

Currency board

Kan Bosnia-Hercegovina få samme type krise som Argentina hadde tidlig på 2000-tallet?

Av Badema Dizdar

Veileder: Jan Tore Kløvland

HAS oppgave i Samfunnsøkonomi ved

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i høyere avdelings studium ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Currency board system, som har sitt opphav i England på 1800-tallet, og som har blitt forbundet med kolonialisme, opplevde renessanse på 1990-tallet. Flere land innførte systemet: Estonia i 1992, Litauen i 1994, Bosnia i 1997 og Bulgaria i 1997. Landene som innførte systemet hadde forskjellig utgangspunkt og mål, men alle ville i hvert fall ha stabil valuta og lavere inflasjon. Og systemet har blitt anbefalt til flere land spesielt etter Argentinas erfaring i første del av perioden 1991-2002.

Da er det store spørsmålet: Hva skjedde i Argentina?

Denne oppgaven prøver å gi svar om Bosnia-Hercegovina kan komme i samme økonomisk situasjon som Argentina tidlig på 2000-tallet. Kan dette ekstreme fastkurs regimet overleve i praksis og er politiske og landspesifikke faktorer som avgjør suksessen?

Kurt A. Schuler definerer currency board som ”en institusjon som utsteder sedler og mynter som kan veksles ved fordring og ved fast valutakurs, til utenlands valuta eller andre eksterne aktiva”. Men currency board (CB) er forskjellig fra andre fast valutakurs systemer, siden CB må ha minst 100 % dekning av mynter og sedler i reservevaluta. Fast valutakurs fører til at landets sentralbank ikke kan bruke pengepolitikk til å motvirke konjunktursvingninger og møte sjokk i økonomien. Valutakurs i Argentina var 1 peso = 1 dollar, og den er 1 marka = 1.955830 euro i BiH.

Økonomisk utvikling i BiH og Argentina (periode 1991-2002) presenteres i hver sin del. Fleksibilitet av priser og lønninger, samt disiplinert finanspolitikk, er viktige i et land som har currency board system. Var priser og arbeidsmarkedet fleksibel i Argentina? Finner vi nevnt fleksibilitet i dagens BiH? Hva med disiplinert finanspolitikk? Er utvikling i driftsbalansen og gjeld i disse landene opprettholdbar på langt sikt? Dette er noen av de spørsmålene som denne oppgaven prøver å besvare.

Krisen i Argentina blir også beskrevet. Mario Blejer (2002) deler krisen i valutakrise og bankkrise. Årsaker til valutakrisen kan grovt deles i: tapt konkurransevne, ”Sudden stop” av kapitalstrømmer og inkonsistens i makroøkonomisk politikk og institusjonelle og politiske svakheter. Bankkrisen kom som følge av valutakrisen.

Del V tar for seg analysen av fellestrekk i makroøkonomiske indikatorer i BiH og Argentina. Ved å sammenligne BiH og Argentina blir likheter og forskjeller avdekket. Og da er det viktig å analysere om likheter mellom land, er også årsaker til krisen i Argentina.

Hvis samme faresignalene kan ses i Bosnia-Hercegovina, da er det viktig å se på hva landet kan gjøre. Er det noen alternativer systemer som vil være mer egnet for bosnisk økonomi? Eller er currency board det alternativet som vil fungere best i dagens BiH.?

Etter krisen i Argentina har det blitt snakket mye om hva gikk galt. Flere har også kritisert IMF's behandling av krisen. Det har blitt påpekt at selv om currency board fungerer på kort eller mellomlangt sikt i et land, er det viktig at landet har exit - strategi klar.

Langsiktige mål er også viktige, og Bosnias langsiktig mål er å bli medlem i EU. Veien der blir veldig lang og spørsmålet er om currency board er bærekraftig på langsikt.

Fordord

Currency board - spennende men vanskelig tema.

Jeg valgte å skrive om dette tema fordi jeg kommer fra Bosnia-Hercegovina og mitt første kjennskap til currency board kom i år 2001 da jeg kom bort i noen artikler om Bosnias erfaring med currency board. På denne tiden var det også mye økonomisk turbulens i Argentina og da jeg fant ut at Argentina også hadde innført currency board tidlig på 1990-tallet, ble jeg enda mer interessert i temaet. Siste ting som fikk meg til å velge currency board system som tema på hovedoppgaven på høyere avdelingsstudium, var da Argentina avvirket currency board og etter hvert lot valutakursen flyte. Avisene var fulle av krisen i Argentina, vi så bilder av demonstrasjoner i Buenos Aires, det var snakk om tapte sparepenger, alt handlet om den vanskelige økonomiske situasjon Argentina var i.

Min bekymring er om Bosnia kunne komme i samme situasjon som Argentina. Er det noen makroøkonomiske fellestrekk mellom disse to landene? Jeg bestemte meg for å se på det.

Men det var ikke enkelt å finne litteratur på dette område. Jeg fikk god hjelp av veilederen Jan Tore Klovland. Jeg fikk også være med på konferansen om currency board organisert av sentralbanken i Bosnia. Jeg fikk snakke med både bosniske og internasjonale økonomer, blant andre Mario Blejer (tidligere guvernør i Sentralbanken i Argentina) og Peter Nicoll (daværende guvernør i Sentralbanken i Bosnia-Hercegovina) men jeg kan ikke si at jeg har fått svar på alle mine spørsmål.

Da prøver jeg å besvare dem i denne oppgaven.

Bergen, 15. juni 2007

Badema Dizdar

Innhold

| | |
|---|-----------|
| SAMMENDRAG | 2 |
| FORDORD | 4 |
| INNHold | 5 |
| 1. BOSNIA-HERCEGOVINA..... | 6 |
| 1.1 KORT POLITISK OG ØKONOMISK HISTORIE..... | 6 |
| 1.2 ØKONOMISK SITUASJON I DAG | 9 |
| 1.3 UFORDRINGER FRAMOVER | 20 |
| 2. CURRENCY BOARD..... | 23 |
| 2.1 HVA ER CURRENCY BOARD?..... | 24 |
| 2.2 HISTORIKK | 26 |
| 2.3 FORDELER OG ULEMPER VED CURRENCY BOARD..... | 28 |
| 2.4 ERFARINGER FRA NYE CURRENCY BOARD SYSTEMER..... | 32 |
| 3. CURRENCY BOARD SYSTEM I BOSNIA-HERCEGOVINA | 38 |
| 4. ARGENTINA..... | 42 |
| 4.1 ØKONOMISK SITUASJON I ARGENTINA 1991-2002 | 42 |
| 4.2 KRISEN I ARGENTINA | 51 |
| 5. HAR CURRENCY BOARD FRAMTID I BOSNIA- HERCEGOVINA?..... | 58 |
| 5.1 KAN BiH OPPLEVE SAMME TYPE KRISE SOM ARGENTINA I 2001/2002? | 59 |
| 5.2 CURRENCY BOARDS FRAMTID I BiH..... | 63 |
| 6. VEDLEGG: LOV OM CBBH..... | 65 |
| LITTERATURLISTE | 83 |

1. Bosnia-Hercegovina

1.1 Kort politisk og økonomisk historie

Bosnia-Hercegovina (BiH) er en veldig ung stat, den var en del av Jugoslavia fram til 1992. BiH deklamerte sin selvstendighet i 1992 etter at majoriteten av innbyggere stemte for den på folkeavstemning. BiH fikk internasjonal anerkjennelse kort etter avstemningen.

Men, ikke alle etniske grupper var villige til å forlate Jugoslavia: bosniske serbere hadde boikottet referendumet og kort tid etter selvstendighets erklæring opprettet de et eget stat "Republika Srbska" innenfor BiH. Dette var begynnelsen på konflikten mellom etniske grupperinger innad i landet og en aggresjon fra naboland, Serbia og Kroatia.

Krigshandlinger mellom de tre største etniske grupper (bosniske serbere, bosniske kroater og bosniakker) varierte i intensitet fra et område av BiH til et annet. Landet var delt langs etniske linjer, og lokaler militante grupper angrep sine etniske rivaler. Internasjonale styresmakter og diplomati prøvde flere ganger å få partene til å forhandle om fred uten å lykkes. Først etter sterk press fra USA og EU, fredsavtale i Dayton ble underskrevet i 1995.

Resultatet etter tre års krigshandlinger var knusende: 250 000 drepte, stor antall flyktninger innad i landet og over en million flyktninger i utlandet, stort sett i Europa men også i andre verdensdeler.

Dayton-avtalen deler BiH i to entiteter: Føderasjon Bosnia-Hercegovina (FBiH) og Republika Srbska (RS) og Brcko distrikt (by/landkorridor som ikke tilhører disse to entitetene). Regjeringsfunksjoner i BiH er delt i fire nivå:

- staten – svak sentralisert institusjon,
- entiteter – bosniakk- kroatisk Føderasjon (FBiH) og Republika Srbska (RS)
- kanton – ti kantoner i FBiH
- kommuner

Staten er ansvarlig for:

- Utenlandsk politikk og policy
- Utenlandsk handelspolitikk og policy
- Toll
- Pengepolitikk
- Finansiering av offentlige institusjoner og betjening av bosniske forpliktelser ovenfor internasjonale aktører
- Immigrasjon: flyktninger og asyl politikk, policy og reguleringer
- Internasjonal og mellomstatets gjennomføring av kriminallov
- Regulering av mellomstatets og internasjonal kommunikasjon og transport
- Flytrafikk kontroll

Statsoverhode er presidentskap (en bosniakk, en bosnisk kroat og en bosnisk serber) med roterende formannskap.

Hver entitet har president og regjering. Regjeringer til entiteter har ansvaret for alle områder som ikke er dekket av staten.

Denne typen distribusjon av makt innad i BiH, samt andre aspekter ved det legale rammeverket for økonomisk styring som er i Dayton-avtalen, har to store fiskale svakheter. Den første er at staten ikke har sine egne inntektskilder – den avhenger av overføringer fra entiteter. Disse overføringer er den eneste kilden til finansiering av budsjett. Den andre svakheten er toll- og handelspolitikk – staten har ansvaret for utvikling av policy, mens det er entiteter som har ansvaret for administrering og gjennomføring av dem. Flere nivåer av regjeringsfunksjoner kompliserer situasjon ytterligere, spesielt i FBiH hvor makten og ansvar er delt mellom føderasjons regjering, kantoner og kommuner. Mange økonomer mener at fredsavtalen er lite funksjonell og problematisk med hensyn til økonomisk utvikling. Og som erfaringene fra de siste 10 årene viser, så har det vært vanskelig å koordinere juridiske og økonomiske reformer mellom entiteter.

I dag har Bosnia-Hercegovina ”protektorat” status – og High Representative (OHR), utnevnt av internasjonale styresmakter, har ansvaret for politisk og sivil gjennomføring av fredsavtalen, samt alle reformer i landet. High Representative har også mulighet til å lage

lover og modifisere juridiske og administrative avgjørelser tatt av styresmakter. Dette fører til at det politiske systemet mer likegyldig og mindre aktiv.

I 2005 har de største politiske partiene i BiH sammen med sentrale internasjonale aktører begynt å utarbeide ny grunnloven. Målet er å avikle entiteter og å styrke staten. Forhandlinger er vanskelige og i øyeblikket denne teksten blir skrevet, så har ikke partene kommet til enighet.

Bosnia-Hercegovina var, som en del av Jugoslavia, et sosialistisk og kommunistisk land, og økonomien var dominert av store, statseide bedrifter. Men økonomien før krigen var diversifisert. BiH har mange naturressurser (skog, orelager og vannressurser) og før krigen hadde landet en stor industribase og høy utdannet arbeidskraft. Hovedsektorer i industrien var: gruvedrift, tungindustri og byggeindustri. Årlig vekstrate i industrien var 1,5 % og nesten halvparten av årlig BNP i 1990 kom fra denne sektoren. Jordbruk stod for bare 10 % av BNP. Internasjonal handel var også en viktig faktor i økonomien – 24 % av BNP var eksport og 19 % import. Største handelspartnere var vesteuropeiske land.

BNP per innbygger i 1990 var ca. USD 2.500 og det betyr at BiH var et i det øverste sjiktet av utviklingsland.

Men 3 år med krigshandlinger har vært ødeleggende for bosnisk økonomi, BNP har falt til under 80 % av forkrigsrate og i 1995 var det på ca. USD 500. Mye av infrastrukturen og industribase ble ødelagt. Industriproduksjon falt med 90 %. Og det er ikke bare industrien som ble paralyisert: jordbruksproduksjon sank også dramatisk og eksport stoppet opp.

Oppbygging av landet startet i 1995, etter at fredsavtalen ble undertegnet, og første fredsår ble finansiert av internasjonal bistand slik at alle sektorer i økonomien vokste. Veksten var høyere i Føderasjon enn i Republika Srpska. Industriproduksjon ble nesten doblet men var fortsatt under 1990-nivået.

1.2 Økonomisk situasjon i dag

Før man ser på økonomisk situasjon i BiH i dag så er det viktig å nevne at det er vanskelig å samle pålitelig informasjon for hele landet. Inntil 2003 var statistiske institutter i entiteter ansvarlig for å samle informasjon, uten at informasjon ble bearbeidet på statsnivå. Lov om statistikk fra 2002 krever at entiteter samarbeider og at internasjonale statistiske systemer implementeres. Statistikk byrå har blitt opprettet, og dens funksjon er å samkjøre statistikker fra entiteter.

Det er også forskjeller mellom økonomiske nøkkeltall som sentralbank i BiH og internasjonale institusjoner publiserer. Sentralbank i Bosnia – Hercegovina (CBBH) korrigerer sine tall for aktiviteter i den delen av økonomien som ikke er offisiell – svart økonomi.

Bosnia-Hercegovina er en overgangsøkonomi. En liten og åpen økonomi.

Selv om produksjon i økonomien er 3 ganger høyere enn i 1995, og eksport 10 ganger høyere, var grunnivået så lavt at både produksjon og eksport ligger ennå under forkrigs nivå.

Økonomien er dominert av et lite antall store, statseide bedrifter. Disse statsbedrifter er ineffektive og deres privatisering er kritisk element for gjennomføring av økonomiske reformer. Men privatisering går langsomt og noen av hovedgrunnene er politisering av prosessen, korrupsjon og statsbyråkrati.

I første fase av privatiseringen, såkalt ”masseprivatisering” 78 % av småbedrifter i FBiH og 55 % i RS ble privatisert uten noen som helst forpliktelser til de nye eierne.

I dag gjennomføres privatiseringen ved offentlige anbud: lokale styresmakter lager en liste over attraktive bedrifter og forpliktelser til de nye eierne (minimal krav til framtidige investeringer, minimal antall ansatte og kontant utbetaling ved overtakelse). Men dette konseptet møter problemer, spesielt siden disse mellomstore og store bedrifter er ofte støttespillere til de største politiske partiene, og lokale politikere er ikke villige til å miste økonomisk støtte fra bedriftene. Tall fra EBRD viser at ved utgangen av 2002, ble bare 25 % av 1 064 store bedrifter (såkalte strategiske bedrifter er holdt utenfor prosessen, spesielt

energi og telekommunikasjon) i FBiH privatisert, og i RS var det samme tallet 41 %. Det er ikke mye som har skjedd de siste årene, og det fins lite data på dette.

Men det er også lyse eksempler som viser at det er mulig å gjennomføre vellykket privatisering: banksektor har blitt nesten 100 % privatisert og har klart å tiltrekke seg utenlandsk kapital.

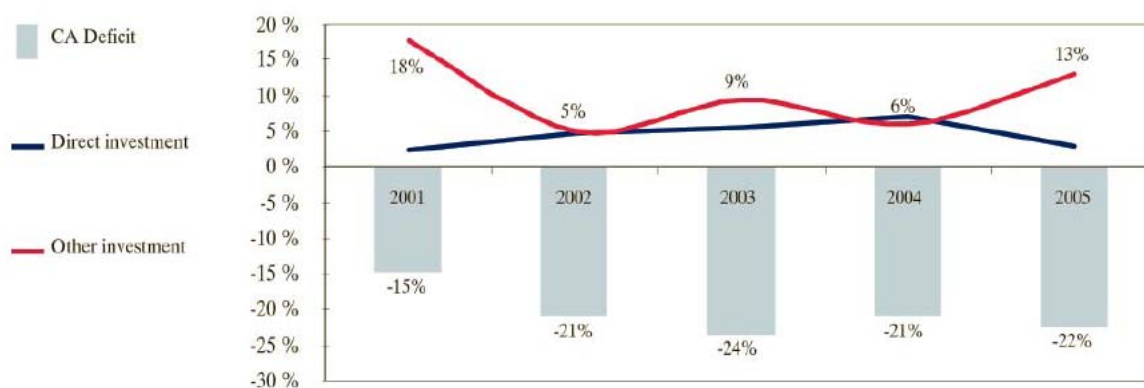
BiH er ennå ikke klart å tiltrekke seg store kapitalstrømmer fra utlandet. Selv om kapitalstrømmene til utviklingsland har avtatt etter krisen i Russland i 1998-1999, så er, som nevnt, mangel på reformer, byråkrati og korrupsjon, landsspesifikke interne problemer i BiH som gjør at landet er enda mindre attraktiv for utenlandsk kapital.

Det er stort behov for utenlandske direkte investeringer (FDI) i BiH. Landet trenger overføring av ny teknologi og know – how. Det offentlige prøver å forbedre klimaet for utenlandske direkte investeringer. Bortsett fra vanskelig politisk situasjon, de største utfordringer er byråkrati og dårlig infrastruktur i landet. Mye av jernbanenett og veier ble ødelagt i krigen, og det skaper problemer for mulige investorer. Faktorer som at bosniske firma som tidligere eksporterte sine varer har mistet sitt marked og liten disponibelt inntekt i landet, påvirker også investorer. FDI har økt gradvis siden krigens slutt, og det meste har blitt investert i industri og finanssektor. FDI i BiH er ikke konsentrert i et område, men spredt utover landet. I 2002 fordelte utenlandske direkte investeringer seg på industri 55,5 % (jern-, sement- og aluminiumindustri), banksektor 16,5 %, servicenæring 6,8 %, handel 6,2 %, transport 0,9 %, turisme 0,7 og andre sektorer 13 % (Kilde: Investment guide for Southeast Europe 2004, Bank Austria Creditanstalt).

Tabell 1.1 viser oversikt over FDI i BiH og graf 1.1 viser utvikling i FDI i % av BNP, og i forhold til driftsbalansen.

| Foreign direct investment | | | | | | | | | | | | | | | Cumulative FDI inflows 1996-2006 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|------------|-----|---|
| (net inflows recorded in the balance of payments) | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | | |
| | | | | | | | | | | | | Estimate | Projection | | |
| (in US\$ million) | | | | | | | | | | | | | | | |
| Bosnia and Herzegovina | 0 | 0 | 0 | 0 | 100 | 90 | 146 | 119 | 266 | 382 | 608 | 667 | 723 | 791 | 3100 |

Tabell 1.1: Utenlandske direkte investeringer i BiH. Kilde: European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)



Graf 1.1: Driftsbalansen og utenlandske direkte investeringer i BiH i %, av BNP. Kilde: CBBH

Det er vanskelig å få korrekte tall på utenlandske direkte investeringer per innbygger, siden BiH ikke har gjennomført folketelling etter krigen i 90-årene. Man regner med at BiH har ca. 3,8 millioner innbyggere.

En del av bosnisk befolkning er interne flyktninger som ikke har fast bosted (planen er at alle flyktninger skal returneres til hjemmekommuner). Siden 1995 har mange av bosniske flyktninger i utlandet vendt hjem, og det indikerer mer stabilitet i landet, men på kort sikt fører dette til høy arbeidsledighet. Offisiell informasjon gjør det vanskelig å bestemme riktig størrelse på arbeidsledighet, fordi det ikke finnes oversikt over hvor høy arbeidsstyrken i

landet er og hvor høy deltakelsesrate er. I disse statistikkene blir mange av innenlandske flyktninger regnet som ikke deltakende. Internasjonale institusjoner opererer med 40 % arbeidsledighet, mens CBBH tar hensyn til svart økonomi og samler sine data gjennom undersøkelser. Tall fra CBBH er vist i tabell 1.2.

| | % for BiH | | | |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | S1 (2001) | S2 (2002) | S3 (2003) | S4 (2004) |
| Unemployed | 22,9 | 21,1 | 19,6 | 21,5 |
| Employed | 36,1 | 36,0 | 40,9 | 42,6 |
| Without employment [§] | 22,9 | 21,1 | 19,6 | 21,5 |

Tabell 1.2: Arbeidsledighet i BiH. Kryssanalyse av arbeidssituasjon, data samlet i tre undersøkelser i begge entiteter i aldersgruppe 15-64. Gruppen "without employment" omfatter hjemmeværende, men også studenter, militærtjeneste og de som ikke kan jobbe

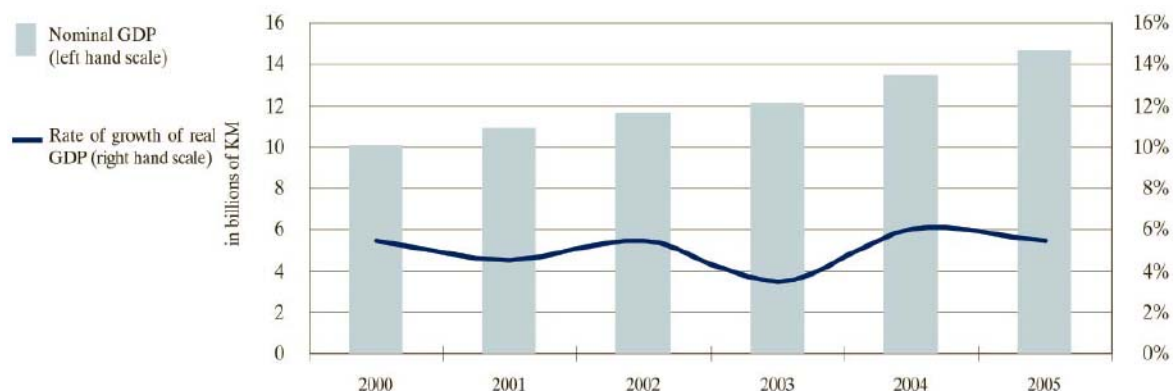
Kilde: Centralna banka Bosna i Hercegovina (CBBH)

Som man ser i tabellen, så er anslaget til CBBH lavere enn til internasjonale organisasjoner, det ligger på 21,5 % i 2004. Verdensbanken gjennomførte "Living Standard Measurements Survey" i 2001 i BiH, og deres konklusjon er at arbeidsledigheten i BiH i 2001 var 16 %. Og tall fra både Verdensbanken og CBBH viser at over 75 % av arbeidsledige er langtidsledige. Derfor er det viktig for BiH å gjennomføre reformer i arbeidsmarkedet.

