emisije su nastavljene.

5. REZULTATI I DISKUSIJA

5.1. Prilagođavanje MEFO mehanizma ekonomsko-finansijskom sistemu Bosne i Hercegovine

Više ekonomskih činjenica pokazuje da je Bosna i Hercegovina u dubokoj i teškoj krizi javnog duga. Prva od njih je nemogućnost zaduženja na ino-berzama, koja ili ne postoji ili je vrlo skupa. Obračanje MMF-u, slanje pisma nam-

jera, uzimanje kredita (eng. rapid credit facilities) u dvostrukom iznosu kvote u ekonomskoj praksi označava se kao krizni događaj (eng. crisis event) i dodatno potencira dužnički problem javnog sektora.

¹ U anglosaksonskoj literaturi se za ove mjenice koristi izraz "work creation bills", tj. mjenice koje kreiraju rad/zaposlenost.

Prijedlog za započinjanje pregovora o moratorijumu na dio ino-duga (10. sjednica Predsjedništva Bosne i Hercegovine od 6. aprila 2020) je eksterna manifestacija nelikvidnosti, ili očekivane nelikvidnosti javnih budžeta tokom prvog talasa pandemije, i takođe je usklađen s tezom o krizi javnog duga. Smanjenje tražnje za emisijama javnog duga entiteta na primarnom tržištu, neuspješnost pojedinih izuzetno velikih emisija, uz rast kamatnih stopa na primarnom tržištu javnog duga su varijable i događaji sa domaćeg tržišta koji takođe afirmišu tezu da Bosna i Hercegovina prolazi kroz krizu javnog duga, najjaču i najveću u svojoj istoriji.

Mjenica se u našem ekonomskom sistemu uglavnom koristi kao sredstvo obezbjeđenja kredita, a CBBiH ne samo da ne može davati kredite rezidentima, već ne može, po uzoru na Rajhsbanku iz tridesetih godina prošlog vijeka, ni otkupljivati mjenice izdate od strane bosanskohercegovačkih rezidenata uz diskont. Iz tog razloga adaptacija i primjena mjeničnog mehanizma u Bosni i Hercegovini podrazumijeva sačinjavanje međudržavnih finansijskih ugovora, kao osnovnog uslova operacionalizacije mehanizma.

Ako bosanskohercegovačka banka diskontuje mjenicu, ona je mora moći rediskontovati kod svoje banke majke u Srbiji/Hrvatskoj, koja se potom obraća svojoj centralnoj banci. Put mjenice se može skratiti ako se na međudržavnom nivou ugovori obaveza Narodne banke Srbije i Narodne banke Hrvatske da diskontuju mjenicu.

Kako bi MEFO finansijski mehanizam funkcionisao u ekonomskom sistemu Republike Srpske? Pođimo od pretpostavke da Ministarstvo građevine Republike Srpske/MiG treba da finansira izgradnju nekog kapitalnog infrastrukturnog objekta, ali da u budžetu MiG-a za te namjene u tom momentu uopšte nema novca, a Srpska nema opciju zaduživanja. MiG formira posebno pravno lice koje finansira i rukovodi radovima u infrastrukturi (skraćeno FIRI), koje u svojstvu trasanta izdaje mjenice i vuče ih/trasira na Ministarstvo finansija

Republike Srpske (MinFin) koje je trasat, tj. krajnji mjenični dužnik. IRB Republike Srpske (IRB) jamči, tj. izdaje aval (o čemu se sačinjava poseban ugovor između avaliste i FIRI) da će mjenica biti isplaćena, a MinFin automatski u momentu izdavanja, akceptira mjenicu.

Ovim mjeničnim radnjama, avaliranje, a priori akceptiranje, mjenica postaje izuzetno kredibilna vrijednosna isprava, a njen imalac/remitent i svaki indosatar (tj. novi mjenični povjerilac koji je stiče prenosom/indosamentom) dobija kvalitetno sredstvo za plaćanje, a ako je diskontuje (proda ispod nominale prije roka dospijeca), unovčava je u zakonsko sredstvo plaćanja. Po izvršenju ugovorenih radova ili po ispostavljenim građevinskim situacijama, FIRI izdaje ovu mjenicu izvođaču radova/dobavljaču.