Verdensbankens rapporter viser også at 18 % av befolkningen lever i fattigdom og at 30 % er nær fattigdomsgrense. Arbeidsledighet er høy, men også de som har arbeid får ikke alltid betaling: IMF's rapporter viser at 15-20 % arbeidsstyrken som er i arbeid, ikke mottatt lønn hver måned. Dette gjør det også vanskelig å vite hva gjennomsnittlig lønn i BiH er, fordi det offisielle tallet publisert av statistisk byrå, er gjennomsnittlig utbetalt lønn. Det fins mye underrapportering: mange rapporterer minimumslønn på grunn av skatter og mange arbeider svart.

Svart økonomi er et veldig stor problem i BiH. Både CBBH og internasjonale organisasjoner estimerer at output fra svart økonomi utgjør rundt 35 % av den offisielle BNP.

BiH har hatt sterk vekst i BNP siden 1995, men nivået er ennå under 1990-nivå. EBRD estimerer at BNP i 2006 i BiH utgjør 75 % av BNP i 1989.



Graf 1.2: nominell BNP og estimert vekstrate i reell BNP. Kilde: CBBH

BNP tall varierer avhengig av datakilde: EBRD har estimert at BNP i 2005 var BAM¹ 15,8 billioner, mens CBBH opererer med BAM 14,7 billioner. For samme året har ERBD estimat på reell BNP vekstrate på 5,8 %, og CBBH på 5,5 %. Graf 1.2 viser utvikling i BNP utarbeidet av CBBH, og tabell 1.3 viser utvikling i den reelle vekstraten utarbeidet av EBRD.

| Growth in real GDP | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------------|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|------------|
| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| | | | | | | | | | | | | Estimate | Projection |
| | (in per cent) | | | | | | | | | | | | |
| Bosnia and Herzegovina | 20,8 | 86,0 | 37,0 | 15,6 | 9,6 | 5,5 | 4,3 | 5,3 | 3,0 | 6,0 | 5,8 | 6,0 | 5,0 |

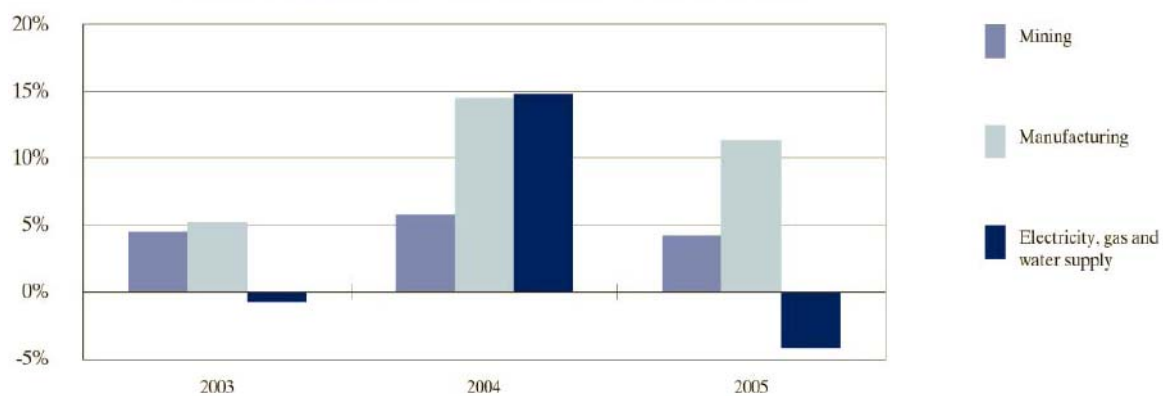
Note: Data for 1995-2005 represent the most recent official estimates of outturns as reflected in publications from the national authorities, the IMF, the World Bank and Eurostat. Data for 2006 are preliminary actuals, mostly official government those used for the index in the last column are EBRD estimates. Data for 2007 represent EBRD projections.

Tabell 1.3: BNP vekstrate. Kilde: EBRD

¹ BAM er internsjonal valutaforkortelse for bosnisk mark

BNP estimerer for 2007 ligger mellom 5-6 % avhengig av datakilden.

BiH hadde, som nevnt, stor industribase før krigen og nesten halvparten av BNP i 1990 kom fra industrien. Landet har prøvd å bygge opp denne sektoren. Begge entiteter hadde vekst i industriproduksjon i 2005, 6,1 % i FBiH og 19,8 % i RS, samme trend som de siste årene. Graf 1.3 viser utvikling de siste årene fordelt på sektorer.



Graf 1.3: Vekstrater i hovedsektorer i industrien. Kilde: CBBH

Størst vekst var i prosessindustri på 11,4 % og utvinning av naturressurser/gruvedrift på 4,2 %. Negativ utvikling i produksjon av elektrisitet og gass skyldes ugunstige miljøfaktorer og oppgraderinger av eksisterende anlegg.

Mens BNP økte i perioden 1995- 2005, så har inflasjon variert i samme periode. Generelt prisnivå var høyere i 2005 enn de siste 3 årene, og for første gang siden 2001, har inflasjonen i BiH vært høyere enn i EU. Tabell 1.4 viser utvikling siden 1995 (det fins ikke data for perioden 1995- 1997).

| Inflation | | | | | | | | | | | | | |
|---|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|------------|
| (change in annual average retail/consumer price level, in per cent) | | | | | | | | | | | | | |
| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| | | | | | | | | | | | | Estimate | Projection |
| | (in per cent) | | | | | | | | | | | | |
| Bosnia and Herzegovina | na | na | na | -0,3 | 3,4 | 5,0 | 3,2 | 0,3 | 0,6 | 0,4 | 4,0 | 4,0 | na |

Note: Data for 1995-2005 represent the most recent official estimates of outturns as reflected in publications from the national authorities, the IMF, the World Bank and Eurostat. Data for 2006 are preliminary actuals, mostly official government those used for the index in the last column are EBRD estimates estimates. Data for 2007 represent EBRD projections.

Tabell 1.4: Inflasjon. Kilde: EBRD

Levekostnader i 2005 sammenlignet med året før, økte med 2,7 % i FBiH og 3,2 % i RS. Høye oljepriser og introduksjon av merverdiavgift har ført til høyere inflasjon i 2006 enn først estimert.

I 2005 registrerte man lavere renter i BiH. Nominell rente² var 46-89 basispoeng lavere enn ved utgangen av 2004. Reellrente var mye lavere på grunn av høyere inflasjon enn tidligere år.

Større konkurranse i banksektoren, hovedsakelig banker med utenlandsk kapital og stabil valutakurs (currency board), har ført til gradvis nedgang i rentesatsen siden 1995.

² Currency board system har ikke styringsrente. Nominell rente er vektet gjennomsnittlig rentesats av bankenes rentesats ved kortsiktig og langsiktig utlån til private personer og privat næringsliv.

Utenriksregnskap (balance of payments) som reflekterer landets økonomiske transaksjoner med resten av verden, forverret seg i 2005. Den er vist i tabell 1.5.

| Year: | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| I - Current Account (1+2+3+4) | -1.616,0 | -2.448,0 | -2.823,6 | -2.809,8 | -3.316,0 |
| 1. Goods | -6.470,5 | -6.891,6 | -7.180,0 | -7.192,7 | -7.833,3 |
| Exports | 2.480,2 | 2.285,5 | 2.548,4 | 3.279,8 | 4.067,3 |
| Imports | 8.950,7 | 9.177,1 | 9.728,5 | 10.472,5 | 11.900,7 |
| 2. Services | 497,9 | 453,4 | 572,7 | 727,2 | 874,4 |
| 3. Income | 1.176,9 | 1.057,2 | 923,5 | 718,4 | 740,5 |
| 4. Current Transfers | 3.179,7 | 2.933,0 | 2.860,7 | 2.937,3 | 2.902,5 |
| II - Capital and Financial Account (1+2) | 1.394,5 | 2.228,3 | 2.290,4 | 1.873,7 | 2.356,1 |
| 1. Capital Account | 875,5 | 848,6 | 804,5 | 769,3 | 704,7 |
| 2. Financial Account | 519,1 | 1.379,7 | 1.485,8 | 1.104,3 | 1.651,4 |
| 2.1. Direct Investment | 259,8 | 551,1 | 660,3 | 953,9 | 468,8 |
| 2.2. Portfolio Investment | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 2.3. Other Investment | 1.924,7 | 583,6 | 1.141,5 | 827,1 | 1.920,9 |
| 2.4. Reserve Assets | -1.665,4 | 245,1 | -316,0 | -676,7 | -738,3 |
| III - Net Errors and Omissions | 221,5 | 219,7 | 533,2 | 936,1 | 959,9 |

Tabell 1.5: Utenriksregnskap Bosnia-Hercegovina. Tall i millioner KM. Kilde: CBBH

Underskudd på driftsbalansen (current account) skyldes først og fremst underskudd på handelsbalansen som er på 22,5 % av BNP. To hovedgrunner til forverring i handelsbalansen er nyhet om innføring av merverdiavgift (innført 1. januar 2006) og økt import av energi og energikilder. Import økte med 13,6 % og eksport med 24 % i 2005.

Tabell 1.6 viser utvikling i driftsbalansen i % av BNP.

| Current account balances | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------------------|----------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|------------|
| (in per cent ofGDP) | | | | | | | | | | | | | |
| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| | | | | | | | | | | | | Estimate | Projection |
| | (in per cent) | | | | | | | | | | | | |
| Bosnia and Herzegovina | na | -24,0 | -26,6 | -6,1 | -16,8 | -13,5 | -16,0 | -19,6 | -25,0 | -22,6 | -23,7 | -12,8 | -28,1 |

Note: Data for 1995-2005 represent the most recent official estimates of outturns as reflected in publications from the national authorities, the IMF, the World Bank and Eurostat. Data for 2006 are preliminary actuals, mostly official government those used for the index in the last column are EBRD estimates estimates. Data for 2007 represent EBRD projections.

Tabell 1.6: Driftsbalansen i % av BNP. Kilde: EBRD

Forbedring i driftsbalansen i estimer for 2006 skyldes introduksjon av merverdiavgift som vil føre til lavere konsum av innenlandske varer og tjenester, men også importerte varer og tjenester, som igjen vil føre til lavere import. Import i siste kvartal i 2005 var mye høyere enn de siste årene, så det er stor sannsynlighet av det var forskyving på grunn av innføring av moms og at import blir lavere i første del av 2006.

BiH er en overgangsøkonomi som er i en gjenoppbyggingsfase, og behov for offentlige investeringer er stor. Det er viktig å ha bærekraftig underskudd på driftsbalanse. BiH har finansiert underskudd på driftsbalansen med overskudd på finans- og kapitalbalansen, utenlandske direkte investeringer 15,1 % og andre investeringer 62 %. Andre investeringer består av netto utenlandsk gjeld til det offentlige og til banksektoren. Det offentlige har lånt mindre i utlandet i 2005 enn foregående år.

Som nevnt tidligere består de offentlige institusjonene i BiH av mange autonome deler, og koordinering av økonomisk politikk mellom dem har vært vanskelig. Fram til 2005, var det ingen statlig organ som koordinerte og kontrollerte finanspolitikk for hele BiH, og heller ikke koordinering og kontroll av offentlig opplåning. I 2005 ble National Fiscal Council (NFC) opprettet. NFC skal koordinere finanspolitikk mellom alle nivåer, men dens makt er begrenset. Budsjett for 2005 hadde som mål liten fiskal overskudd, og målet ble nådd

(Tabell 1.7). Slik trend i fiskalbalansen (overskudd på er opprettholdbar og på tross av andre økonomiske problemer (stort driftsbalanse underskudd og uløst intern gjeld), burde den sikre makroøkonomisk stabilitet. Men det er usikkert om trenden fortsetter fordi estimater for 2006 og 2007 viser underskudd på fiskalbalansen.

En del av problemet i BiH er at mange offentlige regjeringsnivåer mangler insentiver til å følge retningslinjer siden det ikke er samsvar mellom inntekts- og kostnadsansvarsfordeling og landet står ovenfor gratispassasjerproblem³ i offentlig fiskalpolitikk. BiH har heller ikke entydig økonomisk politikk i hele landet, for eksempel inntil nylig var det ingen koordinering av indirekte skatter mellom entiteter. Staten har ingen inntekter, den avhenger av overføringer fra entiteter og det skaper problemer i gjenoppbyggingsprosessen.

Noen reformer har blitt gjennomført: i 2006 ble merverdiavgift innført, 17 % på alle varer, som skal erstatte salgavgift, og indirekte beskatningspolitikk har blitt mer koordinert. Samtidig har alle regjeringsnivåer fulgt avtalen fra begynnelsen av året, og brukt konsolidert fiskalbalanse som retningslinje i finanspolitikken. Tabell 1.7 viser utvikling i generell balanse for samlet regjeringsfunksjon i % av BNP.

| General government balances | | | | | | | | | | | | | |
|--|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|------------|
| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| | | | | | | | | | | | | Estimate | Projection |
| | (in per cent) | | | | | | | | | | | | |
| Bosnia and Herzegovina | -3,3 | -3,9 | -0,4 | -3,6 | -6,4 | -8,3 | -4,5 | -3,3 | -2,2 | -0,6 | 0,8 | -0,2 | -1,1 |
| <p>Note: Data for 1995-2005 represent the most recent official estimates of outturns as reflected in publications from the national authorities, the IMF, the World Bank and Eurostat. Data for 2006 are preliminary actuals, mostly official government those used for the index in the last column are EBRD estimates estimates. Data for 2007 represent EBRD projections.</p> | | | | | | | | | | | | | |

Tabell 1.7: Generell offentlig balanse. Kilde: EBRD

³ Gratispassasjerproblem: Handlinger som er individuelt rasjonelt å velge, leder til utfall som ikke er kollektivt optimale. Forskjellige regjeringsnivåer velger å ha ekspansiv finanspolitikk, for eksempel investering i veinettet som har blitt ødelagt under krigen, og det er rasjonelt for det nivået. Men store investeringer og underskudd på offentlig balanse er ikke optimalt for landet BiH.

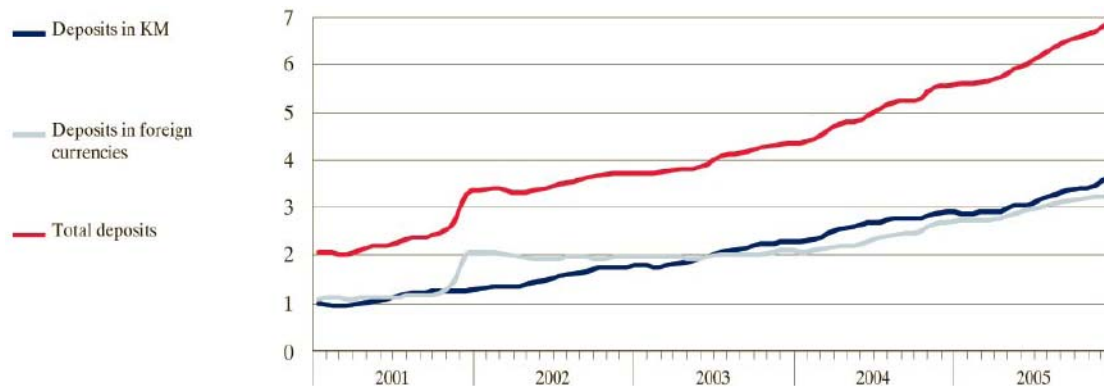
BiHs eksterne gjeld i 2005 var på 55,4 % av BNP. Analyser til både CBBH og internasjonale institusjoner viser at bosnisk gjeld er bærekraftig. BiH klarte ikke å betjene gjelden i perioden 1992-1995 og akkumulerte stor gjeld til alle kreditorer. I 1997 var gjelden 100 % av BNP. Reforhandlinger av avtaler med alle de største kreditorene førte til at i slutten av 2003 var gjeld/BNP forhold nede på 34 %. Nye avtaler hadde lengre forfallstid og årlige rentekostnader i 2003 var på 2,1 % av BNP eller 8 % av eksport.

CBBH har analysert utenlandsk statsgjeld (bare offentlig gjeld, uten privatsektors gjeld) og er kommet fram til at indikatorer som utenlandsk gjeld/BNP og utenlandsk gjeld/eksport, viser at bosnisk utenlandsk gjeld ikke er en trussel mot makroøkonomisk stabilitet (med hensyn til standardverdier brukt i verden).

Valutafordeling av den eksterne gjelden er 33,2 % i EUR, 33,6 % i SDR, 19,8 % i USD og 13,4 % i andre valutaer. Det er viktig at betjening av gammel gjeld ikke blir gjort ved å ta opp nye lån, samt at landet ser på lønnsomheten til nye prosjekter og behov for å ta opp lån.

Bosnia – Hercegovina har også mange uavklarte innenlandske erstatningskrav mot seg: mange bosniere har saksøkt staten og krever erstatning for blant annet frosne bankinnskudd som stammer fra tiden i Jugoslavia, ødeleggelser ved krigshandlinger i landet og offentlige restanser – opptjent, men ikke betalt lønn og pensjoner. Estimert størrelse på innenlandsk gjeld av denne typen er 200 % av BNP. Per dags dato er det ingen retningslinjer eller regler på hvordan disse kravene vil bli løst. BiH må løse dette problemet fortest mulig, fordi uavklart situasjon påvirker mulige investorer: dom i saksøkerens favør kunne øke skatter og avgifter, staten ville fått problemer med å betjene eksisterende lån, og krisen kunne eskalere hvis aktører i markedet oppfattet at BiH mistet betalingsevne og ingen ville låne til staten.

Valutaen i BiH er bosnisk mark (BAM), og BiH har currency board system. BAM har fast kurs mot EUR på 1,95. Både currency board og currency board i BiH er nærmere forklart, i del II og del III. BiH er såkalt bimonetær land – begge valutaer brukes i landet. Euro blir brukt til sparing og utlån, og tilstedeværelse av internasjonale organisasjoner og deres arbeidere, både NGOs og andre som SFOR, OHR, gjør at euro også blir brukt i en del kontrakter og overføringer innad i landet. Graf 1.4 viser bankinnskuddsutvikling, totalt og med hensyn til valuta.



Graf 1.4. Bankinnskudd 2001-2005 (i milliarder KM). Kilde: CBBH

1.3 Ufordringer framover

Bosnia – Hercegovina har klart å holde vekst i BNP selv når internasjonal hjelp har begynt å avta. Den største utfordringen landet står ovenfor, er å lage en ny grunnlov og reorganisere landet. Svak koordinering av økonomisk politikk mellom entiteter, stor administrasjon, eliminasjon av insentiver til gratispassasjerproblemet ved finanspolitikk på forskjellige regjeringsnivåer, er noen av problemer som vil bli løst ved ny organisering av landet.

Landet må også gjennomføre reformer i arbeidsmarkedet siden markedet er lite fleksibel og regulering av markedet stammer fra forkrigs tid. Privatisering av statseide bedrifter må gjennomføres. Løsning på innenlandske kravene må finner og planlegging og lovfestning av det må igangsettes. Alle overnevnte punkter vil forbedre investeringsklima i landet og tiltrekke utenlandsk kapital som landet trenger.

Undersøkelse gjennomført av EBRD "Life in Transition" viser at innbyggere i BiH stoler ikke på det offentlige og at korrupsjon er stort problem.

Alle disse utfordringer må løses i nærmeste framtid fordi forstyrrelser i økonomien ikke kan løses ved diskresjonær pengepolitikk. BiH har streng fast valutakurs regime: currency board.