Mjenica se emituje na rok dospijeca od tri mjeseca i nosi godišnju kamatnu stopu od minimalno 3%, što je daleko veće od trenutne kamate i na oročenu štednju i na trezorske zapise, a to motiviše remitenta/korisnika mjeničnog povjerioca da je drži do dospijeca, a može je i diskontovati kod IRB ili KOMBL (Komercijalna banka a.d. Banjaluka) ako mu je potreban gotov novac, a i uvijek postoji opcija da je prenese/indosira i plati neku svoju obavezu. Ako je diskontuje kod KOMBL, KOMBL je rediskontuje kod svoje banke majke u Beogradu KOMBG (Komercijalna banka a.d. Beograd), koja je opet može indosirati/prenijeti ili rediskontovati kod Narodne banke Srbije. U momentu kada NBS postaje imalac mjenice u njenom bilansu se formira potraživanje prema Ministarstvu finansija Republike Srpske.

Ovaj slijed mjeničnih radnji indosiranja/diskontovanja/rediskontovanje između FIRI, prvog korisnika mjenice (izvođača radova/dobavljača), indosatora, KOMBL, KOMBG i Narodne banke Srbije (NBS) mora unaprijed biti ugovoren. MinFin otkupljuje izdate emisije od NBS ili u skladu sa dospijecem mjenica ili u skladu sa dogovorom/ugovorom između NBS i MinFin, s

tim da se može ugovoriti i dugoročna monetizacija budžetskog deficita Srpske od strane NBS, što bi po-drazumijevalo prolongiranje dospijeca mjenice u vremenskom rasponu od tri do pet godina.

Identičan mehanizam finansiranja, plaćanja državnih dobavljača i finansiranja infrastrukturnih projekata mogu razviti i bosanskohercegovačke banke vlasnički povezane sa bankama u Hrvatskoj i to preko Hrvatske narodne banke (HNB).

Obaveze koje prema NBS i NBH na ovakav način nastaju su, sa aspekta entitetskih ministarstava, deviznog karaktera i predstavljaju kratkoročno povećanje spoljnog duga radi povećanja ekonomske aktivnosti koja generiše dodatne i više javne prihode za vraćanje novokreiranog duga. NBS i NBH, s obzirom na to da se radi o međunarodnom finansiranju, jedan dio deviznih rezervi ulažu u instrumente tržišta novca (mjenice), koje im u eri niskih kamatnih stopa donose značajno viši prinos i povećavaju rentabilnost poslovanja.

Model u kojem je krajnji korisnik/imatelj mjenice ino-banka (NBS/NBH) vodi ka preljevanju dijela finansijske akumulacije iz Bosne i Hercegovine u Hrvatsku i Srbiju i zato jedan dio mjeničnog finansiranja treba dodatno da se modifikuje kako bi se odvijao većim dijelom preko bh. rezidenata.

Evropska centralna banka/ECB je obezbijedila repo kreditne linije za likvidnost i srpskih i hrvatskih banaka i to preko NBS, odnosno HNB (ovaj aranžman s Hrvatskom se označava kao swap line). I hrvatska i srpska centralna banka su dužnici ECB, ovi krediti su obezbijeđeni kolateralom centralnih banaka (eng. eligible securities), a komercijalne banke stupaju u dužničko-povjerilačke odnose s hrvatskom, odnosno srpskom centralnom bankom.

Međunarodne finansijske ustanove, prije svega MMF, smatraju da Centralnoj banci Bosne i Hercegovine ne treba dozvoliti da daje kredite, a to umanjuje finansijski i kreditni potencijal finansijskog

sistema Bosne i Hercegovine. Prikladna nadoknada za izgubljen dobit bh.emisione banke i za uskraćeni finansijski potencijal moglo bi biti otvaranje dugoročne kreditne linije ECB prema entitetskim ministarstvima finansija u kojem bi posredovala CBBiH. CBBiH ne može davati bilo kakve kredite i zato bi se ona u ovoj vrsti kredita ECB mogla pojaviti samo kao posrednik, tj. komisionar. ECB ulazi u direktan dužničko-povjerilački odnos sa bosanskohercegovačkim ministarstvima finansija, a zauzvrat CBBiH daje kolateral (neku prvoklasnu hartiju od vrijednosti iz svog portfolia) i vrši poslove diskontovanja mjenice u ime i za račun ECB. Kao dodatni avalista po mjenici, zbog ugovornog angažmana CBBiH, pojavljuje se budžet Bosne i Hercegovine, tj. Ministarstvo finansija Bosne i Hercegovine. Kao nadoknadu za vanbilansnu izloženost CBBiH dobija udio u kamati po mjenici, a kolateral se aktivira samo onda ako svi avalisti po mjenici i akceptanti, odnosno trasat (glavni mjenični dužnik, Ministarstvo finansija Republike Srpske ili Ministarstvo finansija Federacije Bosne i Hercegovine), ne izvrše svoje mjenične obaveze. Kolateralizacija kredita bi trebalo, pod uslovom da je sve ostalo jednako, da obori, početno visoko postavljenu, kamatu na ovaj dio javnog duga, a jedan dio kamate ostaje u zemlji dužnika, jer CBBiH 60% dobiti uplaćuje u budžet Bosne i Hercegovine.

Pošto ministarstva finansija ulaze u direktni kreditni odnos sa ECB, koje ima obavezu da diskontuje mjenicu (tj. da je isplati u novcu), u ovom MEFO mehanizmu bi bila izdata solo mjenica, tj. ministarstva finansija bi vukla mjenicu na sebe (u mjeničnom slogu bi stajalo "platiti" umjesto "platite"). Takve mjenice bi cirkulisale u našem unutrašnjem platnom prometu kao novac sve dok ne bi bile predate na diskont kod ECB (preko CBBiH). U momentu kada ECB diskontuje mjenicu/isplati je u novcu, ECB mjenični iznos potražuje od entitetskog ministarstva finansija, a ono otkupljuje ili prolongira mjenicu u skladu sa dogov-

orom/ugovorom sa ECB. Kao i u prvoj varijanti MEFO finansijskog mehanizma, novac bi bio korišten za finansiranje robnog prometa i rast proizvodnje, a kako je ECB emisiona banka, koja

proizvodi evre *ex nihilo* (ni iz čega), opet bi bila obezbijedena dugoročna monetizacija bh.budžetskih deficita i dugoročno finansiranje bh.proizvodnih aktivnosti.

5.2. Pozitivni ekonomski efekti upotrebe mjenice kao sredstva plaćanja

Preko MEFO finansijskog mehanizma, a uz koordinaciju ostalih ekonomskih politika, povećava se ponuda novca i agregatna tražnja, uz oblikovanje željene privredne strukture i promjenu strukture BDP-a. Mjenica se koristi kao sredstvo plaćanja, a ako je banka diskontuje prije roka dospijea, indirektno se utiče na strukturu kreditnog portfolia, jer rast potraživanja banaka prema glavnom mjeničnom dužniku (trasatu, ministarstvu finansija) istiskuje sektor stanovništva iz bankarskih bilansa. Diskontovanjem mjenice smanjuje se dio kreditnog potencijala za kreditiranje stanovništva i finansiranje nenamjenskih potrošačkih kredita (75% ukupnih kredita stanovništvu su nenamjenski potrošački krediti) čime se preoblikuje struktura kredita u korist proizvodno-industrijskih djelatnosti, a na račun sektora stanovništva, koji je u prosjeku suficitan sektor.

Planskom i strateškom upotrebom mjenice kao sredstva plaćanja utiče se na rast i razvoj tačno određenih privrednih djelatnosti, povećavaju se ponuda novca i likvidnost privrede, dolazi do rasta zaposlenosti i povećanja javnih prihoda.

Uključivanjem ostalih banaka u diskontovanje mjenica stvara se duboko tržište mjenica, koje vrši pritisak, ako ne na veličinu diskonta, onda na snižavanje mjenične kamatne stope i troškova finansiranja javnog duga, dok istovremeno kamatna stopa podstiče prenosivost/negocijabilnost mjenice i njenu upotrebu kao sredstva plaćanja.