Tabell 1.8 og 1.9 viser makroøkonomiske indikatorer og deres utvikling

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 Estimate | 2007 Projection | |
|--|---|--------|--------|--------|--------|------------------|--------------------|--|
| Output and expenditure | <i>(Percentage change in real terms)</i> | | | | | | | |
| GDP | 4.3 | 5.3 | 3.0 | 6.0 | 5.8 | 6.0 | 5.0 | |
| Total consumption | na | na | na | na | na | na | na | |
| Gross fixed capital formation | na | na | na | na | na | na | na | |
| Industrial gross output | -2.0 | 11.5 | 3.8 | 12.0 | 9.8 | 18.0 | na | |
| Agricultural gross output | na | na | na | na | na | na | na | |
| Employment | <i>(Percentage change)</i> | | | | | | | |
| Labour force (end-year) | -1.4 | -0.7 | 0.8 | 1.6 | 0.5 | na | na | |
| Employment (end-year) | -3.4 | -2.0 | -1.0 | 0.2 | 2.1 | na | na | |
| | <i>(In per cent of labour force)</i> | | | | | | | |
| Unemployment (end-year) | 40.2 | 41.0 | 42.1 | 42.9 | 42.0 | 41.0 | na | |
| Prices and wages | <i>(Percentage change)</i> | | | | | | | |
| Consumer prices (annual average) | | | | | | | | |
| Federation (KM based) | 1.9 | -0.2 | 0.2 | -0.3 | 2.1 | 7.5 | na | |
| Republika Srpska (KM based) | 7.0 | 1.7 | 1.8 | 2.2 | 2.7 | 7.0 | na | |
| Consumer prices (end-year) | | | | | | | | |
| Federation (KM based) | 0.3 | -0.7 | 0.3 | -0.3 | 4.4 | 6.6 | na | |
| Republika Srpska (KM based) | 2.2 | 2.4 | 1.3 | 2.2 | 3.7 | 4.7 | na | |
| Gross average monthly earnings in economy (annual average) | | | | | | | | |
| Federation | 7.6 | 9.2 | 8.3 | 1.7 | na | na | na | |
| Republika Srpska | 14.7 | 18.7 | 9.3 | 11.5 | na | na | na | |
| Government sector | <i>(In per cent of GDP)</i> | | | | | | | |
| General government balance | -4.5 | -3.3 | -2.2 | -0.6 | 0.8 | -0.2 | -1.1 | |
| General government expenditure | 53.2 | 48.0 | 52.9 | 50.4 | 49.4 | 50.3 | na | |
| Monetary sector | <i>(Percentage change)</i> | | | | | | | |
| Broad money (M2, end-year) | 89.3 | 8.6 | 8.4 | 24.3 | 18.2 | 24.7 | na | |
| Domestic credit (end-year) | 5.2 | 28.2 | 19.8 | 18.0 | 27.6 | 20.6 | na | |
| | <i>(In per cent of GDP)</i> | | | | | | | |
| Broad money (M2, end-year) | 38.5 | 39.6 | 40.7 | 46.5 | 51.1 | 56.8 | na | |
| Exchange rates | <i>(KM per euro)</i> | | | | | | | |
| Exchange rate (annual average) | 1.96 | 1.96 | 1.96 | 1.96 | 1.96 | 1.96 | na | |
| External sector | <i>(In millions of US dollars)</i> | | | | | | | |
| Current account | -888 | -1,209 | -1,945 | -2,109 | -2,425 | -1,457 | -3,565 | |
| Trade balance | -2,073 | -3,327 | -4,152 | -4,572 | -4,990 | -4,277 | -4,843 | |
| Merchandise exports | 854 | 1,104 | 1,473 | 2,085 | 2,600 | 3,374 | 4,191 | |
| Merchandise imports | 2,927 | 4,431 | 5,625 | 6,657 | 7,590 | 7,651 | 9,034 | |
| Foreign direct investment, net | 119 | 266 | 382 | 608 | 667 | 723 | 790 | |
| Gross reserves, excluding gold (end-year) | 1,221 | 1,295 | 1,765 | 2,389 | 2,720 | 3,160 | na | |
| External debt stock | 2,818 | 3,637 | 4,518 | 5,106 | 5,659 | 6,137 | na | |
| | <i>(In months of imports of goods and services)</i> | | | | | | | |
| Gross reserves, excluding gold (end-year) | 4.6 | 3.3 | 3.6 | 4.1 | 4.1 | 4.8 | na | |
| | <i>(In per cent of exports of goods and services)</i> | | | | | | | |
| Debt service | 6.2 | 8.7 | 8.0 | 5.7 | 4.7 | 4.5 | na | |
| Memorandum items | <i>(Denominations as indicated)</i> | | | | | | | |
| Population (end-year, million) | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | na | |
| GDP (in millions of markas) | 12,137 | 12,806 | 13,492 | 14,678 | 15,791 | 17,750 | 19,792 | |
| GDP per capita (in US dollars) | 1,462 | 1,623 | 2,049 | 2,453 | 2,687 | 2,991 | na | |
| Share of industry in GDP (in per cent) | na | na | na | na | na | na | na | |
| Share of agriculture in GDP (in per cent) | na | na | na | na | na | na | na | |
| Current account/GDP (in per cent) | -16.0 | -19.6 | -25.0 | -22.6 | -23.7 | -12.8 | -28.1 | |
| External debt - reserves (in US\$ million) | 1,597 | 2,342 | 2,753 | 2,717 | 2,939 | 2,977 | na | |
| External debt/GDP (in per cent) | 50.7 | 59.0 | 58.0 | 54.8 | 55.4 | 54.0 | na | |
| External debt/exports of goods and services (in per cent) | 216.3 | 254.6 | 243.2 | 200.6 | 180.4 | 152.6 | na | |

Tabell 1.8: Makroøkonomiske indikatorer. Kilde: EBRD

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| | (annual percentage change) | | | | | |
| Real GDP growth | 9.6 | 5.5 | 4.3 | 5.3 | 4.0 | 5.7 |
| Industrial production index | 11.9 | 9.3 | -2.0 | 11.5 | 3.0 | 12.4 |
| CPI Inflation | 2.8 | 5.0 | 3.2 | 0.3 | 0.6 | 0.4 |
| Gross wages | 11.4 | 12.9 | 6.8 | 6.9 | 8.2 | 2.8 |
| | (in percent of GDP unless otherwise noted) | | | | | |
| Gross Investment | 21.0 | 20.6 | 18.8 | 20.4 | 19.9 | 20.3 |
| National Savings | 12.8 | 8.1 | 2.2 | -1.3 | 2.2 | 3.0 |
| General Government Revenues | 59.9 | 55.4 | 53.8 | 49.7 | 49.6 | 48.9 |
| General Government Spending | 67.7 | 64.5 | 58.8 | 53.4 | 51.0 | 50.0 |
| o/w Capital Expenditures | 17.5 | 14.9 | 14.7 | 9.3 | 8.1 | 6.4 |
| Balance (accruals, incl. grants) | -7.8 | -9.0 | -4.9 | -3.7 | -1.3 | -1.1 |
| Exports of Goods and Services (In millions of USD) | | 1285 | 1309 | 1354 | 1808 | 2231 |
| Imports of Goods and Services (In millions of USD) | | 2749 | 2961 | 3418 | 4025 | 4716 |
| Current account balance | -9.3 | -12.5 | -16.6 | -21.7 | -17.7 | -17.3 |
| Public external debt ^{1/} | 65.5 | 41.6 | 39.8 | 37.7 | 33.3 | 31.1 |
| External debt service (In percent of exports of goods and services) | 10.1 | 7.5 | 6.1 | 9.2 | 8.2 | 6.5 |
| Foreign exchange reserves (In months of imports) | 1.9 | 2.1 | 5.1 | 4.5 | 5.3 | 6.1 |

Source: NH authorities; IMF, Fourth SBA review, February, 2004; Article IV Staff report, January, 2004; Bank staff estimates.

Note: 1/ Excludes the "performance amount" of the London Club equivalent to some US\$280 million..

Tabell 1.9: Makroøkonomiske indikatorer. Kilde: Verdensbanken

2. Currency board

1990- tallet førte med seg nyinnføring av gamle valutasystemer i utviklingsland: currency board opplevde en renessanse.

Flere land innførte systemet, en del overgangsøkonomier som Bulgaria, Bosnia-Hercegovina og Estland, men også et stort land – Argentina.

Denne delen prøver å gi svar på hva currency board er. Det som er i hvert fall veldig klart, er økonomenes oppfatning av currency board: de mener enten at det regime er veldig bra eller veldig dårlig. Det har vært vanskelig å finne objektiv litteratur. Ulempen er også at systemet har blitt gjeninnført for ikke så lenge siden, så man ikke har makroøkonomisk data på langsiktig utvikling ved dette regimet.

2.1 Hva er currency board?

Den beste måten å forklare noe, er å begynne med å definere begrepet: currency board er en institusjon i et land som utsteder landets basepenger og som har som mål å ha fast valutakurs mot en utenlandsk valuta eller andre aktiva. Kurt A. Schuler definerer currency board som ”en institusjon som utsteder sedler og mynter som kan veksles ved fordring og ved fast kurs, til utenlands valuta eller andre eksterne aktiva”.

Currency board er en pengeinstitusjon som utsteder sedler og mynter, og i land som har currency board erstatter den sentralbank. Lettest måte å se på forskjell mellom currency board (CB) og en sentralbank (SB) er å se på deres enkle T- konti. Figur 2.1 viser T- konti i CB og SB.

| A currency board | |
|--------------------------------|---|
| Assets | Liabilities |
| Liquid reserve-currency assets | Cash (Deposits of commercial banks) Net worth |

| A Central Bank | |
|--|---|
| Assets | Liabilities |
| Liquid reserve-currency assets Domestic assets (government debt) | Cash Deposits of commercial banks Net worth |

Figur 2.1: T- konti i currency board og sentralbank. Kilde: Institute for International Economics

Som vi ser fra figur 2.1 CB utsteder sedler og mynter (cash) og får reserve valuta, så deres aktivaside består av likvide aktiva i utenlandsk valuta og deres passivaside består av kontanter som befolkninger og kommersielle bank har. Passivasiden kan også inneholde innskudd fra kommersielle banker (dette er karakteristisk for såkalt ” impure currency board”). SB har også aktiva i utenlandsk valuta på aktivasiden og deres passivaside består av kontanter som befolkninger og kommersielle bank har, samt innskudd fra kommersielle banker. Hovedforskjellen mellom CB og SB er at SB holder ikke bare aktiva i utenlands valuta men også aktiva i landets valuta, og det inkluderer offentlig gjeld. SB kan også låne til kommersielle banker og kjøpe landets aktiva fra banker, samt bruke for å sterilisere⁴ markedet ved behov. CB har ikke en sånn mulighet.

Currency board er forskjellig fra andre fastkursregimer og her er dens hovedegenskaper:

Konvertibilitet: CB er et fast valutakurs system som konverterer landets sedler og mynter til reservevaluta. Kursen er ofte lovfestet ved innføring av currency board.

Valutareserver: Currency board har 100 % dekning av monetær basis M0 (sedler og mynter) i reservevaluta. Reservevaluta kan være selve valuta, eller finanspapirer utstedet i utlandet i reservevaluta. Moderne currency boards holdet ekstra reserver opp til 10 % som sikkerhet mot tap på sine likvide investeringer i utlandet.

Inntekter: Seigniorage er myndighetenes (sentralbankens) realinntekt fra pengeutstedelse. Currency board har ikke seigniorage inntekter, med har renteinntekter fra investeringer i utenlandske aktiva. Kostnader knyttet til currency board ligger på 0,5- 1 % av aktiva per år, mens nominell rente på investeringer kan variere fra 3- 10 %. Forskjellen mellom nominell rente og kostnadsprosenten utgjør inntekter til currency board.

Inflasjon og rente: currency board, som andre fast valutakurs regimer vil på lang sikt føre til at innenlandsk inflasjonsnivå vil nærme seg nivået i ankerlandet (etter kjøpekraftsparitet PPP).

Pengepolitikk: Det er ingen rom for diskresjonær pengepolitikk i currency board systemet. Pengepolitikken er automatisk – bestemt av etterspørsel, og currency board har bare ansvaret

⁴ Sterilisering: Sentralbankens bruk av åpne posisjoner i markedet for å forhindre valutamarkedets intervensjoner fra å forandre monetær basis i landet. Med sterilisering, all kjøp av utenlandsk valuta følges av salg av innenlandske obligasjoner slik at kjøp og salg har samme verdi.

for å veksle landets valuta til utenlandsk valuta og opprettholde utenlandske reserver på minimum 100 %. Currency board kan heller ikke være lender of last resort⁵. Pengepolitikk ved currency board har nesten den samme mekanismen som ved gullstandard – dette betyr at effekten som forandringer i utenlandsk valutakurs har på monetær basis forsterkes av at pålydende verdi av innenlandske aktiva forandres i samme retning, slik at effekten er større på monetær basis enn på reserver.

2.2 Historikk

Intellektuell opprinnelse til CB er fra England, 1800-tallet. På denne tiden konkurrent til currency board var ikke sentralbank men såkalt ”free banking”, dvs. kommersielle bankene konkurrerte om å utstede sedler.

I England tidlig på 1800-tallet var det den privateide banken Bank of England som hadde monopol på utstedelse av sedler i britisk økonomi, men det fantes både politikere og økonomer som ville forandre denne praksis. David Ricardo mente at det er staten som skulle ha monopol og ikke Bank of England. Han mente også at seignorage burde tilfalle staten og ikke en privat bank. Debatten om hvem som skulle utstedet penger, varte over flere tiår, og i 1844 vedtok Englands regjering lov som førte at bare Bank of England fikk utstede sedler. Banken ble også delt i to avdelinger, en som tok seg av pengeutstedelse og bankavdeling som hadde ansvaret for depositum. Utstedelsesavdeling måtte ha 100 % reserver i gull og sølv. Dette var ikke en currency board siden bankavdeling ikke hadde samme kravene og den var heller ikke uavhengig av utstedelsesavdeling. I 1870-årene var det også bredt akseptert at staten skulle få seignorage.

Selv om det nye systemet i England ikke var currency board, så fikk denne debatten og prosessen betydning for britiske kolonier. Det første currency board systemet ble innført i Mauritius i 1849, og i en periode hadde over 70 land innført det. Currency board nådde sitt høydepunkt i 1940-årene (Schuler 1992).

⁵ Lender of last resort (LOLR): som LOLR kan sentralbank sørge for likviditet i finansmarkedet. Denne funksjonen er viktig ved finansielle kriser og lite likviditet i markedet. CB kan ikke låne penger til banker ved en likviditetskrise.

Formålet med currency board var å gi koloniland fordeler med å ha stabil og konverterbar valuta. De kunne bruke pund men det var kostnader forbundet med det: man måtte erstatte ødelagte sedler og mynter og kolonier fikk ikke seigniorage inntekter. Etter innføring av CB ble erstatning av ødelagte mynter og sedler bare distribusjon av penger innefor systemet og kolonier fikk renteinntekter på aktiva som de hadde i London.

Currency board ble avvirket i de fleste landene i 1960-årene, etter at koloniene ble selvstendige. Noen få, små land beholdt currency board. Currency board ble sett på som sporet etter kolonitiden som måtte viskes ut. Det var viktig for de nye, frie landene å ha kontroll over egen økonomisk skjebne og mulighet til å møte pengeetterspørsel. De ville også ha lånevirkosomhet rettet mot innenlandske aktører. I ekte keynesiansk ånd antok alle at mulighet til å bruke pengepolitikken som motkonjunkturinstrument, er fordelaktig å ha. Landene ville ha sentralbanker som hadde mulighet til å bruke pengepolitikken aktivt.

Etter avvikling av currency board systemer hadde mange land fast valutakurs i perioder, og de møtte store problemer: underskudd på handelsbalansen og driftsbalansen, finansiering av underskudd med utenlandske gjeld eller økt pengeutstedelse, hyperinflasjon, osv.. Dette førte til spekulasjoner mot valutaer, devalueringer og valutakriser.

Hong Kong var det første landet som gjeninnførte currency board i 1983. På 1990-tallet ble currency board systemer innført i flere andre land. Det største landet som innførte currency board var Argentina i 1991. Etter kommunismens fall innførte flere overgangsøkonomier currency board: Estonia i 1992, Litauen i 1994, Bosnia i 1997 og Bulgaria i 1997. Siste del av dette kapitlet presenterer CB i Estonia, Litauen og Bulgaria og makroøkonomiske tall for disse landene.

2.3 Fordeler og ulemper ved currency board

Williamson (1995) analyserte fordeler og ulemper ved currency board i forhold til sentralbank. Arbeidet hans viser at det som tradisjonelt ble kalt for fordeler ved currency board har også negative sider ved seg. Han definerer følgende fordeler og ulemper ved currency board i forhold til sentralbank:

Fordeler ved currency board:

- *Sikrer konvertibilitet:* Currency board må dekke 100 % av monetær basis, og det sikrer konvertibilitet. I et ortodoks currency board system må kommersielle banker selv sikre innskudd i reserve valuta, og de som støtter currency board system påstår at det tillrekker utenlandsk finanskapital og at lokale banker kan alltid låne penger fra morsselskapet som har reservevaluta. Dette er tilfelle med Bosnia-Hercegovina hvor de fleste store banker i landet er datterselskap av EU- baserte banker, for eksempel UniCredit bank, Raifeissen bank; HVB bank, osv. , og i Argentina var utenlandske banker godt representert. Men garantien på full konvertibilitet kan føre til finansielle kriser ved turbulens i markedet, spesielt siden currency board ikke har myndighet til å være lender of last resort. Og hvis innskudd i innenlandske banker er i reservevaluta, kan det by på problemer hvis det er press på CB, jfr. Argentina, forklart i del IV.
- *Prøver å opprettholde makroøkonomisk disiplin:* Currency board har ikke myndighet til å kjøpe innenlandske aktiva og da må staten balansere budsjettet eller låne enten hjemme fra kommersielle banker eller i utlandet. Men for å oppnå disiplinert finanspolitikk må currency board ha stek nok myndighet over regjeringen til å tvinge dem til å følge budsjettet. Samtidig må regjeringen være villig til å akseptere disse beskrankinger og at inntekter (de som erstatter seigniorage inntekter) vil bli gitt av currency board. CB er ineffektiv til å generere finanspolitisk disiplin, uten politisk vilje og evne til å gjennomføre slik politikk. Økonomisk teori tilsier at ved CB vil inflasjonen konvergere mot nivået i ankerlandet (etter PPP), men det er viktig at valutakurs er satt på et riktig nivå ved binding mot utenlandsk valuta. Et undervurdert nivå vil føre til økt press på innenlandsk inflasjon og kan spise opp fordeler med økt konkurransevne. CB passer kanskje bedre i en liten og åpen økonomi enn i en stor økonomi.

-
- *Automatisk "payments adjustment" mekanisme*: Dette er samme mekanisme som i gullstandard og er også kalt "price-specie-flow", dvs. driftsbalanse underskudd fører til at pengemengde går ned over tid og renten går opp. Dette tiltrekker utenlandske investorer og kapital kommer til landet. Høyere rente fører til deflatorisk press i økonomien og driftsbalansen forbedres. Lavere etterspørsel vil tvinge prisene ned, hvis de er fleksible og eksport vil øke slik at reelt BNP vokser, mens arbeidsledighet går ned. Fleksibilitet av innenlandske priser og lønninger er viktig ellers vil reell valutakurs bli overvurdert.
 - *På grunn av de tre øverste punktene gir currency board tillit til det monetære systemet og derfor forfremmer handel, investeringer og vekst*: Disse tre forgående punktene kan føre til at både innenlandske og utenlandske aktører får tiltro til systemet. CB, som er lovfestet, er et signal at landet har forpliktet seg til fast kurs og det burde utelukke spekulasjoner grunnet devalueringsfare. Dette kan også forbedre finansmarkedet i landet.

Ulemper ved currency board:

- *Seigniorage problem*: CB har ikke seigniorage inntekter, og tapet kan føres som en kostnad. Men CB har renteinntekter på sine utenlandske aktiva. Ofte holder CB mer 100 % i reserver for å sikre seg fluktasjoner i utenlandsk aktiva, og da kan disse inntektene være høyere enn seigniorage.
- *Innføringsproblem*: Dette refererer til vanskeligheter til å samle nok kapital i reservevaluta til å støtte CB. Det kan oppstå problemer til å dekke helle monetær basis. Landene som har innført CB på 90- tallet klarte å samle kapital på forskjellige måter: Estonia fikk returnert gull fra Bank of England og svensk sentralbank; Argentina hadde allerede mye dollar i sirkulasjon fra kapitalinnstømmning; BiH fikk støtte fra det internasjonale samfunnet som hjelp etter krigen.
- *Overgangsproblem*: Det er en fare at fast valutakurs i CB vil føre til at reell valutakurs blir overvurdert hvis inflasjonsrate i landet er høy og priser har ikke nedover fleksibilitet. Økonomisk litteratur sier at fast valutakurs støttet av gullstandard mekanisme vil få inflasjonen ned. Da er spørsmålet hvor mye landets valuta vil være overvurdert, og om myndighetene i landet er villige til gjennomgå denne vanskelige overgangsperioden med deflasjon. Det er også vanskelig å si hvor lenge vil perioden være.
- *Tilpasningsproblem*: Tilpasningsproblem er knyttet til kostnader ved å ikke kunne bruke valutakurs for å sikre tilpasninger av utenriksbalansen. Dette problemet er aktuelt, ikke

bare i oppstartsfasen, mens også generelt siden forstyrrelser i realøkonomi, for eksempel høyere oljepris, kan inntreffe når som helst. Og da kan ikke landet som har CB bruke valutakurs til å kompensere for sjokk, den reelle valutakursen blir overvurdert, og landet mister konkurransevne. Dette problemet blir mindre i land med mobil og fleksibel arbeidskraft (Hong Kong).

- *Ledelseproblem:* CB kan ikke bruke pengepolitikk aktivt, siden pengepolitikk har ingen effekt ved fast valutakurs. Noen vil si at pengepolitikken har ofte blitt misbrukt, og vi har sett eksempler på det. Men det er vanskelig å ikke merke seg at currency board som fast valutakurs fører ofte til at pengepolitikk blir medkonjunkturpolitikk og ikke motkonjunkturpolitikk, spesielt hvis det er asymmetrien i konjunkturer mellom landet som har CB og ankerlandet.
- *Problem ved kriser:* CB kan ikke være lender of last resort ved finansielle kriser. Noen anbefaler å ha uavhengig institusjon som kan hjelpe banke i tilfelle finansiell krise, andre sier at landene som har CB bør ha klausul i loven som åpner for hjelp i kriser. Men hjelpen må begrenses avhengig av valutareserver. Hanke og Schuler (1994) sier at i currency board systemet oppstår interbank marked som vil hjelpe banker i krisen, og banker kan låne i utlandet og i eurovalutamarkedet.
- *Politisk problem:* Spørsmålet er om det er politisk vilje i landet til å følge disiplinert finanspolitikk. Og som nevnt før, der hvor det finnes vilje, evne og forpliktelse til å føre disiplinert finanspolitikk, er currency board kanskje unødvendig. Men i noen tilfeller er kanskje en slik forpliktelse nødvendig til å få politikere til å bli villige til å føre disiplinert finanspolitikk.

Presentasjon av fordeler og ulemper viser at det ikke er lett å se om currency board er bra eller dårlig valg for et land. Det man kan si er at currency board er kanskje bedre valg for små og åpne land. Fast valutakurs regimer fungerer bedre i en åpen økonomi. Tilpasningsproblem og overgangsproblem vil være større i en relativt stor og lukket økonomi. Dette gjelder også reservekravet, siden stor og lukket økonomi må klare å dekke større monetær basis, og dens seigniorage kostnader vil være større. Alle land, bortsett fra Argentina, som innførte currency board på 1990-tallet er små land, relativt åpne.

Det er også viktig å si at pris- og arbeidskraftfleksibilitet, samt bærekraftig offentlig finansiering, spiller stor rolle i om currency board vil passe for et land. Landet med rigide

priser vil komme i situasjon hvor den reelle valutakursen blir overvurdert og landet mister konkurransevne på det internasjonale markedet. Tilpasningen til tapt konkurransevne må komme fra realøkonomien og da er må landet ha gjennomført strukturelle reformer som har ført til mer fleksibel og mobil arbeidskraft og høy produktiviteten.

Graden av villighet til å føre disiplinert finanspolitikk er også viktig i et land med currency board system. Utviklingen i driftsbalansen må være bærekraftig siden det er ingen mulighet til å bruke valutakurs for å komme i balanse. Valutakursens påvirkningskraft på output og konjunkturer avhenger av handelsetastisitet med hensyn til priser og handelsprisenes reaksjon på valutakurs. Derfor passer currency board system til små og åpne økonomier. Hvis markedsaktører forventer at landets valuta vil bli devaluert, øker presset på valuta, og det kan føre til at landets valuta blir devaluert, currency board forkjempere sier at man fjerner denne trusselen ved at man forplikter seg til lovfestet fast valutakurs.

2.4 Erfaringer fra nye currency board systemer

På 1990-tallet ble currency board innført i flere land av forskjellige grunner: i Argentina som svar på krisen og hyperinflasjon, i Bosnia-Hercegovina som stabiliseringsprogram etter krigen, i Bulgaria som stabiliseringsprogram etter kommunismens fall, i Estonia og Litauen for å stabilisere overgang til egen valuta (ut fra SSSR). I denne delen vil makroøkonomiske nøkkeltall til Bulgaria, Estonia og Litauen bli kort presentert. Bosnia-Hercegovina har blitt analysert i del I og Argentina vil bli analysert i del IV. Tabell 2.1 viser regler ved de moderne systemene.

Modern currency boards: background information

| | Hong Kong | Argentina | Estonia | Lithuania | Bulgaria | Bosnia and Herzegovina |
|-----------------------------------|----------------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|
| Year of inception | 1983 | 1991 | 1992 | 1994 | 1997 | 1997 |
| Political status at inception | British colony | Independent | Newly independent | (Newly) independent | Independent | Independent |
| Current status | SAR, ¹ China | Independent | Independent | Independent | Independent | Independent |
| Previous regime | Floating | Floating | Rouble area | Floating | Floating | Mixed |
| Reason for inception ² | Restore confidence | Macro stabilisation | Macro stabilisation | Macro stabilisation | Macro stabilisation | Postwar reconstruction |
| Authority in charge | Exchange Fund ³ | BCRA ⁴ | Bank of Estonia | The Bank of Lithuania | Bulgarian National Bank | CBBiH ⁵ |
| (year established/independent) | (1935) | (1935) | (1919/1990) | (1922/1990) | (1879/1991) | (1997) |

¹ Special Administrative Region. ² Except for Hong Kong and Bosnia and Herzegovina, the stabilisation efforts of the other economies included fighting high to hyperinflation. ³ The Exchange Fund became a part of the Hong Kong Monetary Authority (HKMA) in 1993. ⁴ Banco Central de la República Argentina. ⁵ Central Bank of Bosnia and Herzegovina.

Tabell 2.1: Støtteregler til moderne currency board systemer. Kilde: Bank of International Settlements

Gosh, Gulde og Wolf (1999) har analysert hvor godt fungerer currency board i praksis. De har sammenlignet data for inflasjon og vekstrate i BNP til CB og til andre valutaregimer. Ut ifra teorien så burde currency board systemer føre til lavere inflasjon gjennom fast valutakurs, mens effekt av currency board systemer på vekst i økonomien er litt vanskeligere å estimere: landene med CB kan ikke bruke pengepolitikk aktiv for å motvirke eksterne

forstyrrelser i økonomien og det kan ha negativ effekt på vekst. Tabell 2.2 viser deres resultater.

| | Number of observations | Inflation | | | Broad Money Growth | | | GDP Growth | GDP Growth per capita | Gov. Balance |
|-----------------------|------------------------|-----------|--------|---------------|--------------------|--------|---------------|--------------|-----------------------|--------------|
| | | Mean | Median | Mean | Mean | Median | Mean | Δy | Δy^c | B/y |
| | | π | π | $\pi/(1+\pi)$ | μ | μ | $\mu/(1+\mu)$ | (In percent) | | |
| Full Sample | 1915 | 29.0 | 8.4 | 10.7 | 32.7 | 14.3 | 14.4 | 3.2 | 1.3 | -4.4 |
| <i>Currency Board</i> | 112 | 5.6 | 3.9 | 5.0 | 12.1 | 11.1 | 9.9 | 4.0 | 3.1 | -2.7 |
| <i>Other Pegged</i> | 1089 | 22.3 | 8.4 | 9.1 | 25.1 | 13.7 | 12.3 | 3.3 | 0.9 | -4.6 |
| <i>Float</i> | 714 | 43.1 | 9.2 | 14.2 | 47.4 | 16.0 | 18.2 | 3.1 | 1.7 | -4.3 |
| Upper income | 814 | 22.9 | 6.0 | 9.3 | 28.3 | 11.4 | 13.4 | 3.1 | 2.0 | -3.0 |
| <i>Currency Board</i> | 44 | 4.7 | 4.0 | 4.4 | 14.3 | 12.9 | 12.1 | 5.7 | 4.6 | -1.4 |
| <i>Other Pegged</i> | 317 | 8.3 | 6.1 | 7.0 | 14.1 | 11.6 | 11.2 | 3.3 | 1.8 | -1.9 |
| <i>Float</i> | 453 | 35.0 | 6.2 | 11.5 | 39.6 | 11.1 | 15.1 | 2.8 | 1.9 | -4.0 |
| Lower income | 1101 | 33.6 | 9.9 | 11.7 | 35.9 | 17.1 | 15.1 | 3.3 | 0.8 | -5.4 |
| <i>Currency Board</i> | 68 | 6.2 | 3.9 | 5.4 | 10.7 | 8.6 | 8.6 | 2.9 | 2.2 | -3.9 |
| <i>Other Pegged</i> | 772 | 28.0 | 9.4 | 9.9 | 29.7 | 15.6 | 12.8 | 3.3 | 0.5 | -5.7 |
| <i>Float</i> | 261 | 57.1 | 15.2 | 18.8 | 61.0 | 25.4 | 23.7 | 3.6 | 1.4 | -5.0 |
| No capital controls | 465 | 11.3 | 5.6 | 8.2 | 18.1 | 11.4 | 13.3 | 3.3 | 1.8 | -4.2 |
| <i>Currency Board</i> | 21 | 10.4 | 6.0 | 8.6 | 15.4 | 11.4 | 12.4 | 3.8 | 3.1 | -0.9 |
| <i>Other Pegged</i> | 123 | 9.6 | 7.3 | 8.2 | 17.7 | 16.9 | 14.1 | 4.6 | 1.9 | -5.1 |
| <i>Float</i> | 321 | 12.0 | 5.0 | 8.2 | 18.4 | 10.5 | 13.0 | 2.7 | 1.6 | -4.0 |

³ The data underlying this table were taken from the IMF's World Economic Outlook database, and cover all IMF members for which annual data on the exchange rate regime and key macroeconomic variables exist over the period 1975–1996. The dataset contains 112 currency board observations (country-years), 1,089 observations with other pegged regimes, and 714 floating regime observations. Included in the currency board observations are: Argentina, Antigua and Barbuda, Djibouti, Dominica, Estonia, Grenada, Hong Kong, St. Lucia, St. Vincent and the Grenadines, and Lithuania. The paper by Ghosh, Gulde, and Wolf also presents analyses for the period 1961–96, with essentially similar results as with the data for the post-1975 period.

Tabell 2.2: Makroøkonomisk utvikling ved alternative valutakursystemer. Kilde: IMF, Gosh, Gulde og Wolf (1999)

Deres resultater er:

- Inflasjon lavest i land med CB system. Tabell 2.2. inneholder også medianverdi på inflasjon fordi noen land med flytende valutakurs opplevde hyperinflasjon i kortere perioder og det påvirker gjennomsnittet.
- Reell depresieringsrate til valutakurs lavere i CB systemer.

- Høyere BNP- vekstrate. Selv om moderne CB ikke har eksistert lenge så er det viktig å få med seg at CB ikke hemmer vekst.
- Lavere fiskalunderskudd i CB

I slutten av denne delen presenteres makroøkonomiske data for Estonia (tabell 2.4), Bulgaria (tabell 2.5) og Litauen (tabell 2.3). Deres utvikling viser også at inflasjonen har blitt lavere, vekstrate høyere og landene har ført mer disiplinert finanspolitikk. Det ville ikke vært rett å si at det er bare currency board som har ført til høy vekstrate og bærekraftig driftsbalanse underskudd fordi landene har klart å gjennomføre reformer og tiltrekke seg utenlandsk kapital. Det ser ut at åpenhet og politisk disiplin ved currency board system har ført til lettere overgang fra plan- til markedsøkonomi. Dette støtter teorien om at currency board passer for liten og åpen økonomi, i dette tilfelle spesielt Estonia og Litauen. Når det er sagt, så er det ikke utelukket at andre systemer ikke ville fungere med samme økonomiske forutsetninger. Latvia har klart det samme med fast valutakurs uten CB restriksjoner.

Men land som har innført CB i Europa står også ovenfor problemer som for eksempel at vekst ikke har ført til mye lavere arbeidsledighet. Det er også landsspesifikke problemer: høy utenlandsk gjeld i Bulgaria, handelspartnere og fastkurs i Litauen, finansinstitusjoner i Estonia – noen kaller Estiona ”Baltic tiger”.

Litauen

Tabell 2.3: Makroøkonomisk utvikling. Kilde: EBRD

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 Estimate | 2007 Projection |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|--------------------|
| Output and expenditure | | | | | | | |
| <i>(Percentage change in real terms)</i> | | | | | | | |
| GDP | 7.2 | 6.8 | 10.5 | 7.0 | 7.5 | 7.7 | 6.5 |
| Private consumption | 3.7 | 5.8 | 11.1 | 9.7 | 10.4 | 12.6 | na |
| Public consumption | 0.7 | 1.4 | 3.8 | 7.5 | 5.6 | 6.6 | na |
| Gross fixed capital formation | 13.5 | 8.7 | 11.4 | 12.3 | 11.2 | 12.7 | na |
| Exports of goods and services | 21.2 | 19.5 | 6.9 | 4.2 | 14.3 | 14.0 | na |
| Imports of goods and services | 17.6 | 17.7 | 10.3 | 14.8 | 15.9 | 16.0 | na |
| Industrial gross output | 15.9 | 4.6 | 15.8 | 9.3 | 7.6 | na | na |
| Agricultural gross output | -5.0 | 7.9 | 7.7 | -0.8 | 1.3 | -7.2 | na |
| Employment¹ | | | | | | | |
| <i>(Percentage change)</i> | | | | | | | |
| Labour force (end-year) | -2.1 | -0.3 | 0.7 | -1.3 | -0.9 | -1.2 | na |
| Employment (end-year) | -3.3 | 4.0 | 2.3 | -0.1 | 2.6 | 1.7 | na |
| <i>(In per cent of labour force)</i> | | | | | | | |
| Unemployment (end-year) | 17.4 | 13.8 | 12.4 | 11.4 | 8.3 | 5.6 | na |
| Prices and wages | | | | | | | |
| <i>(Percentage change)</i> | | | | | | | |
| Consumer prices (annual average) | 1.5 | 0.3 | -1.2 | 1.2 | 2.7 | 3.7 | 3.0 |
| Consumer prices (end-year) | 2.1 | -1.0 | -1.3 | 2.9 | 3.1 | 4.5 | 4.9 |
| Producer prices (annual average) | -3.0 | -2.8 | -0.5 | 6.0 | 11.5 | 7.4 | na |
| Producer prices (end-year) | -7.8 | 1.9 | -0.2 | 6.8 | 13.5 | 2.8 | na |
| Gross average monthly earnings in economy (annual average) | 1.4 | 3.2 | 19.1 | 8.5 | 10.9 | 19.1 | na |
| Government sector | | | | | | | |
| <i>(In per cent of GDP)</i> | | | | | | | |
| General government balance | -2.0 | -1.4 | -1.2 | -1.5 | -0.5 | -0.3 | -0.5 |
| General government expenditure ² | 31.0 | 30.6 | 30.8 | 33.5 | 32.9 | na | na |
| General government debt | 22.9 | 22.3 | 21.2 | 19.5 | 18.7 | 18.2 | na |
| Monetary sector | | | | | | | |
| <i>(Percentage change)</i> | | | | | | | |
| Broad money (M2, end-year) | 21.4 | 16.9 | 18.2 | 24.1 | 32.9 | 23.8 | na |
| Domestic credit (end-year) | 25.6 | 22.7 | 37.8 | 32.0 | 56.1 | 34.9 | na |
| <i>(In per cent of GDP)</i> | | | | | | | |
| Broad money (M2, end-year) | 26.1 | 28.6 | 30.9 | 34.9 | 40.7 | 43.7 | na |
| Interest and exchange rates | | | | | | | |
| <i>(In per cent per annum, end-year)</i> | | | | | | | |
| Interbank interest rate | 5.5 | 10.0 | 4.3 | 3.0 | 3.3 | na | na |
| Treasury bill rate (3-month maturity) | 4.8 | 3.3 | 2.5 | 2.1 | 2.4 | na | na |
| Deposit rate ³ | 0.8 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | na |
| Lending rate ⁴ | 8.1 | 6.1 | 5.1 | 5.6 | 5.6 | 5.5 | na |
| <i>(Litai per US dollar)</i> | | | | | | | |
| Exchange rate (end-year) | 4.0 | 3.3 | 2.7 | 2.5 | 2.8 | 2.6 | na |
| Exchange rate (annual average) | 4.0 | 3.7 | 3.1 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | na |
| External sector | | | | | | | |
| <i>(In millions of US dollars)</i> | | | | | | | |
| Current account | -574 | -734 | -1,278 | -1,724 | -1,815 | -2,814 | -2,710 |
| Trade balance | -1,108 | -1,337 | -1,704 | -2,382 | -2,843 | -4,169 | -3,030 |
| Merchandise exports | 4,889 | 6,031 | 7,658 | 9,305 | 11,791 | 14,124 | 14,080 |
| Merchandise imports | 5,997 | 7,368 | 9,363 | 11,688 | 14,634 | 18,292 | 17,110 |
| Foreign direct investment, net ⁵ | 439 | 714 | 142 | 510 | 680 | 803 | 790 |
| Gross reserves, excluding gold (end-year) | 1,669 | 2,413 | 3,450 | 3,594 | 3,816 | 4,138 | na |
| External debt stock ⁶ | 5,268 | 6,199 | 8,338 | 10,472 | 12,414 | 14,458 | na |
| <i>(In months of imports of goods and services)</i> | | | | | | | |
| Gross reserves, excluding gold (end-year) | 3.0 | 3.5 | 3.9 | 3.2 | 2.7 | 2.4 | na |
| <i>(In per cent of exports of goods and services)</i> | | | | | | | |
| Debt service | 15.3 | 14.8 | 16.6 | 14.9 | 16.6 | 16.3 | na |
| Memorandum items | | | | | | | |
| <i>(Denominations as indicated)</i> | | | | | | | |
| Population (end-year, million) | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| GDP (in millions of litai) | 48,563 | 51,948 | 56,772 | 62,440 | 71,084 | 81,974 | 89,921 |
| GDP per capita (in US dollars) | 3,478 | 4,068 | 5,360 | 6,518 | 7,603 | 8,771 | na |
| Share of industry in GDP (in per cent) | 27.3 | 26.4 | 28.3 | 29.4 | 30.2 | na | na |
| Share of agriculture in GDP (in per cent) | 6.3 | 6.3 | 5.8 | 5.3 | 5.2 | 4.8 | na |
| Current account/GDP (in per cent) | -4.7 | -5.2 | -6.9 | -7.7 | -7.0 | -9.4 | -7.8 |
| External debt - reserves (in US\$ million) | 3,599 | 3,786 | 4,888 | 6,878 | 8,599 | 10,320 | na |
| External debt/GDP (in per cent) | 43.4 | 43.8 | 44.9 | 46.6 | 47.7 | 48.5 | na |
| External debt/exports of goods and services (in per cent) | 87.1 | 82.5 | 87.4 | 89.1 | 83.3 | 81.8 | na |

¹ Data from 2000 based on the population census. Previous data from the labour force survey have not been recalculated.

² General government expenditure includes net lending.

³ Average interest rate on demand deposits in litai.

⁴ Average interest rate on loans in litai.

⁵ Covers equity capital and reinvested earnings.

⁶ Includes non-resident currency and deposits and loans to foreign subsidiaries.

Estonia

Tabell 2.4: Makroøkonomisk utvikling. Kilde: EBRD

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 Estimate | 2007 Projection |
|--|---|--------|--------|--------|--------|------------------|--------------------|
| Output and expenditure | | | | | | | |
| | <i>(Percentage change in real terms)</i> | | | | | | |
| GDP | 7.7 | 8.0 | 7.1 | 8.1 | 10.5 | 11.4 | 8.5 |
| Private consumption | 7.4 | 11.2 | 6.9 | 6.9 | 8.2 | 15.7 | na |
| Public consumption | 2.6 | 1.9 | 0.3 | 2.2 | 1.1 | 2.8 | na |
| Gross fixed capital formation | 9.7 | 24.1 | 7.0 | 13.5 | 12.7 | 19.7 | na |
| Exports of goods and services | 2.0 | 1.7 | 7.6 | 17.1 | 21.5 | 10.0 | na |
| Imports of goods and services | 3.5 | 6.0 | 10.6 | 15.2 | 15.9 | 14.7 | na |
| Industrial gross output | 8.7 | 8.1 | 7.0 | 8.9 | 13.2 | 12.2 | na |
| Agricultural gross output | -5.2 | 8.3 | 0.8 | -7.2 | 2.3 | 0.2 | na |
| Employment | | | | | | | |
| | <i>(Percentage change)</i> | | | | | | |
| Labour force (annual average) | -0.2 | -1.2 | 1.2 | -0.2 | 0.1 | -3.7 | na |
| Employment (annual average) | 0.9 | 1.4 | 1.5 | 0.2 | 2.0 | -2.1 | na |
| | <i>(In per cent of labour force)</i> | | | | | | |
| Unemployment (annual average) | 12.6 | 10.3 | 10.0 | 9.6 | 7.9 | 6.4 | na |
| Prices and wages | | | | | | | |
| | <i>(Percentage change)</i> | | | | | | |
| Consumer prices (annual average) | 5.8 | 3.6 | 1.3 | 3.0 | 4.1 | 4.4 | 4.2 |
| Consumer prices (end-year) | 4.2 | 2.6 | 1.2 | 5.0 | 3.6 | 5.1 | na |
| Producer prices (annual average) | 4.4 | 0.4 | 0.2 | 2.9 | 2.1 | 4.5 | na |
| Producer prices (end-year) | 1.7 | 1.4 | 0.3 | 3.9 | 2.2 | 5.9 | na |
| Gross average monthly earnings in economy (annual average) | 12.3 | 11.5 | 9.4 | 8.4 | 10.8 | na | na |
| Government sector | | | | | | | |
| | <i>(In per cent of GDP)</i> | | | | | | |
| General government balance | 0.3 | 0.4 | 2.0 | 2.3 | 2.3 | 3.8 | 3.8 |
| General government expenditure | 35.1 | 35.6 | 35.3 | 34.2 | 33.2 | 33.2 | na |
| General government debt | 4.7 | 5.8 | 6.0 | 5.5 | 4.8 | 4.1 | na |
| Monetary sector | | | | | | | |
| | <i>(Percentage change)</i> | | | | | | |
| Broad money (M2, end-year) | 23.7 | 11.1 | 10.9 | 15.8 | 42.0 | 28.2 | na |
| Domestic credit (end-year) | 24.4 | 27.6 | 28.7 | 29.2 | 32.1 | 41.9 | na |
| | <i>(In per cent of GDP)</i> | | | | | | |
| Broad money (M2, end-year) | 37.7 | 37.3 | 37.8 | 39.7 | 47.7 | 51.8 | na |
| Interest and exchange rates | | | | | | | |
| | <i>(In per cent per annum, end-year)</i> | | | | | | |
| Deposit rate (over 12 months) | 4.5 | 3.7 | 2.4 | 2.1 | 2.3 | 3.6 | na |
| Lending rate (over 12 months) | 10.1 | 6.6 | 5.1 | 6.2 | 9.2 | 7.7 | na |
| | <i>(Kroons per US dollar)</i> | | | | | | |
| Exchange rate (end-year) | 17.6 | 14.9 | 12.4 | 11.5 | 12.5 | 12.3 | na |
| Exchange rate (annual average) | 17.5 | 16.6 | 13.9 | 12.6 | 12.4 | 12.5 | na |
| External sector | | | | | | | |
| | <i>(In millions of US dollars)</i> | | | | | | |
| Current account | -339 | -716 | -1,116 | -1,432 | -1,446 | -2,446 | -2,934 |
| Trade balance | -788 | -1,089 | -1,553 | -1,966 | -1,845 | -2,739 | -3,200 |
| Merchandise exports | 3,359 | 3,530 | 4,607 | 5,971 | 7,785 | 9,636 | 11,600 |
| Merchandise imports | 4,148 | 4,619 | 6,161 | 7,937 | 9,631 | 12,374 | 14,800 |
| Foreign direct investment, net | 343 | 153 | 763 | 781 | 2,250 | 561 | 790 |
| Gross reserves, excluding gold (end-year) | 820 | 1,000 | 1,373 | 1,790 | 2,407 | 2,420 | na |
| External debt stock ¹ | 3,279 | 4,704 | 7,054 | 10,012 | 12,130 | 14,111 | na |
| | <i>(In months of imports of goods and services)</i> | | | | | | |
| Gross reserves, excluding gold (end-year) | 1.9 | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.5 | 2.0 | na |
| | <i>(In per cent of exports of goods and services)</i> | | | | | | |
| Debt service | 11.7 | 15.1 | 15.9 | 17.8 | 14.6 | 14.6 | na |
| Memorandum items | | | | | | | |
| | <i>(Denominations as indicated)</i> | | | | | | |
| Population (end-year, million) | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| GDP (in billions of kroons) | 108 | 121 | 133 | 147 | 173 | 205 | 228 |
| GDP per capita (in US dollars) | 4,528 | 5,369 | 7,072 | 8,619 | 10,386 | 12,172 | na |
| Share of industry in gross value added (in per cent) | 25.3 | 25.3 | 25.5 | 25.0 | 25.1 | 25.5 | na |
| Share of agriculture in gross value added (in per cent) | 4.2 | 3.7 | 3.3 | 3.4 | 3.3 | 2.8 | na |
| Current account/GDP (in per cent) | -5.5 | -9.8 | -11.6 | -12.3 | -10.3 | -14.9 | -15.1 |
| External debt - reserves (in US\$ million) | 2,458 | 3,703 | 5,680 | 8,222 | 9,723 | 11,691 | na |
| External debt/GDP (in per cent) | 53.0 | 64.4 | 73.6 | 86.0 | 86.7 | 86.2 | na |
| External debt/exports of goods and services (in per cent) | 65.5 | 89.7 | 103.1 | 113.8 | 110.9 | 107.5 | na |

¹ Data from the Bank of Estonia and include non-resident currency and deposits, liabilities to affiliated enterprises and liabilities to direct investors.