U prvim mjesecima primjene MEFO mehanizma dolazi do rasta javnog duga (u odnosu na BDP), ali kasniji rast javnih prihoda i BDP-a po osnovu rasta prometa i agregatne tražnje poništava efekat prvobitnog rasta javnog duga. Ukoliko se državni dobavljači ili neka druga nefinansijska pravna lica na koje je mjenica prenesena/indosirana odluče držati mjenicu do dospijea, kamata ostaje privredi i ne prelijeva se ino-kreditorima niti bankama. Kroz vezivanje izdavanja emisije mjenica za kupovinu domaće robe obezbjeđuje se uporedni rast robnih i novčanih fondova i neinflatorni rast ukupne tražnje. Kreiranim novcem se plaćaju radnici, koji svojom potrošnjom povećavaju promet i javne prihode pa se ravnoteža ponude i tražnje ostvaruje na višem nivou, tj. uz rast BDP-a.

5.3. Prepreke za primjenu mjenice kao sredstva plaćanja i sredstva kredita

Glavni ograničavajući faktor u primjeni predstavljenog starog-novog finansijskog mehanizma u Bosni i Hercegovini ne predstavlja mogućnost njegove zloupotrebe, jer je svaki oblik kreditiranja

sklon odstupanjima od planiranog cilja. Ipak, radi rasta kredibiliteta ovakvog rada javne uprave trebalo bi uvesti tzv. tvrdo budžetsko ograničenje (TBO). Pod TBO podrazumijevamo striktnu



podjelu budžeta na troškovnu i razvojnu, tj. investicionu komponentu. Još preciznije, troškovni element budžeta su plate u javnoj upravi, čiji rast, pa i nivo, treba vezati za rast i nivo plata u privatnom sektoru ili još bolje za rast produktivnosti u javnoj upravi. Zato bi striktna kontrola plata u javnom sektoru bila prikladno sredstvo za sprovođenje politike tvrdih budžetskih ograničenja i jedan od modela prevencije zloupotrebe mjenica u svrhu neracionalnog rasta javne potrošnje.

Rast inflacionih očekivanja kao posljedica emisije novca/mjenica bez pokrića u devizama, već s pokrićem u robi bi takođe mogao predstavljati veliku prepreku za primjenu mjeničnog finansiranja javnih nabavki. Naša tržišta, naša javnost i učesnici na tržištu navikli su na informaciju da se novac može emitovati samo uz pokriće u devizama. Ekonomski transaktori ne razlikuju različite kategorije novca, tj. monetarne agregate, i pretežno ne razumiju da obaveza pokrivenosti novca devizama važi samo za primarni novac, tj. novac centralne

banke (ali ne i za ostale monetarne agregate). Dobra komunikacija novog finansijskog mehanizma i nove kreditne politike javnog sektora je jedan od uslova za uspješnu primjenu MEFO mehanizma i držanje inflacionih očekivanja pod kontrolom.

Nije samo sjećanje na hiperinflaciju sa početka devedesetih godina katalizator inflacionih očekivanja, već i turobna istorija mjeničnog poslovanja koju je proizvelo jedno preduzeće iz Bosne i Hercegovine (Agrokomerc Velika Kladuša). Samo potpuna javnost, informacije o diskontovanim i nedospjelim iznosima mjenica na nedjeljnom nivou, može uvjeriti javnost da tržište neće biti preplavljeno mjenicama i da se finansijska istorija neće ponoviti.

Preduslov efikasnosti finansijskog mehanizma je formulisanje strateških ciljeva ekonomske politike, tj. privrednih djelatnosti i grana koje bi bile uključene u ovu vrstu finansiranja javnih nabavki, što zahtijeva definisanje ekonomskih kriterijuma radi pozitivne diskriminacije.

6. ZAKLJUČAK

Bosna i Hercegovina u dvadesetim godinama ovoga vijeka nije isto što i Njemačka u tridesetim godinama prošlog vijeka, ali u pogledu kreditnog poslovanja postoje određene sličnosti. Njemačka ekonomija tog vremena je odsječena od finansijskog tržišta, a Rajhsbanka nije mogla davati kredite.