Bulgaria

Tabell 2.5: Makroøkonomisk utvikling. Kilde: EBRD

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 Estimate | 2007 Projection |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|--------------------|
| Output and expenditure | | | | | | | |
| <i>(Percentage change in real terms)</i> | | | | | | | |
| GDP | 4.1 | 4.9 | 4.5 | 5.7 | 6.2 | 6.1 | 6.0 |
| Private consumption | 4.5 | 3.9 | 7.1 | 4.9 | 5.5 | 7.1 | na |
| Public consumption | 4.7 | 6.2 | 3.0 | 6.7 | 4.1 | 1.7 | na |
| Gross fixed capital formation | 19.9 | 9.3 | 13.9 | 13.5 | 23.3 | 17.6 | na |
| Exports of goods and services | 8.5 | 6.2 | 8.0 | 13.0 | 8.5 | 9.0 | na |
| Imports of goods and services | 13.0 | 4.7 | 15.3 | 14.1 | 13.1 | 15.2 | na |
| Industrial gross output | -4.8 | 4.0 | 18.3 | 21.5 | 5.8 | 3.0 | na |
| Agricultural gross output | -0.1 | 4.2 | -1.4 | 5.6 | -5.0 | na | na |
| Employment | | | | | | | |
| <i>(Percentage change)</i> | | | | | | | |
| Labour force (end-year) | -0.2 | -0.5 | 1.1 | 1.2 | -0.2 | 3.1 | na |
| Employment (end-year) | -3.9 | 2.9 | 4.5 | 3.4 | 2.0 | 4.4 | na |
| <i>(In per cent of labour force)</i> | | | | | | | |
| Unemployment (end-year) | 19.5 | 16.8 | 13.7 | 12.0 | 10.1 | 8.9 | na |
| Prices and wages | | | | | | | |
| <i>(Percentage change)</i> | | | | | | | |
| Consumer prices (annual average) | 7.4 | 5.9 | 2.3 | 6.1 | 5.0 | 7.3 | 2.5 |
| Consumer prices (end-year) | 4.8 | 3.9 | 5.6 | 4.0 | 6.5 | 6.5 | 2.0 |
| Producer prices (annual average) | 3.6 | 1.3 | 4.9 | 6.0 | 6.9 | 6.9 | na |
| Producer prices (end-year) | -1.8 | 6.3 | 4.3 | 5.2 | 9.6 | 5.1 | na |
| Gross average monthly earnings in economy (annual average) | 6.5 | 3.4 | 9.2 | 9.1 | 4.3 | 4.6 | na |
| Government sector | | | | | | | |
| <i>(In per cent of GDP)</i> | | | | | | | |
| General government balance ¹ | 1.9 | 0.1 | -0.9 | 2.2 | 1.9 | 3.3 | 2.3 |
| General government expenditure ¹ | 38.3 | 37.2 | 38.2 | 37.5 | 37.5 | 35.0 | na |
| General government debt ² | 66.2 | 54.0 | 45.9 | 37.9 | 29.2 | 22.8 | na |
| Monetary sector | | | | | | | |
| <i>(Percentage change)</i> | | | | | | | |
| Broad money (M2, end-year) | 53.0 | 11.7 | 18.8 | 23.3 | 24.4 | 26.8 | na |
| Domestic credit (end-year) | 25.5 | 27.0 | 32.4 | 33.3 | 35.1 | 17.1 | na |
| <i>(In per cent of GDP)</i> | | | | | | | |
| Broad money (M2, end-year) | 41.7 | 42.8 | 47.7 | 53.4 | 59.0 | 65.2 | na |
| Interest and exchange rates | | | | | | | |
| <i>(In per cent per annum, end-year)</i> | | | | | | | |
| Base interest rate ³ | 4.7 | 3.3 | 2.8 | 2.4 | 2.1 | 3.3 | na |
| Interbank interest rate (up to 1 month) | 3.7 | 2.5 | 1.1 | 2.0 | 2.2 | 3.5 | na |
| Deposit rate (1 month) | 2.9 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 3.0 | na | na |
| Lending rate (less than 1 year) | 11.1 | 9.4 | 8.8 | 8.8 | 7.9 | na | na |
| <i>(Leva per US dollar)</i> | | | | | | | |
| Exchange rate (end-year) | 2.2 | 1.9 | 1.5 | 1.4 | 1.7 | 1.5 | na |
| Exchange rate (annual average) | 2.2 | 2.1 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | na |
| External sector | | | | | | | |
| <i>(In millions of US dollars)</i> | | | | | | | |
| Current account | -984 | -827 | -1,856 | -1,416 | -3,133 | -4,667 | -4,250 |
| Trade balance | -1,581 | -1,595 | -2,518 | -3,643 | -5,399 | -6,810 | na |
| Merchandise exports | 5,113 | 5,692 | 7,541 | 9,848 | 11,740 | 15,064 | na |
| Merchandise imports | 6,693 | 7,287 | 10,059 | 13,491 | 17,139 | 21,874 | na |
| Foreign direct investment, net | 803 | 876 | 2,070 | 2,777 | 2,298 | 5,016 | 3,090 |
| Gross reserves, excluding gold (end-year) | 3,581 | 4,407 | 6,291 | 8,776 | 9,213 | 11,754 | na |
| External debt stock | 10,626 | 11,312 | 13,439 | 17,276 | 18,862 | 25,901 | na |
| <i>(In months of imports of goods and services)</i> | | | | | | | |
| Gross reserves, excluding gold (end-year) | 5.1 | 5.8 | 6.0 | 6.3 | 5.4 | 5.4 | na |
| <i>(In per cent of exports of goods and services)</i> | | | | | | | |
| Debt service | 20.9 | 16.3 | 14.0 | 25.7 | 44.6 | 24.9 | na |
| Memorandum items | | | | | | | |
| <i>(Denominations as indicated)</i> | | | | | | | |
| Population (end-year, million) | 7.9 | 7.8 | 7.8 | 7.8 | 7.7 | 7.7 | na |
| GDP (in millions of leva) | 29,709 | 32,335 | 34,547 | 38,008 | 42,797 | 49,091 | 53,337 |
| GDP per capita (in US dollars) | 1,723 | 1,984 | 2,556 | 3,109 | 3,523 | 4,089 | na |
| Share of industry in GDP (in per cent) | 25.2 | 25.6 | 20.6 | 26.0 | 26.1 | na | na |
| Share of agriculture in GDP (in per cent) | 12.1 | 10.7 | 10.1 | 9.4 | 8.0 | na | na |
| Current account/GDP (in per cent) | -7.2 | -5.3 | -9.3 | -5.9 | -11.5 | -14.8 | -12.4 |
| External debt - reserves (in US\$ million) | 7,035 | 6,905 | 7,148 | 8,500 | 9,649 | 14,147 | na |
| External debt/GDP (in per cent) | 78.1 | 72.7 | 67.4 | 71.6 | 69.4 | 82.3 | na |
| External debt/exports of goods and services (in per cent) | 146.8 | 140.4 | 125.5 | 124.7 | 117.9 | 128.8 | na |

¹ In 2003 and 2004 general government expenditure includes capital transfers for about 0.4 per cent of GDP, which were classified below the line in the Budget Law.

² From April 2001 direct debt to the Bulgarian National Bank (BNB) is excluded from domestic debt to avoid double reporting of IMF credit extended through the BNB.

³ Effective interest rate at end-month, based on the average annual yield attained at three-month government securities primary actions.

3. Currency board system i Bosnia-Hercegovina

Sentralbanken i Bosnia-Hercegovina (CBBH) ble opprettet etter at Dayton-avtalen ble underskrevet. Følgende punkter er knyttet direkte til opprettelse av CBBH:

The Dayton Peace Agreement in English Language and The Constitution of Bosnia and Herzegovina

Article VII

The Central Bank

There shall be a Central Bank of Bosnia and Herzegovina, which shall be the sole authority for issuing currency and for monetary policy throughout Bosnia and Herzegovina.

1. The Central Bank's responsibilities will be determined by the Parliamentary Assembly. For the first six years after the entry into force of this Constitution, however, it may not extend credit by creating money, operating in this respect as a currency board; thereafter, the Parliamentary Assembly may give it that authority.
2. The first Governing Board of the Central Bank shall consist of a Governor appointed by the International Monetary Fund, after consultation with the Presidency, and three members appointed by the Presidency, two from the Federation (one Bosniac, one Croat, who shall share one vote) and one from the Republika Srpska, all of whom shall serve a six year term. The Governor, who shall not be a citizen of Bosnia and Herzegovina or any neighboring state, may cast tie-breaking votes on the Governing Board.
3. Thereafter, the Governing Board of the Central Bank of Bosnia and Herzegovina shall consist of five persons appointed by the Presidency for a term of six years. The Board shall appoint, from among its members, a Governor for a term of six years.

Article VIII

Finances

1. The Parliamentary Assembly shall each year, on the proposal of the Presidency, adopt a budget covering the expenditures required to carry out the responsibilities of institutions of Bosnia and Herzegovina and the international obligations of Bosnia and Herzegovina.
2. If no such budget is adopted in due time, the budget for the previous year shall be used on a provisional basis.
3. The Federation shall provide two-thirds, and the Republika Srpska one-third, of the revenues required by the budget, except insofar as revenues are raised as specified by the Parliamentary Assembly.

Loven om CBBH og currency board er vedlagt på slutten av oppgaven.

Da CBBH ble stiftet i august 1997, så landet ovenfor tre store overgangsprosesser:

- Fra krig til fred
- Fra planøkonomi til markedsøkonomi
- Fra å være en republikk i et større land til å bli selvstendig nasjon.

Disse tre prosessen har foregått samtidig og har gjort jobben til CBBH vanskelig.

I 1997 var det vanskelig politisk situasjon i BiH, landet var praktisk talt delt i 2 deler uten mye kommunikasjon mellom delene. Internasjonalt samfunn har tvunget freden på krigsparter og de tre største folkegruppene kunne ikke bli enig om noe som helst. Det var også tre betalingsbyråer (payments bureau) i landet og tre valuta: NHHB i Sarajevo var gammel regional avdeling til jugoslavisk sentralbank som hadde liten aktivitet og pengene som ble brukt var tyske mark (DEM), i Mostar var det ZAP Mostar kontrollert av kroatene og kroatisk kuna (HRK) og DEM ble brukt som betalingsmidler og i Banja Luka var det NBRS (serbisk sentralbank) og jugoslavisk dinar (YUD) og DEM ble brukt som betalingsmidler.

IMFs d forslag om currency board system i BiH, skapte det stor debatt i Washington. Debatten om systemet passet i BiH varte lenge. Når forslaget endelig ble vedtatt og sendt til verifisering i Bosnia, lokale politikere brukte liten tid på å diskutere systemet. Forslaget ble verifisert i løpet av en uke. Det som ble diskutert var ikke selve systemet men faktum at BiH skulle ha bare en valuta i landet. Det viser hvor lite forskjellige etniske grupper stolte på hverandre. Troen på et land og en valuta var ikke sterk.

Currency board system i BiH var et faktum og landets valuta skulle bli bosnisk mark (BAM)

Det første året møtte CBBH mange store problemer. Offentlig administrasjon i BiH antok at CBBH bare var et nytt navn på NBBH og regnet med at de skulle få tilgang til sine frosne innskudd. CBBH var en ny institusjon og ikke en avtager til NBBH, men NBBH fungerte ennå som bank og det skapte problemer for currency board like etter innførselen, siden innskudd i NBBH ikke var dekket av utenlandske reserver. Politisk situasjon i BiH var også vanskelig og i en periode så det ut som om man ikke kom til enighet om design på den nye valuta. Først etter sterk press fra internasjonalt samfunn kom politikere til enighet: personer avbildet på sedler skulle være kjente forfattere, og sedler skulle ha samme design men forskjellige personer i de to entiteter. Det var ikke nok at currency board og CBBHs uavhengighet var lovfestet, CBBH måtte kjempe for sin uavhengighet. Politikere ville gjerne styre CBBH og monetær politikk.

Men innbyggere i BiH var fornøyde, i begynnelsen forsiktige med å bruke KM (lokal forkortelse på valuta i Bosnia, valutaen heter bosnisk konvertibel mark) siden de har opplevd mange finansielle kriser.

Valget av utenlandsk valuta som KM skulle bindes til ved fast kurs, var på en måte enkelt fordi DM har blitt brukt i hele BiH mens krigen varte og alle hadde tiltro til DM. Historisk har det også vært nære forbindelse mellom Jugoslavia og Tyskland, mange gjestearbeidere i Tyskland var fra Jugoslavia, og de fikk pensjoner i DM. Det er også viktig å nevne at Jugoslavia hadde perioder med høy inflasjon, man kan kalle den hyperinflasjon og det var vanlig at innbyggere sparte i DM både i banker men også "under puten" og det var ikke uvanlig å veksle lønn til DM like etter lønningsdag på det svarte markedet. For å kunne ha troverdig system måtte KM bindes til DM.

Valutakurs ble $1 \text{ KM} = 1 \text{ DM}$.

Det første året var turbulent og mange problemer måtte løses, men etter hvert har turbulensen roet seg og aktører i markedet har fått tro på både currency board og bosnisk mark. Siden introduksjon av CB og fram til februar 2002 hadde CBBH kjøpt fra innbyggere DEM 6 billioner som ble sendt tilbake til Tyskland, og man må ikke glemme beløpene som ble sendt gjennom uoffisielle kanaler.

Siden 2002 har euro erstattet DM, og valutakurs er $1 \text{ KM} = 1.955830 \text{ EUR}$, samme kurs som DM har mot euro.

Ćosić (2002) har testet om det var riktig valg å binde KM til DM hvis man tenker på asymmetriske konjunktursykluser og internasjonal handelsstruktur i BiH. Han så på fordeling av BNP med hensyn til sektorer i land som bruker euro (euroland) og BiH for å se om det er store forskjeller. Analysen hans viser at de fleste næringer har nesten lik andel av BNP (tall fra 1999) i BiH og euroland bortsett fra jordbruket: BiH 13,3 % og €-land 2,3 %, offentlig administrasjon BiH 22,6 % og €-land 19,9 % og finansnæringens BiH 5,0 % og €-land 24,7 %. Masson (1999) sier at likheter i BNP strukturen vil sannsynligvis medføre lavere risiko for asymmetriske sjokk og konjunkturer. Det er forventet at produksjonsstruktur i BiH vil nærme seg euroland, og ut ifra teorien så er asymmetriske konjunkturer ikke potensiell fare, selv om man kunne ønske at strukturen var mer likt. Data brukt i analysen er fra 1999 og finansnæring i BiH var nesten ikke eksisterende. De siste 8 årene er

finansnæringen vokst: banksystemet fungerer bedre, børser er åpnet, forsikringsmarkedet er vokst, osv. Når det gjelder BiH sin handelsstruktur så er noen av de største bosniske handelspartnere Tyskland, Østerrike, Sveits og Italia. Resten av handelspartnere er land som tidligere har vært en del av Jugoslavia: Kroatia, Serbia, Montenegro og Slovenia. Handel med euroland utgjør større andel av driftsbalansen enn handel med andre land. Og nå som Slovenia har blitt EU medlem og vil etter hvert innføre euro og Montenegro har dollarisert eller rettere sagt euroisert økonomien (landets valuta er euro) vil andelen bli enda større. Det som kan føre til BiH taper konkurransevne, er devaluering av kroatisk kuna (flytende kurs) og serbisk dinar (inflasjonsmål).

Makroøkonomiske tall og økonomisk situasjon presentert i del I viser at BiH har klart å få inflasjon på et lavt nivå og at vekstraten har ligget mellom 3 og 6 %. utfordringer framover har også blitt presentert i del I, og det er viktig å nevne igjen at landets nylig historie, landets oppbygning og politisk situasjon gjør økonomisk situasjon i BiH veldig kompleks og vanskelig. Man kan si at den dagen i dag, møter BiH problemer med de tre store overgangsprosessene nevnt i begynnelsen av denne delen. Og veien gjennom prosessene har vært vanskelig med lite politisk vilje til å finne løsninger. Når det er sagt, så ser det ut at currency board har klart å oppnå noen mål, men uten støtte fra staten.

Del V tar for seg framtiden til CB i Bosnia-Hercegovina

4. Argentina

4.1 Økonomisk situasjon i Argentina 1991-2002

Argentinas økonomisk historie har vært turbulent, preget av valuta- og finanskriser. Tidlig på 1900-tallet var Argentina åpen økonomi med BNP per innbygger i 1913 på 72 % av USA nivå (mer enn Frankrike, Sverige eller Tyskland), men på 1930-tallet begynte Argentinas hovedhandelspartnere å diskriminere landets eksport. Argentina svarte med ”import substitution”, dvs. landet ble mer lukket og skulle bli mer selvsuffisient, økonomisk strategi som hjalp landet til å overkomme Great Depretion lettere, men som skulle skape problemer seinere. Argentina hadde en lettere versjon av planøkonomi hvor staten regulerte priser på mange varer, eide bedrifter i strategiske næringer, satte renten, regulerte kjøp og salg av utenlandsk valuta, osv. Politisk situasjon i landet var heller ikke bedre, fra 1930-årene og utover var det mange statskupp i landet, og militære juntaer hadde ikke sterk nok vilje til å gjennomføre nødvendige reformer. På 1980-tallet etter mislykket krig om Folkland øyer og mislykkede reformer, ga den siste juntaen makten fra seg. Den nye presidenten klarte ikke heller å gjennomføre nødvendige reformer på grunn av politisk uenighet – politisk ”dead lock”. Reelt BNP fortsatte å falle og inflasjon eskalerte raskt. Kulminasjon kom i 1989 da den årlige inflasjonsrate var på 4.924 %. Dette skapte kaos og var den siste signalen til politikere at lukket, selvforsynt økonomi ikke var opprettholdbar på lang sikt. BNP per innbygger i 1990 var på 28 % av nivået i USA.

Carlos Menem fra peronist partiet overtok makten i 1989. Den første strategien presidenten hadde var en uklar og populistisk politikk. Men det viste seg snart at politikken ikke virket og presidenten forandret strategien.

Frimarked politikk ble presentert: privatisering av store bedrifter, fjerning av markedsreguleringer, lavere skatter og flere reformer i det offentlige. Menem valgte den karismatiske Domingo Cavallo som finansminister.

Kjernen i Menems politikk var Lov om konvertibilitet som i praksis betydde innføring av currency board system i Argentina i 1991. Fast valutakurs: 10 000 austral = 1 dollar. Og i 1992 erstattet peso austral, 10 000 austral = 1 peso = 1 dollar. Målet med CB var å få

inflasjonen ned mot USA sitt nivå og gjenvinne tillit til argentinsk valuta, noe som var savnet i Argentina i to generasjoner. Argentinere har fått lov til å bruke dollar i landet og mange ganger ble det sagt at: ”dollar is peso, and peso is dollar”. Argentina ble bimonetær land med to valuta i bruk. Bankinnskudd og lån i dollar spredte seg fort i økonomien.

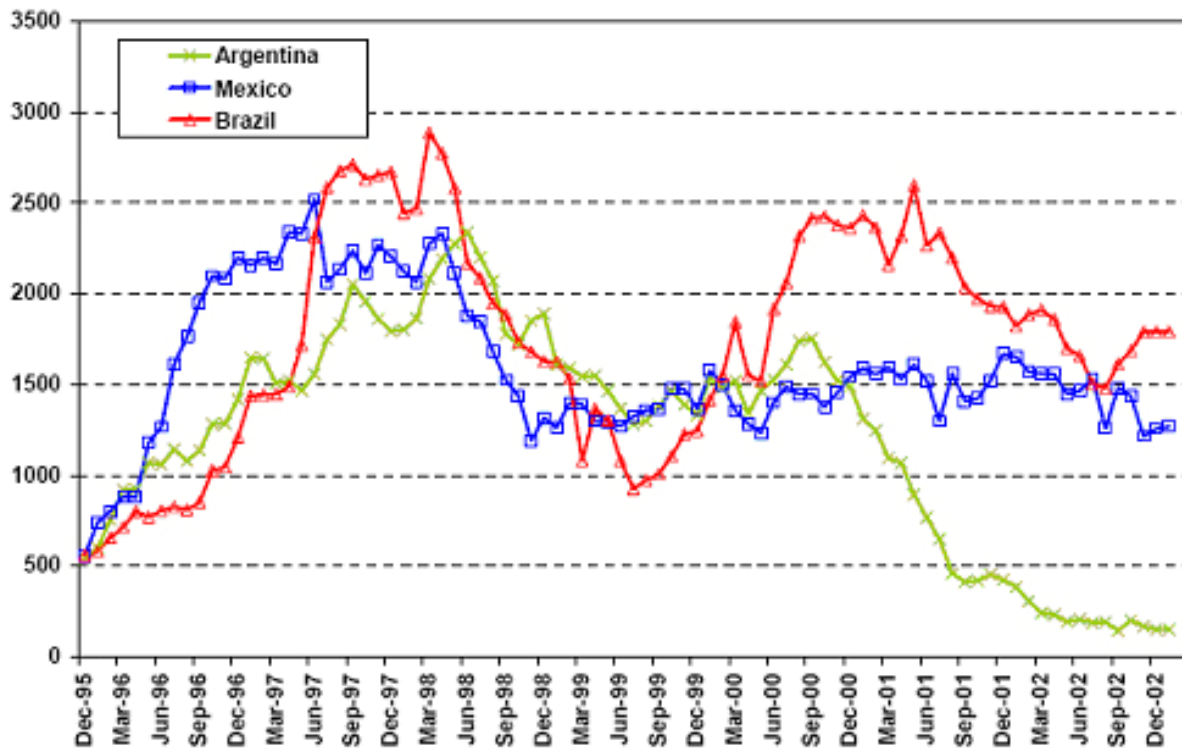
Argentina er en lukket (lav eksport og import i forhold til BNP) og ganske stor økonomi (36 millioner innbyggere i 2001, BNP i 1992 \$ 220 990 millioner). Tabell 4.1 viser Argentinas handelsstruktur. Og som vi ser, handlet Argentina mer med Brasil og EU enn med USA.

| Geographical composition of imports plus exports (percentage of the total) | |
|--|-----|
| Brazil | 25% |
| Main LAC w/o Brazil (*) | 17% |
| USA | 14% |
| Europe (**) | 20% |
| <i>Rest of the world</i> | 24% |

Tabell 4.1: Handelsstrukturen i Argentina. Tall fra 2001. Kilde: UN-COTRADE

Ut ifra argentinsk handelsstruktur hvor de største handelspartnere var Brasil og EU, så var det ikke riktig å binde peso til dollar. Med på den andre siden så var Argentina veldig dollarisert: flere år med inflasjon og hyperinflasjon har svekket landets valuta og aktørene i markedet hadde allerede beholdninger av dollar. Fast valutakurs mot dollar og full konvertibilitet skulle gjenskape tillit til Argentinsk valuta.

Reformer i Argentina ble gjennomført ganske raskt. Argentina tiltrakk seg utenlandsk kapital, og kapital strømmet inn i landet. Utenlandsk kapital moderniserte mange sektorer som jernbane, transport, bank, havn osv. Men privatiseringen av store, statseide bedrifter skjedde etter dekret, og ikke gjennom litt mer transparent, synlig og langsommere prosess. Mange mener at prosessen ofte var uklar og kanskje ikke for landets beste. Korrupsjon var og er problem i Argentina. Graf 4.1 viser utvikling i brutto kapitalinnstrømning.



Source: Harver.

Graf 4.1: Brutto kapitalinnstrømning. (12 mnd gjennomsnitt, millioner US\$). Kilde: World bank, Guillermo og Servén

Kapitalinnstrømningen avtok etter krisen i Russland, siden agenter i det internasjonale markedet forandret preferanser for investering i utviklingsland.

I perioden 1990 – 1997 hadde Argentina størst BNP vekst i regionen. Kapitalinnstrømninger, vekst i verden og gode handelsvilkår, er eksterne faktorer som påvirket veksten. Interne faktorer er institusjonelle reformer, privatisering og reform av arbeidsmarkedet. Tabell 4.2 viser utvikling i BNP i perioden 1981- 2001.

| | 1981-90 | 1991-97 | 1998 | 1999 | 2000-01 |
|-------------------|---------|---------|------|------|---------|
| Argentina | -1.3 | 6.7 | 3.9 | -3.4 | -2.6 |
| Bolivia | -0.4 | 4.3 | 5.0 | 0.4 | 1.8 |
| Brazil | 2.3 | 3.1 | 0.1 | 0.8 | 3.0 |
| Chile | 4.0 | 8.3 | 3.9 | -1.1 | 3.6 |
| Colombia | 3.4 | 4.0 | 0.6 | -4.1 | 2.0 |
| Costa Rica | 2.4 | 4.8 | 8.4 | 8.2 | 1.6 |
| Ecuador | 2.1 | 3.2 | 0.4 | -7.3 | 4.0 |
| Mexico | 1.5 | 2.9 | 5.0 | 3.6 | 3.2 |
| Peru | 0.0 | 5.3 | -0.5 | 0.9 | 1.7 |
| Venezuela | 0.3 | 3.4 | 0.2 | -6.1 | 3.0 |
| Average | 1.4 | 4.6 | 2.7 | -0.8 | 2.1 |

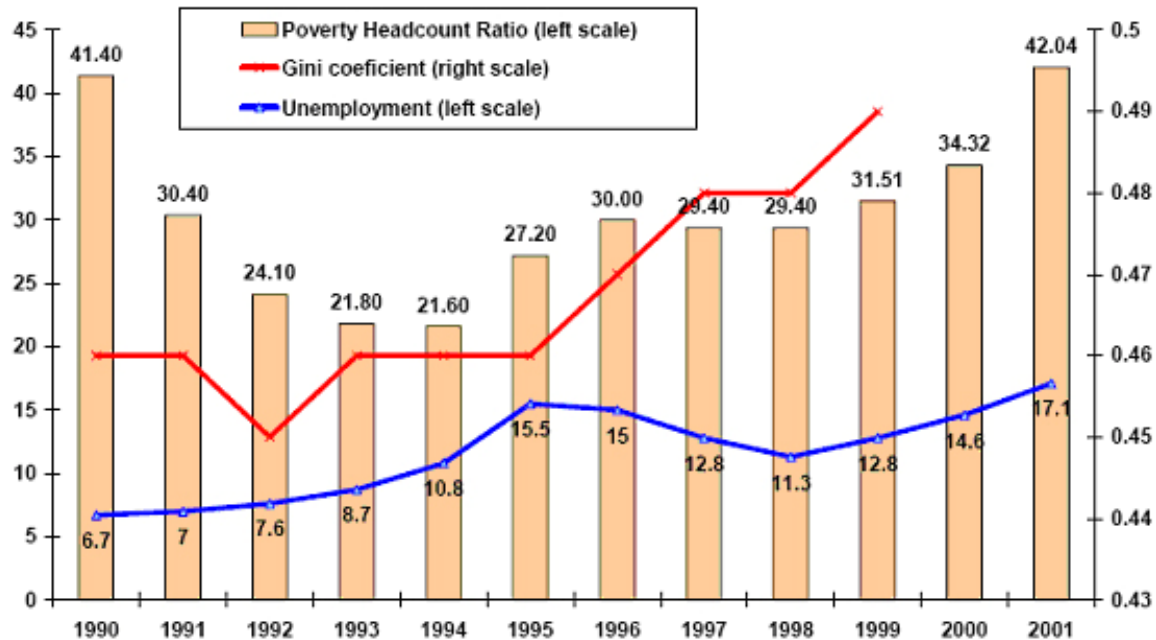
Source: World Development Indicators Database and the Unified Survey.

Tabell 4.2: BNP vekst i %

Argentina klarte å komme seg fort etter tequila krisen seg, fall i vekstraten var kortvarig, men som vi ser etter krisen i Russland og lavere kapitalinnstrømninger, gikk Argentina inn i konjunkturedgang.

Selv om veksten i Argentina har vært høy, så klarte ikke landet å få ned arbeidsledighet. Grunnen at arbeidsledigheten vokste selv med høye vekstrater at deltakelsesrate i arbeidslivet gikk opp. Samtidig førte privatisering og reformer til at ressurser ble overført til mindre arbeidsintensive aktiviteter der produktiviteten var økende. Arbeidsmarkedet var også lite fleksibel, samme som lønnsnivå. Reformen som ble gjennomført i begynnelsen av perioden, var ikke dype og omfattende nok til å lette rigiditeten.

Argentina klarte også å redusere fattigdom etter at Menem overtok makten. Etter tequila krisen, økte fattigdommen igjen, men var lavere enn i 1990. Graf 4.2 viser utviklingen i arbeidsledighet, fattigdom og gini koeffisient.



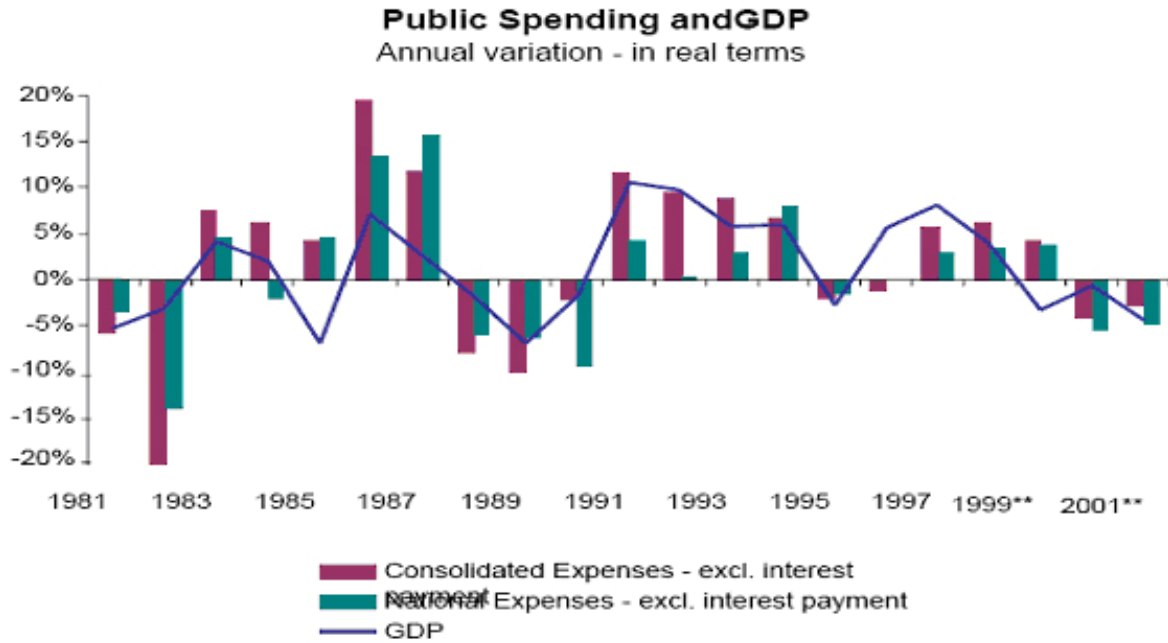
Data for urban areas. Sources: Unemployment from INDEC, Gini Coefficient and Poverty Head Count ratio from World Bank Poverty Assessment Report (2000) except for the 1999-2002 ratios which are estimated using the trend observed for the Greater Buenos Aires headcount ratios from INDEC.

Graf 4.2: Utvikling i arbeidsledighet og fattigdom, gini koeffisient.

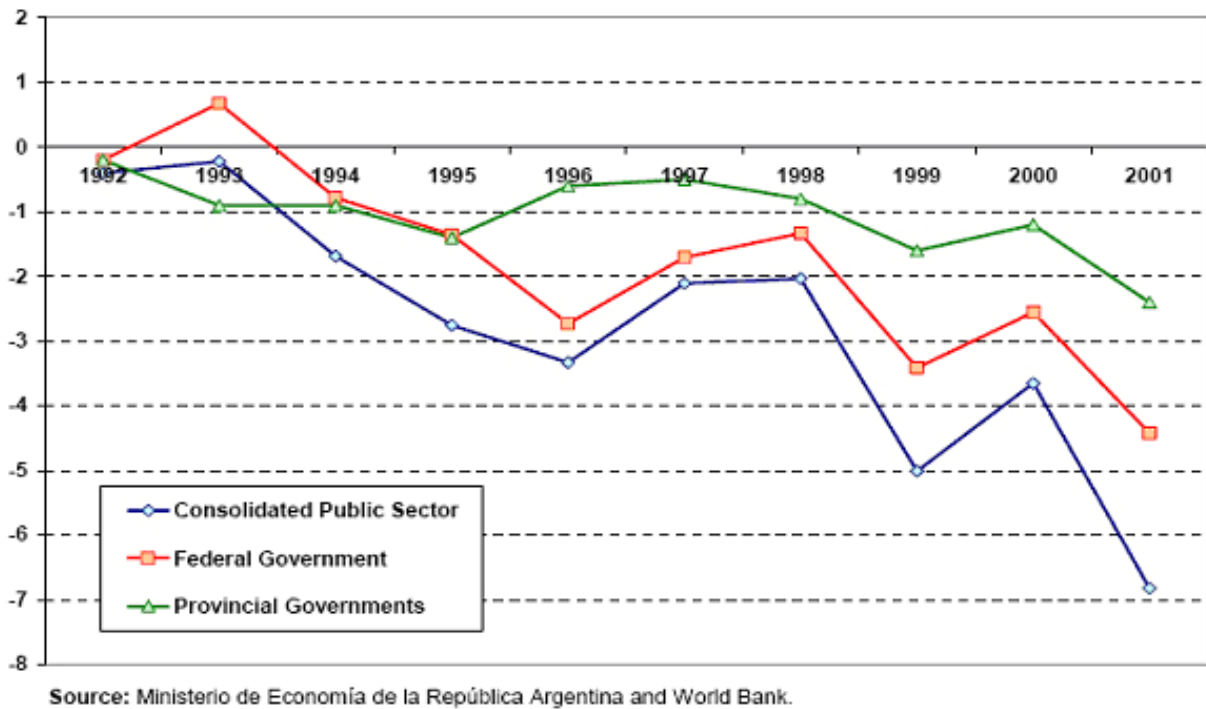
I denne perioden hadde Argentina overskudd på kapitalbalansen som igjen førte til forbedring i driftsbalansen men driftsbalanseunderskudd forble høy. Kapitalinnstrømning avtok i 1998, og mens den forbedret seg noe etter 1999 i andre land i Latin Amerika, i Argentina fortsatte den negative trenden. Noen har kommentert det med at staten privatiserte alt som kunne privatiseres og solgte alt som kunne selges tidlig på 1990-tallet slik at det ikke fantes mer å tilby. Det var kanskje ikke grunnen til kapitalinnstrømning ikke tok seg opp igjen, men såkalt "sudden stop" var påvirket av innenlandske faktorer. Dette temaer blir beskrevet videre under krisen.

Offentlig forbruk i perioden var medkonjunkturpolitisk (procyclical), som vist på graf 4.3, ekspansiv pengepolitikk i konjunkturoppgang (1991- 1994). I Argentina, og Latin Amerika generelt, fiskale problemer oppstår i gode tider i økonomien, ofte på grunn av svake fiskale institusjoner, men også på grunn av politisk selvtilfredshet grunnet gode tider. Offentlig

balanse (både føderal og regional balanse) viser underskudd gjennom hele perioden (graf 4.4). Underskuddet ble større utover perioden, selv om det offentlige hadde forpliktet seg til å føre disiplinær finanspolitikk, lov om fiskal ansvar.

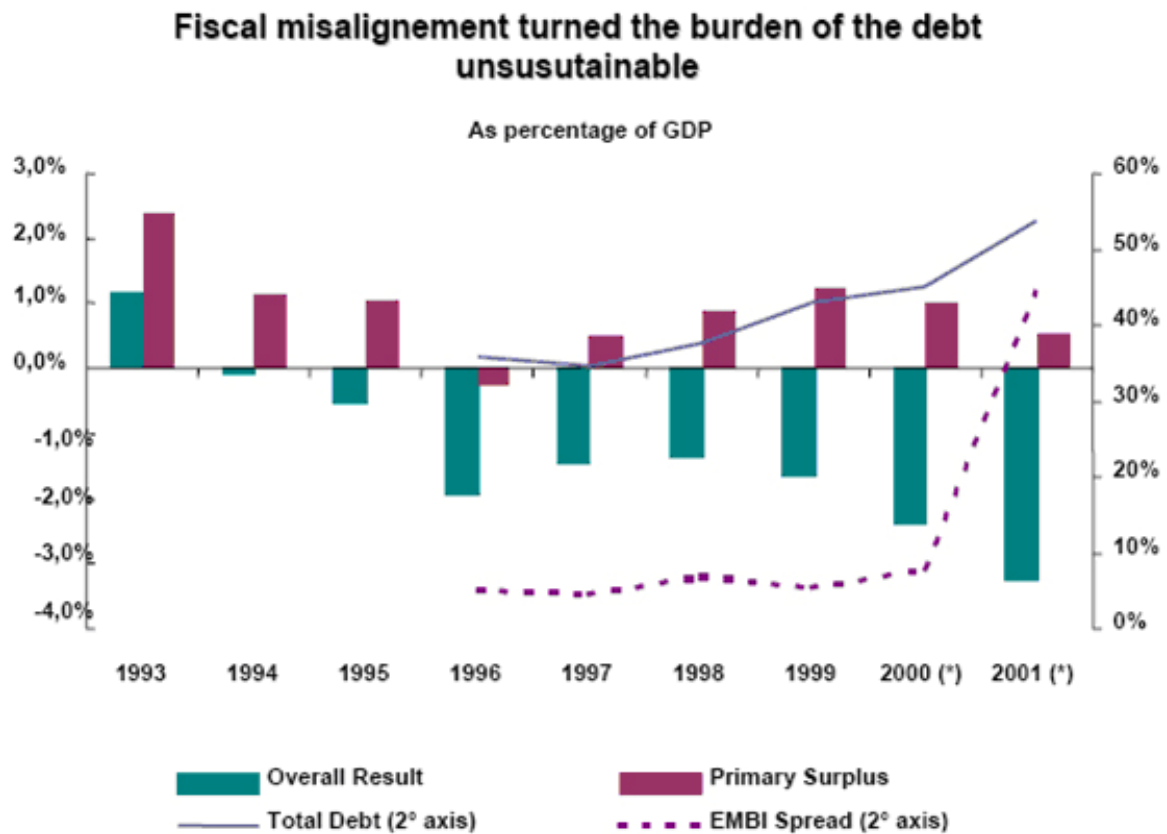


Graf 4.3: Offentlig forbruk og BNP. Kilde: Mario Blejer



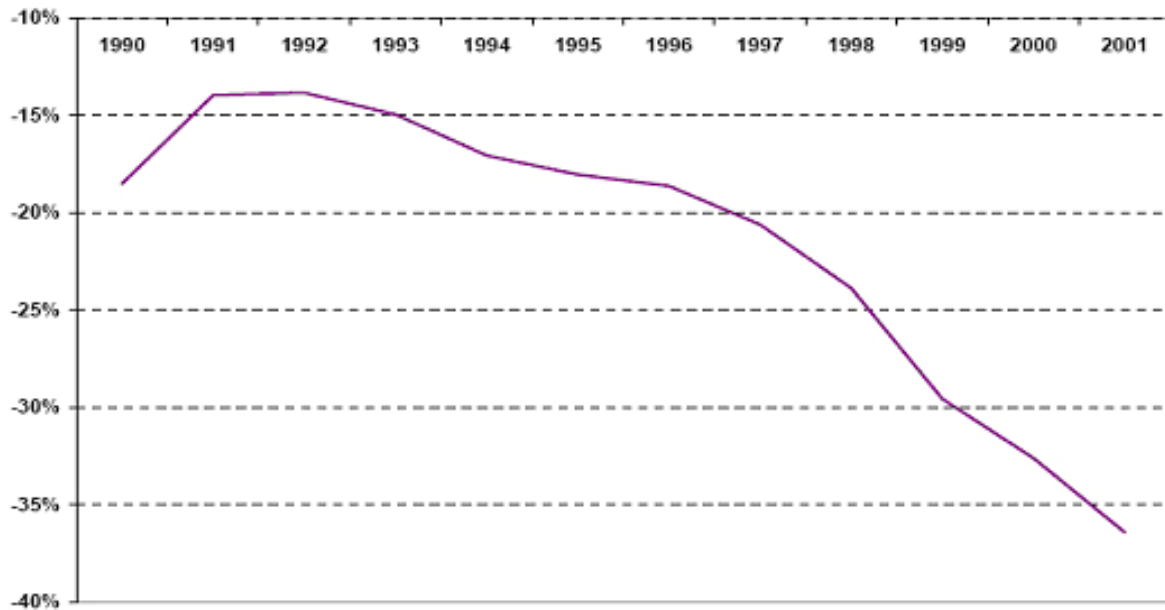
Graf 4.4: Samlet budsjett eks. privatisering inntekter i % av BNP.

Høy fiskal underskudd førte til økning i offentlig gjeld /BNP (graf 4.5) og gjelden var generelt i dollar. Pensjonssystem reform på 1990-tallet avslørte skjult offentlig gjeld som forverret situasjon enda mer.



Graf 4.5: Fiskal underskudd og økt offentlig gjeld/ BNP. Kilde: Mario Blejer

Finanspolitisk ubalanse bidro til vedværende driftbalanse underskudd. Stort driftsbalanse underskudd førte med seg to farer: sårbarhet mot lavere kapitalinnstrømning og via forverring av NFA (Net foreign asset) posisjon, overvurdering av realverdi av valuta.



Graf 4. 6: NFA/BNP. Kilde: World bank, Guillermo og Servén

NFA/BNP posisjon, vist i graf 4.3, reflekterer oppover trend i Argentinas gjeldsforpliktelse ovenfor utlandet relativt til BNP. Som allerede nevnt, har fiskal ubalanse ført til økt offentlig gjeld og bidratt til driftsbalanseunderskudd. Forholdet forverret seg ytterligere ved at kapitalinnstrømning gikk ned og i slutten av perioden gikk Argentina inn i konjunkturedgang med lav/negativ vekst med høy arbeidsledighet.

| | Total External Debt | Consolidated Government Debt Total | of which: | | Nonfinancial Private and Financial External Debt | Private External Debt Net of Gov. Bond Holdings |
|-------------|----------------------------|---|------------------|-----------------|---|--|
| | | | <i>External</i> | <i>Domestic</i> | | |
| | | | | (I) | (II) | (III)=(II)-(I) |
| 1993 | 27.7 | 28.7 | 22.1 | 6.6 | 5.6 | -1.0 |
| 1994 | 29.6 | 30.9 | 23.5 | 7.4 | 6.2 | -1.3 |
| 1995 | 39.0 | 34.8 | 26.8 | 7.9 | 12.2 | 4.2 |
| 1996 | 41.8 | 36.6 | 27.4 | 9.3 | 14.4 | 5.1 |
| 1997 | 44.8 | 38.1 | 28.2 | 9.9 | 16.6 | 6.7 |
| 1998 | 48.6 | 40.9 | 30.2 | 10.6 | 18.3 | 7.7 |
| 1999 | 52.6 | 47.6 | 33.4 | 14.3 | 19.2 | 5.0 |
| 2000 | 52.7 | 50.9 | 33.8 | 17.1 | 18.9 | 1.8 |
| 2001 | 52.5 | 62.2 | 35.4 | 26.8 | 17.0 | -9.7 |

Source: World Development Indicators World Bank.