Javni dugovi bosanskohercegovačkih entiteta u odnosu na BDP rapidno rastu, a mogućnost uzimanja velikih kredita od privatnih ino-kreditora se smanjuje i u uslovima smanjenja kreditnog rasta bosanskohercegovačkih banaka glavni izlaz u rastu ponude novca se vidi u kreditima javnog sektora iz zone evra, tj. iz EU, i u programu garantovanja kredita privatnog sektora od strane entiteta. Kao ni Ra-

jhsbanka, ni CBBiH ne može davati kredite, ali ne može ni diskontovati mjenice, za razliku od nekada Rajhsbanke.

U prvoj fazi rasta javnog duga entiteti (Republika Srpska i Federacija Bosne i Hercegovine) su uzimali kredite, a onda su prešli na emisiju obveznica i trezorskih zapisa, a takva politika zaduživanja stvorila je ogromnu diskreciju u trošenju pozajmljenih sredstava.

Plaćanje mjenicama koje su pokrivene proizvedenom robom, pozitivna ekonomsko-razvojna diskriminacija dobavljača javnog sektora, puna javnost ekonomskog programa i tvrda budžetska ograničenja smanjuju diskrecionu

javnu potrošnju, uporedo podižu novčana i robna tržišta i podstiču agregatnu tražnju uz rast javnih prihoda i proizvodnje. Da li će opisana nekonvencionalna kreditno-monetarna politika, koju vode budžeti/ministarstva finansija i centralne banke, biti vodeći ili samo dodatni oblik finansiranja javnih nabavki u Bosni i Hercegovini zavisi od daljeg razvoja konvencionalnog kreditiranja.

U eri elektronskog novca, kripto valuta i decentralizovanih finansija, uvođenje mjenice na velika vrata javnih finansija može djelovati arhaično, ali treba primijetiti da je u zadnjem aranžmanu s MMF-om (oko 300 miliona EUR) Bosna i Hercegovina morala predati povjeriocu solo mjenicu (promissory note).

Najjača strana predloženog finansijskog mehanizma je puna kontrola nad ovim dijelom robno-novčanih tokova jer se mjenica, tj. novac,

izdaje/emituje samo uz robno pokriće. Puna prenosivost mjenice omogućava njenu cirkulaciju kao novca (negocijabilnost), a avaliranje i akceptiranje joj daje dodatni kredibilitet, kao i kamata koja ide uz nju. Diskont mjenica bi se na početku obavljao kod javnih finansijskih ustanova ili kod onih privatnih banaka koje su indirektno povezane s centralnim bankama Srbije i Hrvatske, a kasnije bi se proširio i na sve ostale privatne komercijalne banke u BiH. Postoji i varijanta MEFO mehanizma s uključivanjem ECB i monetarnih vlasti Bosne i Hercegovine.

Potencijalne anomalije i zloupotrebe mjeničnog mehanizma finansiranja javnih nabavki bi bile ograničene javnim nadzorom nad emisijom mjenica, tvrdim budžetskim ograničenjima, diobom budžeta na troškovni i razvojni dio i strogom kontrolom plata u javnom sektoru.

LITERATURA

Bossone, B., & Labini, S. (2016, July 1). *VOX, CEPR Policy Portal "Macroeconomics in Germany: The forgotten lesson of Hjalmar Schacht"*. Retrieved from <https://voxeu.org>

Bukljaš, I. (1963). *Primjena mjenice i čeka u privredno-kreditnom poslovanju*. Zagreb: Progres.

Cecchetti, S., & Schoenholtz, K. (2016, August 19). *VOX CERP Policy "Portal A primer on helicopter money"*. Retrieved from <https://voxeu.org>

Friedman, M. (1969). *The optimum quantity of money, and other essays*. Chicago: Aldine Pub. Co.

Milićević, S. (1975). *Menica i ček*. Beograd: Savremena administracija.

Robertson, M. R. (1955). The Development of Nazi Monetary Policy: Discussion. *The Journal of Economic History*, 15(4), 411-413.

Schacht, H. (1967). *The Magic of Money*. London: Oldbourne.

Wolfe, M. (1955). The Development of Nazi Monetary Policy. *The Journal of Economic History*, 15(4), 392-402.

Zakon o mjenici. (2000. i 2003). "Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine", 32/00 i 28/03.

Zakon o mjenici. (2001, jul). "Službeni glasnik Republike Srpske", 32/2001.

Zdravković, E. (2003). *Poslovanje menicama*. Beograd: Srbija, Udruženje banaka Srbije.