Tabell 4.3: Argentinas gjeld, både til offentlig og privat sektor i % av BNP.

Utenlandsk gjeld i Argentina økte fra 27,7 % av BNP i 1993 til 52,2 % i 2001 (tabell 4.3). Som vi ser fra tabellen har både den offentlige og den private sektoren bidratt til økning i Argentinas ekstern gjeld. Privatsektorens utenlandske gjeldsforpliktelser økte fra 5,6 % av BNP i 1993 til 17 % i 2001. Vi ser også at innenlandsk statsgjeld har økt med ca. 20 % av BNP i denne perioden, dvs. den offentlige sektoren har lånt mye fra den private sektoren. Og siden den offentlige har lånt mye hjemme og satt press på finansmarkedet, så måtte privatsektoren låne i utlandet. Det er viktig å nevne at også økende investering – sparing avvik bidro til akkumulering av gjeld.

I begynnelsen av denne delen ble det nevnt at Argentina hadde gjennomført strukturelle reformer og privatisering. Banksektoren var den sektoren som tiltrakk seg mye utenlandsk kapital. Solid bankmarked ble skapt for det meste basert på innskudd og lån i dollar. Myndighetene bygget også opp en stor likviditetsbuffer (finanskriser på 80-tallet har ført til at det offentlige ville unngå flere og LOLR funksjon var ikke tilgjengelig under CB), alt for å støtte opprettholdbar finanssystem. Utenlandske banker var godt representert, av 89 banker i 2000, 15 var offentlige og 39 var utenlandske. Utenlandske banker hadde 73 % av total aktiva i markedet. Resultater av reformer i finanssektoren var veldig gode og Argentina ble tatt som eksempel på godt gjennomførte reformer.

Argentina ble også presentert som et godt eksempel på et valutasystem som fungerer. Basert på Argentinas erfaring med currency board system og det landet har klart å oppnå, så seint som i 2000, ble det sagt at andre land i Latin Amerika burde følge argentinsk eksempel.

Argentina fikk konjunkturedgang etter krisen i Russland: stort offentlig underskudd, driftsbalanseunderskudd var høy i % av BNP, kapitalinnstrømning begynte å avta, statsgjeld økte (både innenlandsk og utenlandsk), negativ vekstrate, høy arbeidsledighet, men solid finansmarked og stabil valutakurs.

Hva gikk galt i Argentina?

4.2 Krisen i Argentina

Mange har blitt overrasket over omfanget av argentinsk krise. Det fins også noen som har advart om faresignalene. Økonomer klarer ikke å bli enige om hva grunner til krisen er. Kritikere av currency board systemer retter blikket mot systemet og faktum at det aldri passet for Argentina. Andre som støtter innføring av ekstreme fast valutakurs regimer, som CB og dollarisering, påstår at det er politisk situasjon og uforsvarlig finanspolitikk som har ført til krisen. Kritikken har også blitt rettet mot IMF (Internasjonal monetærfond) og måten de har handlet krisen på, og det har ført til at IMF gjennomførte uavhengig evaluering av deres handlemåte⁶.

Mario Blejer (viseguvernør og guvernør i Sentralbank i Argentina 2001/2002) mener at krisen i Argentina skyldes store makroøkonomiske ubalanser. Han deler krisen i valutakrise og bankkrise. Disse to krisene er relatert til hverandre og noen faktorer som førte til begge kriser er like, mens andre er forskjellige.

Valutakrise endte med devaluering i januar 2002 og avskaffelse av currency board system.

Det er flere grunner til at currency board med fast valutakurs ikke var opprettholdbar i Argentina:

Argentinsk økonomi har tapt konkurransevne på verdensmarkedet

Argentinsk effektiv reell valutakurs appresierte på 1990-tallet, og dens verdi i 2000 var 75 % høyere enn i 1990. Overvurdert reell valutakurs hadde påvirket landets eksport, landet tapte konkurransevne. Selv om realeksport økte, så var økningen mye mindre enn i sammenlignbare økonomier. Realappresiering i begynnelsen av 90-tallet var av mange definert som permanent skift i likevektsverdi til reell valutakurs grunnet reformer som

⁶ Evaluation rapport 2004: The IMF and Argentina 1991 - 2001

permanent økte produktiviteten i uskjermet sektor. I siste delen av perioden så var det ingen ekstra økning av produktivitet, og mange mente at peso var overvurdert, selv om det ikke var enighet om hvor mye.

Realsjokk i økonomien, som økt produktivitet, må absorberes via nedover fleksibilitet av priser og lønninger. Ellers vil realvalutakurs bli overvurdert. Data fra Argentina viser at arbeidsmarkedet i Argentina var rigid og reformer tidligere på 90- tallet var ikke nok til å få fleksibiliteten på plass. Presidenten Menem skulle gjennomføre flere reformer i sin andre periode, men utsatte dem på grunn av egen interesse: for å få støtte fra spesielle interessegrupper til å forandre grunnloven slik at han kunne velges for 3. gang.. Vi ser også at prisene i Argentina heller ikke var fleksible nok til å kompensere for apresiering.

Samtidig appresierte nominell kurs til dollar mot valuta til en av de viktigste handelspartnere til Argentina, EU og brasiliansk real ble devaluert i 1999.

Eskalering av eksterne gjeldsforpliktelser i forhold til BNP, og Argentinas NFAs likevekt opplevde tilbakegang.

Kombinasjon av disse faktorer førte til at reell valutakurs var overvurdert og Argentina tapte konkurransevne. Eksportrate gikk ned.

Argentina kunne vinne konkurransevne igjen ved devaluering.

Inkonsistens i makroøkonomisk politikk og institusjonelle og politiske svakheter

Currency board system fører til at landet må ha disiplinert finanspolitikk fordi pengepolitikk ikke kan brukes aktivt (forklart i del II). Vi kan si at inkonsistens i markøkonomisk politikk er en av grunnene til valutakrisen. Utvikling i driftsbalanse, offentlig forbruk, negativ offentlig balanse og økning i gjeldsforpliktelser, samt gjeld/BNP forhold, var ikke det man kan kalle disiplinert finanspolitikk. Høy arbeidsledighet og lav vekst var realiteten i 1999. I tilfelle eksterne forstyrrelser i økonomien må finanspolitikken brukes til å absorbere og kanalisere forstyrrelser. I Argentina var det umulig. Den nye presidenten (valgt i 1999) prøvde å stramme inn i 2001 for å gjenvinne investorens tillit og tiltrekke ny kapital som vil føre til vekst og opprettholdbar driftsbalanse og gjeld, men planen lyktes ikke. Selv

arbeidsmarkedsreformer som han gjennomførte, slo feil når det ble klart at de ble vedtatt i kongressen ved bestikkelser.

Og når aktører i markedet begynte å tvile på at Argentina ville klare å betjene sine gjeldsforpliktelser økte presse på valutakursen. Det var heller ikke bedre etter at Domingo Cavallo introduserte plan som skulle hjelpe Argentina ut av krisen: restriksjoner på import og subsidiering av eksport ved en devaluert eksport valutakursen (1 dollar = 1,4 peso). Forandringer i fast valutakurs ble også annonsert: peso skulle bindes til dollar og euro (likt vektet) når euro og dollar kommer i pari (1:1).

Alle disse faktorene påvirket valutakursen og var en medvirkende årsak til devalueringen.

"Sudden stop"

Sudden stop referer til stopp i kapitalinnstrømning. I begynnelsen var sudden stop eksogen, men etter hvert klarte andre latinamerikanske land å øke tilgangen igjen, mens Argentinas innstrømning avtok. Perry og Servén (2002) har testet om det var globale eller landsspesifikke faktorer som påvirket kapitalstrømmer til Argentina. Deres tester viser at kapitalstrømmer ble påvirket av landsspesifikke faktorer. Sudden stop førte til økt realrente, siden markedet oppfattet at det var større risiko forbundet med argentinsk uopprettholdbar gjeld. Høy realrente førte til konjunkturedgang. Som forklart ovenfor så var det udisiplinert finanspolitikk på 90-tallet som førte til at det var lite spillerom i begynnelsen av krisen. Og pengepolitikken kunne ikke brukes.

Eksterne faktorer

Noen har påstått at lavere vekstrater generelt i verden, er også en av årsakene til konjunkturedgang og krisen. De hadde innvirkning på Argentinas eksport men tester som Perry og Servén (2002) har gjort, viser at Argentina ikke var mer utsatt for denne typen risiko enn andre land i Latin Amerika.

I januar ble peso devaluert til 1.4 peso = 1 dollar, men etter noen måneder begynte peso å flyte og ble devaluert igjen.

Bankkrisen endte i at strenge restriksjoner på uttak ble innført i november 2001. Kapital flukt varte i 16 måneder og reduserte privatsektorens innskuddsandel i banker til 1/6 av den opprinnelige dollarverdien. Her er noen faktorer som førte til krisen:

Bankkrisen som følge av valutakrisen

Bankkrisen måtte komme som følge av valutakrisen. Svekket tro på bærekraftig currency board og betjening av gjeldsforpliktelse førte til devalueringspress på valuta. Men finanssektoren, og helle økonomien var dollarisert. Devalueringsforventinger førte til at aktører i markedet regnet med at lokale debitorer ikke ville klare å betjene lån ved eventuell devaluering - "earn peso, pay dollar", og mange banker ville gå konkurs. Kapital forsvant fra markedet fordi aktører forventet at devaluering vil føre til konfiskering av innskudd. Buffer som staten hadde bygget opp ble oppbrukt og innføring av restriksjoner ble faktum.

Mange økonomer har påstått at lender of last resort funksjon ikke var nødvendig i et land med CB som har stort antall utenlandske banker fordi dere morselskap vil komme den til unnsetning ved en likviditetskrise. Argentinsk erfaring viste at det er feil. Og som vi ser igjen når finanskrisen begynner og landet opplever kapital flukt, så er det vanskelig å få nok likviditet selv med enn buffer.

Flight to quality

Dette problemet er knyttet til offentlige banker og en stor innenlandsk bank. Flight to quality betyr at pengene ble overført til det som man oppfattet som kvalitet – utenlandske banker. Staten ville ikke tillate konkurs av offentlige banker og derfor innførte staten restriksjoner på uttak og forflytting av innskudd mellom banker, og det forsterket oppfatning om at hele systemet var usikker.

Statens behandling av gjeldsforpliktelse er også diskutabelt. I stede for å vedkjenne at restrukturering av gjeld var nødvendig på grunn av mislykkede forsøk til å gjenskape tillit og stimulere vekst, unngikk staten problemer med gjeldsbetjening ved å bruke opp likviditet i finanssystemet. Dette førte til at finanssystem ble mer utsatt for avskaffelse av currency board enn det systemet ellers ville vært.

Spørsmål man sitter med etter krisen, er om avskaffelse av CB var nødvendig i 2002? Og hvis det ikke fantes andre alternativer om man burde gjort det før?

Et av forslagene som kom i etterkant er Argentina burde dollarisere økonomien før krisen. Men det er vanskelig å vite når det er riktig tidspunkt å gjøre det og dollarisert økonomi er heller ikke sikker mot finanskriser. Et annet er at staten burde ha pesofisert⁷ innskudd og lån i lokale banker før devaluering. Men nyhetern om pesofisering ville kanskje forårsaket at krisen kom fortere. Hvilken strategi ville vært den riktige er vanskelig å si. Regjeringen i Argentina fulgte ingen av forslagene som ble diskutert i forkant av systemskifte, men som Edwards (2002) sa:” Instead, they implemented a series of measures that included the worst elements of each existing proposal.”

IMF fikk også kritikk for sin behandling av krisen i Argentina. IMF støttet currency board system mens veksten var høy og Argentina klarte seg på egen hånd. Og når Argentina hadde virkelig behov for hjelp, sa IMF nei. Det er håp at både IMF og andre har lært noe av denne krisen.

Tabell 4.4 og tabell 4.5 viser noen av makroøkonomiske indikatorer i Argentina i perioden

⁷ Omgjort alle innskudd og lån i dollar om til innskudd og lån i peso. Forholdet mellom valutaer var 1:1

Table 1. Argentina: Key Economic Indicators

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|
| Real GDP growth (percent) | 10.5 | 10.3 | 6.3 | 5.8 | -2.8 | 5.5 | 8.1 | 3.8 | -3.4 | -0.8 | -4.4 | -11.0 |
| Real private consumption (percent) | ... | ... | ... | 6.1 | -4.4 | 5.5 | 9.0 | 3.5 | -2.0 | -0.7 | -5.7 | -14.4 |
| Real government consumption (percent) | ... | ... | ... | 0.4 | 0.8 | 2.2 | 3.2 | 3.4 | 2.6 | 0.6 | -2.1 | -5.1 |
| Real fixed investment (percent) | ... | ... | ... | 13.7 | -13.1 | 8.9 | 17.7 | 6.5 | -12.6 | -6.8 | -15.7 | -36.1 |
| Inflation (CPI, Dec/Dec, percent) | 84.0 | 17.5 | 7.4 | 3.9 | 1.6 | 0.1 | 0.3 | 0.7 | -1.8 | -0.7 | -1.5 | 41.0 |
| Money (M1, Dec/Dec, percent, in pesos) | 148.6 | 49.0 | 33.0 | 8.2 | 1.6 | 14.6 | 12.8 | 0.0 | 1.6 | -9.1 | -20.1 | 80.9 |
| Quasi-money (Dec/Dec, percent, in pesos) | 136.8 | 71.4 | 54.2 | 22.3 | -4.7 | 20.8 | 31.2 | 14.5 | 4.9 | 5.0 | -19.2 | 3.4 |
| Current Account (in billions US\$) | -0.4 | -6.5 | -8.0 | -11.1 | -5.2 | -6.8 | -12.2 | -14.5 | -11.9 | -8.8 | -4.4 | 8.6 |
| (In percent of GDP) | -0.2 | -2.8 | -3.4 | -4.3 | -2.0 | -2.5 | -4.2 | -4.9 | -4.2 | -3.1 | -1.7 | 8.3 |
| Total Exports growth (in US\$, percent) | -2.1 | 3.4 | 8.5 | 17.8 | 28.9 | 13.6 | 9.0 | 0.7 | -10.5 | 11.8 | -0.6 | -8.2 |
| Total Imports growth (in US\$, percent) | 68.3 | 58.8 | 30.3 | 11.3 | -4.6 | 15.8 | 24.1 | 3.4 | -15.3 | 0.4 | -16.6 | -51.8 |
| External debt (in billions of US\$) | 62.3 | 62.7 | 72.2 | 85.7 | 98.5 | 109.8 | 124.9 | 141.4 | 144.5 | 146.3 | 140.3 | 136.6 |
| (In percent of GDP) | 32.9 | 27.4 | 30.5 | 33.3 | 38.2 | 40.3 | 42.7 | 47.3 | 51.0 | 51.5 | 52.2 | 132.6 |
| Debt service ratio / exports (percent) | 33.6 | 27.5 | 30.9 | 25.2 | 30.2 | 39.4 | 50.0 | 57.6 | 75.4 | 70.8 | 66.3 | ... |
| International reserves (in billions of US\$) | 6.0 | 10.0 | 13.8 | 14.3 | 14.3 | 18.1 | 22.3 | 24.8 | 26.3 | 25.1 | 14.6 | 10.5 |
| Exchange rate (peso/\$, end-period) | 0.9985 | 0.9905 | 0.9985 | 0.9995 | 1.0000 | 0.9995 | 0.9995 | 0.9995 | 0.9995 | 0.9995 | 0.9995 | 3.3200 |
| Real effective exchange rate (end-period) 1/ | 140.5 | 165.5 | 178.0 | 169.5 | 163.2 | 163.7 | 176.3 | 171.2 | 178.2 | 185.6 | 185.7 | 72.0 |
| Terms of Trade (percent change) | 7.6 | 6.1 | -7.7 | 14.4 | -4.5 | 9.9 | 0.2 | -5.1 | -8.4 | 7.5 | -5.7 | -16.0 |
| Primary balance (in millions of pesos) | -483 | 1,043 | 3,685 | 2,890 | 1,156 | -1,420 | -1,580 | 2,388 | 1,413 | -2,672 | 1,709 | -2,844 |
| Federal government (in millions of pesos) | 371 | 2,278 | 3,928 | 4,177 | 2,776 | 1,107 | -1,392 | 1,450 | 2,187 | 21 | 3,150 | 1,295 |
| Provincial government (in millions of pesos) | -854 | -1,235 | -243 | -1,287 | -1,620 | -2,527 | -188 | 938 | -774 | -2,693 | -1,441 | -4,139 |
| Overall balance (in millions of pesos) | -1,190 | -1,464 | 710 | -151 | -2,607 | -6,224 | -7,212 | -4,396 | -6,418 | -12,304 | -9,781 | -15,445 |
| Federal government (in millions of pesos) | -245 | 37 | 1,307 | 1,607 | -416 | -2,976 | -6,020 | -4,282 | -4,453 | -8,180 | -6,468 | -8,875 |
| Provincial government (in millions of pesos) | -944 | -1,501 | -596 | -1,758 | -2,191 | -3,248 | -1,192 | -114 | -1,964 | -4,125 | -3,313 | -6,570 |

Source: IMF database; the Ministry of Economy of Argentina; and Global Development Finance.

1/ Average of 1990=100.

Tabell 4.4: Makroøkonomiske indikatorer i Argentina i perioden 1991-2002. Kilde: IMF

| National income accounts and Macroeconomic Indicators I/ | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 1985-90 | 1991-94 | 1995-98 | 1999-02 |
|--|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Real GDP | 100.0 | 108.9 | 118.3 | 125.5 | 133.8 | 129.0 | 136.1 | 147.2 | 152.9 | 147.7 | 146.5 | 140.1 | 124.8 | 103.3 | 121.6 | 141.3 | 139.8 |
| GDP growth (%) | 0.1 | 8.5 | 8.3 | 5.9 | 6.4 | -3.6 | 5.4 | 7.8 | 3.8 | -3.4 | -0.8 | -4.5 | -11.5 | 0.2 | 5.3 | 4.3 | -4.1 |
| Consumption growth (%) | 0.8 | 14.4 | 10.6 | -14.9 | 6.7 | -4.9 | 5.3 | 9.0 | 3.4 | -1.9 | -2.0 | -5.1 | -22.3 | 0.4 | 0.6 | 4.5 | -7.1 |
| Investment growth (%) | -12.1 | 14.5 | 22.3 | 18.8 | 10.2 | -13.5 | 6.2 | 14.7 | 6.7 | -13.6 | -11.5 | -17.8 | -28.5 | -4.0 | 13.7 | 7.1 | -13.5 |
| Export growth (%) | -23.5 | -19.6 | -6.3 | 9.3 | 14.2 | 22.0 | 12.9 | 9.0 | 2.4 | -9.4 | 9.8 | 1.2 | 76.1 | -2.2 | 4.4 | 6.3 | 24.3 |
| Import growth (%) | -36.9 | 37.9 | 39.6 | 17.1 | 18.6 | -8.0 | 14.8 | 22.1 | 5.0 | -14.9 | -0.9 | -16.6 | 11.1 | -5.2 | 20.7 | 11.0 | -1.6 |
| Investment (% GDP) | 14.0 | 14.6 | 16.7 | 19.1 | 19.9 | 17.9 | 18.1 | 19.4 | 19.9 | 18.0 | 16.2 | 14.2 | 12.0 | 17.0 | 17.6 | 18.8 | 15.1 |
| Current account (% GDP) | 2.3 | -0.9 | -3.1 | -3.3 | -4.1 | -2.0 | -2.5 | -4.2 | -4.9 | -4.2 | -3.2 | -1.4 | 2.9 | -1.4 | -2.9 | -3.4 | -1.5 |
| Unemployment rate 11/ | 9.2 | 6 | 7 | 9 | 12 | 16 | 16.56 | 13.41 | 12.1 | 13.48 | 14.65 | 18.06 | 17.5 | ... | 8.5 | 14.5 | 15.9 |
| Inflation, interest rates, and financial markets | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CPI inflation 1/ | 318.4 | 99.9 | 22.2 | 10.1 | 4.1 | 3.3 | 0.2 | 0.5 | 0.9 | -1.2 | -0.9 | -1.1 | 23.0 | 396.3 | 9.5 | 0.4 | 5.4 |
| M3 growth (%) 2/ | ... | ... | ... | ... | ... | -4.4 | 18.2 | 23.8 | 9.8 | 2.3 | 4.3 | -25.6 | ... | ... | ... | 13.0 | -7.1 |
| Average EMBI+ index 3/ | ... | ... | ... | 100.0 | 88.6 | 82.9 | 112.1 | 140.9 | 148.4 | 152.2 | 175.3 | 153.7 | 57.4 | ... | 94.3 | 121.1 | 135.4 |
| International Reserves (ARP mil.) 4/ | ... | ... | ... | ... | 17,938 | 16,749 | 17,738 | 18,463 | 19,775 | 19,151 | 18,775 | 19,792 | 35,231 | ... | 17,938 | 18,181 | 23,237 |
| Real Effective Exchange Rate 5/ | 100.0 | 35.6 | 39.5 | 76.3 | 103.1 | 105.1 | 112.4 | 122.5 | 133.1 | 148.5 | 167.0 | 129.6 | 44.8 | ... | 63.6 | 118.3 | 122.5 |
| Merval Index 6/ | 316.9 | 798.2 | 427.4 | 582.8 | 460.0 | 519.0 | 649.0 | 687.0 | 429.0 | 550.0 | 417.0 | 295.0 | 155.0 | ... | 567.1 | 571.0 | 354.3 |
| Peso (prime) loan rate 1/ | ... | ... | ... | ... | 10.1 | 17.8 | 10.5 | 9.2 | 10.6 | 11.0 | 11.1 | 27.7 | 51.7 | ... | ... | 12.1 | 25.4 |
| Spread between peso and USD interest rates (basis points) 1/ | ... | 6,564.7 | 1,158.6 | 328.5 | 345.3 | 362.6 | 93.0 | 117.3 | 145.9 | 202.4 | 191.1 | 2,101.1 | 3,968.4 | ... | 2,099.3 | 1,797 | 1,615.8 |
| JP Morgan Sovereign Bond Spread (basis points) 3/ | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 456.0 | 596.9 | 720.4 | 667.9 | 1,481.7 | 5,795.1 | ... | ... | 526.4 | 2,166.3 |
| Fiscal measures | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Government deficit (% GDP) 1/ | -0.3 | -0.5 | 0.0 | -0.6 | -0.7 | -0.6 | -1.9 | -1.5 | -1.4 | -2.9 | -2.4 | -3.3 | -1.1 | -2.1 | -0.5 | -1.3 | -2.4 |
| Provincial government expenditures (% GDP) 7/ | -9.4 | -10.2 | -11.5 | -12.5 | -12.4 | -12.7 | -11.9 | -11.8 | -12.4 | -13.7 | -13.5 | -14.5 | -11.6 | -9.4 | -11.6 | -12.2 | -13.3 |
| Public debt (% GDP) 2/ | ... | ... | ... | 28.2 | 29.9 | 33.8 | 35.7 | 34.5 | 37.6 | 43.0 | 45.0 | 53.8 | 43.9 | ... | ... | 35.4 | 46.4 |
| External debt (USD mil.) 8/ | 62,233 | 65,406 | 68,345 | 64,718 | 75,139 | 98,802 | 111,380 | 128,410 | 141,550 | 145,290 | 145,880 | 136,710 | ... | 58,030 | 68,402 | 120,036 | 142,627 |
| Debt (% exports) 8/ | 373.7 | 405.4 | 385.3 | 341.1 | 327.9 | 336.0 | 338.9 | 352.2 | 379.4 | 426.6 | 377.6 | 373.7 | ... | 535.9 | 365.0 | 351.6 | 392.7 |
| Privatization revenue (ARP mil.) 9/ | ... | ... | ... | 523.3 | 7,729 | 1,171.2 | 374.9 | 21.5 | 96.3 | 2,579.1 | 1,447 | 60.2 | 4.5 | ... | ... | 416.0 | 697.1 |
| IMF loans (USD mil.) 1/ | -257.3 | -589.8 | -73.0 | 1,211.2 | 455.3 | 1,924.1 | 367.3 | -37.6 | -654.3 | -826.5 | 773.1 | 9,334.9 | -739.3 | ... | ... | 399.9 | 2,135.6 |
| Banking sector figures 10/ | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Lending to private sector/GDP (%) | ... | ... | ... | ... | 17.5 | 18.1 | 18.8 | 20.5 | 22.4 | 23.0 | 21.8 | 18.7 | ... | ... | ... | 20.0 | 21.2 |
| Lending to public sector/GDP (%) | ... | ... | ... | ... | 1.9 | 2.2 | 2.3 | 2.4 | 3.1 | 4.2 | 5.3 | 8.1 | ... | ... | ... | 2.5 | 5.9 |
| ARP deposits/GDP (%) | ... | ... | ... | ... | 8.0 | 7.4 | 9.0 | 10.9 | 11.7 | 11.5 | 11.3 | 7.0 | 19.1 | ... | ... | 9.7 | 12.2 |
| USD deposits/GDP (%) | ... | ... | ... | ... | 8.7 | 9.1 | 10.4 | 12.5 | 14.0 | 16.2 | 18.3 | 17.4 | 0.3 | ... | ... | 11.5 | 13.0 |

1/ Sources: Della Paolera and Taylor (2003); International Financial Statistics (2004); and authors' calculations.
2/ Sources: Ministry of Economy and Production. Average M3 growth for 1999-02 are through 2001 only.
3/ Source: Data Resources International. Average EMBI+ figures for 1991-94 includes data from 1995-94 only. Sovereign bond spread for 1995-98 includes data from 1997-98 only.
4/ Source: Central Bank of Argentina. Figures for 1991-94 are from 1994 only.
5/ Source: Dubas, Lee and Nelson (2004). An increase indicates a peso appreciation.
6/ Source: Ministry of Economy and Production. Index is in US dollars. Year-end figures.
7/ Source: Ministry of Economy and Production. 1997-2002 data are provisional.
8/ Source: Global Development Finance. Average for 1999-02 includes data through 2001 only.
9/ Source: Secretariat of Treasury and Ministry of Economy and Production.
10/ Source: Central Bank of Argentina. Year end figures.
11/ Source: IMF International Financial Statistics

Tabell 4.5: Makroøkonomiske indikatorer i Argentina i perioden 1991-2002. Kilde: Dominguez og Tesar

5. Har currency board framtid i Bosnia-Hercegovina?

Formålet med denne oppgaven er å gi svar på spørsmålet: Kan BiH oppleve samme type krise som Argentina i 2001/2002?

Svar på dette spørsmålet vil også gi svar om currency board har framtid i BiH eller om man burde velge et annet valuta system.

For å svare på hovedspørsmålet har jeg valgt å sammenligne disse to landene. Jeg skal se på likheter og forskjeller mellom Argentina og BiH. Makroøkonomisk situasjon i begge land har blitt presentert i foregående kapitler og krisen i Argentina har også blitt forklart. Når jeg skriver om Argentina, omfatter det bare perioden med currency board system 1992-2002.

5.1 Kan BiH oppleve samme type krise som Argentina i 2001/2002?

For å kunne si noe om BiH kunne komme i samme situasjon som Argentina i slutten 1990 årene, velger jeg å se på likheter og forskjeller mellom landene.

I Del II ble currency board system presentert og da ble det konkludert med at systemet passer best for en liten og åpen økonomi. Hvis vi ser på økonomisk størrelse på Argentina og BiH, så er det klart at det er store forskjeller mellom disse landene: Argentina har over 36 millioner innbyggere og BiH har 3,9 millioner innbygger. BNP i Argentina i 2001 var på over \$ 221 milliarder og i BiH i 2004 var det på \$ 27,5 milliarder. Historisk så var Argentina en lukket økonomi som åpnet seg mer på 1990-tallet. BiH har historisk vært åpent økonomi som nå må på grunn av krigen bygge opp handel med utlandet.

Som vi ser så var Argentina lukket og stor økonomi, mens BiH er relativt åpen og liten økonomi. Teorien om currency board sier at systemet passer bedre i BiH enn i Argentina.

Jeg har også sagt at valg av reservevaluta er viktig. Argentina valgte å binde peso til dollar selv om USA ikke var en av dets store handelspartnere. BiH har valgt euro som reservevaluta og som nevnt før, BiHs store handelspartnere er EU og land som har innført eller skal innføre euro. Dollar var anerkjent som sikker valuta i blant argentinere (riktig valg å binde peso mot dollar far finans ståsted), og euro har samme status i BiH.

Selve målet med innføring av currency board var også forskjellig: Argentina innførte CB for å oppnå makroøkonomisk stabilitet, først og fremst lavere inflasjon og sikrere valuta, mens BiH innførte CB som en del av stabilisering etter krigen. Argentinas historie med valutakriser og hyperinflasjon, gjorde landet mer utsatt for forventninger om depresiering, mens historiske konfiskeringer av innskudd kunne forverre forventninger ved eventuell krise (det som faktisk skjedde i 2001). BiH, selv med turbulent fortid som en del av Jugoslavia, begynte på en måte med blanke ark – landet ble selvstendig og CBBH klarte å formidle til markedet at den var en ny institusjon med klare lover og regler.

Innføring av currency board system har klart å holde lav inflasjon i begge land uten at det har gått utover veksten. Argentina klarte ikke å få ned arbeidsledighet selv under

vekstperioden, og noen av grunnene var høyere produktivitet, flytting av ressurser til mindre arbeidsintensive sektorer og høyere deltakelsesrate. I slutten av perioden var det mange i Argentina som fant arbeid i den svarte økonomien. Arbeidsledighet er høy i BiH. Veksten i økonomien har ikke klart å generere mange flere arbeidsplasser. Noen av grunnene er at BiHs vekst i mange år etter krigen, har blitt stimulert av internasjonal hjelp, ueffektive og langsomme reformer, stor svart økonomi og flyktninger som har vendt hjem fra utlandet.

Lite fleksible priser og lønninger har blitt registrert i begge land, og det samme gjelder mobiliteten til arbeidsstyrken.

Spareraten i BiH vokser men er ennå lavt. Den var høyere i Argentina, men sparing - investering gap ble større mot slutten av perioden.

Begge landene forpliktet seg til disiplinert finanspolitikk ved innføring av currency board. Og ingen av landene har klart å leve opp til målene. I begge land har det vært vanskelig å få politisk vilje til en sånn forpliktelse. I BiH er politisk situasjon, mildt sagt, komplisert, det er et etterkrigsland med mange regjeringsnivåer. Offentlig sektor i BiH er stor og landet har ikke klart å gjennomføre nødvendige reformer. Argentinas politisk historie er preget av militære kupp og politiske "dead lock". Argentina gjennomførte reformer og reduserte den offentlige sektoren. Argentinske reformer og privatisering var raske og uklare, mens reformer og privatisering i BiH tar tid. Felles for begge land er at korrupsjon er et stort problem.

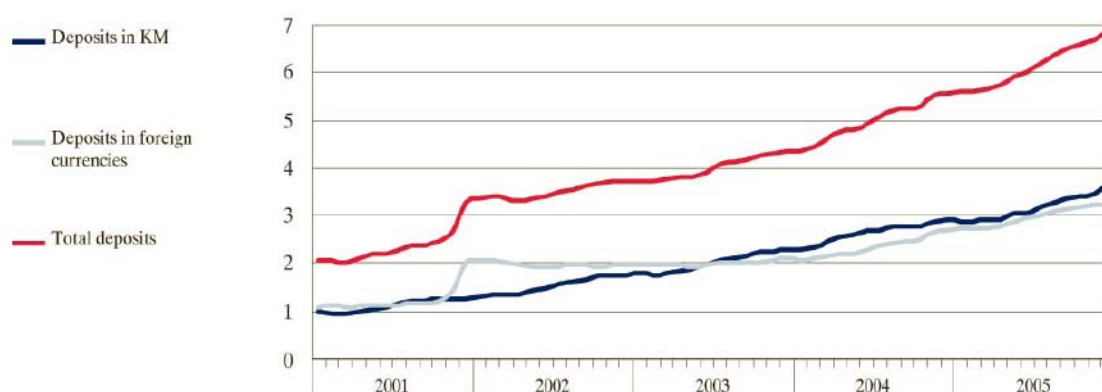
Argentinske reformer førte til at landet ble mer attraktiv for utenlandske investorer og kapital strømmet inn i landet (fram til 1999 som forklart i del IV). BiH har ikke klart å skape godt investeringsklima og utenlandske investeringer er beskjedne i forhold til andre land i regionen.

Finanssystem i både BiH og Argentina står for å være lys eksempel på godt gjennomførte reformer. Utenlandske banker er godt representert. Den eneste forskjellen er at Argentina hadde offentlige banker mens banker i BiH er private.

Begge land har stor driftsbalanseunderskudd, som ikke er opprettholdbar på lang sikt. De har underskudd på handelsbalansen. Bosnisk eksport (og import) øker, mens Argentina hadde tapt konkurranseevne, realeksport som nesten var konstant og import som økte i hele perioden.. Som forklart før, så passer handelsstruktur til BiH mer med reservevaluta enn det

var tilfelle for Argentina. Underskuddet blir finansiert med kapitalinnstrømning og lån. Økt driftsbalanseunderskudd vil på lang sikt føre til økning i gjeld. Argentinas gjeld økte gjennom hele perioden og i 2001 var den på 52,2 % av BNP. Og selv om BiH har klart å reforhandle gjelden, var landets gjeld i 2006 på 54 % av BNP. Hvis vi ser på disse tallene så kan vi si at BiH er i verre situasjon enn Argentina før krisen. Men hvis vi tar gjeld/eksport forhold, ser vi at Argentina hadde gjennomsnittlig gjeld/eksport forhold i perioden 1991-2002 på 368,2 %, mens det samme forholdet i BiH i 2006 var på 152,6 % (synkende siden 2002). Det er også stor forskjeller mellom disse landene når det gjelder forhold gjeldsbetjening/eksport: mens forholdet var på 50 % i Argentina i 1997, så var det samme tallet i 2004 i BiH 6,4 %. Men vi må ikke glemme uavklart intern gjeld i BiH som estimeres til 200 % av BNP.

Sammenligningen av Argentina og BiH, viser at det fins både forskjeller og likheter mellom disse to land. Spørsmålet er om likheter kan føre til samme krise i BiH som i Argentina i 2001/2002. Da må vi se om årsaker til valutakrisen, som er forklart i del IV, er også likheter mellom landene.



Graf 5.1 Utvikling i REER (real effective exchange rate). Kilde: CBBH

Tallene fra CBBH viser at reell valutakurs til KM ikke har appresiert, og BiH har heller ikke tapt konkurranseevne. Det som kan anses som forstyrrelse i realøkonomien, høyere oljepris, har ikke hatt veldig stor effekt på realøkonomien i 2005. Det er ingen tegn til skift i produktiviteten som vil føre til ny likevekt i bosnisk økonomi. Men finanspolitikken har ikke vært disiplinert. Driftsbalanseunderskudd har blitt større i % av BNP (midlertidig forbedring i estimerte tall for 2006 skyldes innføring av merverdi avgift og lavere underskudd på handelsbalansen som forklart i del I). Bosnisk eksternt gjeld har økt siden innføring av

currency board og er på 54 % av BNP i 2006⁸, lavere andel enn i 2005. Men BiH har uavklart intern gjeld som er estimert til 200 % av BNP. Løsningen på dette problemet kan ha store konsekvenser for økonomien. En del land i samme situasjon har omgjort frosne innskudd og innbyggernes fordringer på staten obligasjoner. BiH trenger lovverket og rammevekr som vil føre til lik behandling for alle⁹. Finansmarkedet i BiH har samme kjennetegn som Argentinas: godt privatisert med utenlandske banker og innskudd og lån i euro. Men Argentinas erfaring viser oss at utenlandske banker ikke er en garanti mot finanskriser, spesielt når innskudd og lån er i utenlandsk valuta.

Ut ifra analysen kan man konkludere at det ikke er stor sannsynlighet for samme type krise i BiH som i Argentina.

Men mange ble overrasket over argentinsk krise etter så mange år med gode presentasjoner. Og selv om BiH ikke er i akkurat samme situasjon, så er det visse faktorer gir grunn til bekymring. Land som har currency board system må ha fleksible priser og lønninger, samt mobil arbeidskraft og disiplinert finanspolitikk for at systemet skal være bærekraftig. Ingen av disse kravene er oppfylt i BiH. Det må sies at det er vanskelig å ha kontraktiv finanspolitikk når landet er i gjenoppbyggingsfase. For å forbedre investeringsklima må BiH blant annet forbedre infrastruktur. Det krever investeringer som BiH ikke kan tillate seg under currency board system. Noen har kommentert at currency board har gitt BiH valuta- og inflasjonsstabilitet på bekostning av gjenoppbygging av landet. Uten kapitalinnstrømning er det stor sjanse at driftsbalanse underskudd blir større. Og med så høy arbeidsledighet må BiH skape klima for investeringer som vil gi flere arbeidsplasser. Så det kan være forståelig at det er lite politisk vilje til disiplinert finanspolitikk. På konferansen i Sarajevo¹⁰, spurte jeg en del deltakere om hva de mente om hvor fleksible priser og lønninger i BiH er, og svaret fra de fleste var at begge er relativt lite fleksible. Og ved overvurdert reell valutakurs vil BiH få problemer med konkurranseevne som igjen vil føre til lavere eksport og større

⁸ estimat

⁹ I dag er dommene i like saker veldig forskjellig, avhengig av hvem er dommeren i saken. OHRs politikk på dette område har heller ikke vært konsekvent.

¹⁰ Internasjonal konferanse organisert av CBBH (2003): Moderen-Day European Currency Boards: Practice and Prospects

driftsbalanseunderskudd. Alle disse observasjoner gir grunn til bekymring. Og spesielt siden kriser ofte kommer uanmeldt og er større enn først antatt.

Men hvis currency board i BiH ikke er bærekraftig hva burde man gjøre?

5.2 Currency boards framtid i BiH

Selv om analysen av BiH tilsier at currency board ikke er opprettholdbar i BiH uten forandringer i dagens politikk, så mener jeg at per dags dato finnes det ikke noe bedre alternativ. Og da er det ikke bare økonomiske faktorer som påvirker konklusjonen min. I et land som er delt i to og hvor politisk system ikke fungerer før det internasjonale samfunnet presser politikere, er det vanskelig å se at et annet system vil fungere bedre. Da vil gratispassasjer problem være enda større fordi underskudd kunne finansieres ved devaluering og ”money printing”, alle regjeringsnivåer ville ha insentiver til å bruke mer siden alle deler på byrden. Før man forandrer monetærsystem så er det viktig å forandre grunnlov – og det er en vanskelig prosess som vil ta tid.

Som jeg skrev i begynnelsen, så skaper oppbygging av dagens BiH (etter Dayton-avtalen) flere store og nesten uoverkommelig hindrer for økonomisk utvikling. Og kanskje de er den største fare for bosnisk økonomi og for bærekraftighet av currency board system.

Etter krisen i Argentina er kritikere av ekstreme fast valutakurs systemer påpekt at det er viktig å ha exit – strategi. Det er viktig å se langsiktig utvikling og mål. Hvis CB fungerer på kort sikt så er det ikke sikkert at systemet vil fungere i samme land på lang sikt. Bosnias exit – strategi eller langsiktig mål er å bli medlem av EU og innføre euro. Veien kommer til å bli vanskelig og lang, og da er det viktig at systemet fungerer til målet er oppnådd.

Bosniske økonomiske teoretikere kritiserer systemet men ingen kan tilby opprettholdbar alternativ løsning.

Min konklusjon er at BiH må ha ny grunnlov, fortgang i privatiseringsprosessen, mindre korrupsjon, flere reformer blant annet i arbeidsmarkedet, økt kapitalinnstrømming og mindre offentlig sektor for å støtte currency board. Ellers blir det vanskelig å si at på mellomlangt til

langt sikt, Bosnia-Hercegovina ikke vil komme i samme situasjon som Argentina i begynnelsen av 2000-tallet.

Men som en foreleser på NHH sa etter Asia krisen: ”I morgen oppdager økonomer at gårsdagens prognose om dagens tilstand, er feil.”

6. Vedlegg: Lov om CBBH

Chapter I: ESTABLISHMENT, OBJECTIVE AND TASKS OF THE CENTRAL BANK

Article 01. Establishment of the Central Bank

Article 02. Objective and basic tasks of the Central Bank

Article 03. Independence of the Central Bank

Article 04. International cooperation

Article 01. Establishment of the Central Bank

1. There is hereby established a Central Bank of Bosnia and Herzegovina, to be

known as the Central Bank of Bosnia and Herzegovina (hereinafter referred to as the "Central Bank"). It will be headed by a Governing Board and it may not extend credit by creating money, operating in this respect as a currency board.

2. The Central Bank shall be a juridical person with full capacity under the law of Bosnia and Herzegovina, the law of the Federation of Bosnia and Herzegovina, and the law of the Republika Srpska. In particular, the Central Bank shall have the capacity to contract, to acquire and to dispose of movable and immovable property, and to be a party to legal proceedings.

3. The Central Bank shall have its head office in Sarajevo. However, it will decentralize its activities in other locations of the common institutions of Bosnia and Herzegovina. The Central Bank shall establish and maintain a head office and main units in the Federation of Bosnia and Herzegovina and the Republika Srpska; these main units shall have no legal status or authority independent from the Central Bank. One or two main units shall be established in the Federation, and one in the Republika Srpska. They will perform their duties as decided by the Governing Board and the Governor, and under this law they may operate through accounts opened with the appropriate authorities in the payment system. The Governing Board of the Central Bank may establish representative and liaison offices abroad and appoint agents and correspondents. It may also establish representative offices under the authority of the main units at such locations in Bosnia and Herzegovina as it shall determine.

4. The Central Bank shall have a seal consisting of the image of the coat of arms of Bosnia and Herzegovina with the words "The Central Bank of Bosnia and Herzegovina". Each main unit shall have a seal bearing the words "Central Bank of Bosnia and Herzegovina", and the name and location of that main unit. The seals of the Central Bank and of its main units shall include coats of arms in accordance with the Law on Coats of Arms of Bosnia and Herzegovina.

Article 02. Objective and basic tasks of the Central Bank

1. The objective of the Central Bank shall be to achieve and maintain the stability of the domestic currency (Convertible Marka) by issuing it according to the rule known as a currency board.

2. The responsibilities, tasks and duties of the Central Bank shall be discharged through its head office, main units, and its other branches.

3. The basic tasks of the Central Bank performed under the authority of its Governing Board shall be:

a. to formulate, adopt and control the monetary policy of Bosnia and Herzegovina by issuing the domestic currency (Convertible Marka) at the exchange rate as determined in Article 32. of this Law with full backing in freely convertible foreign exchange, and through its other functions as defined in this Law;

b. to hold and manage the official foreign exchange reserves of the Central Bank in a safe and profitable way;

c. to promote or to establish and maintain appropriate payment and settlement systems;

d. to issue regulations for the implementation of the activities defined in paragraph a of Article 2, section 3, of this Law;

e. to coordinate the activities of the agencies responsible for bank licensing and supervision in the Entities in ways to be determined by the Governing Board of the Central Bank, including monthly meetings of the heads of such agencies with representatives of the Central Bank, and the submission of monthly reports by these agencies to the Central Bank on their activities and on developments at the financial institutions under their jurisdiction.

f. to execute the monetary policy in accordance with paragraph a of Article 2, section 3, of this Law;

g. to receive deposits from Bosnia and Herzegovina, and from commercial banks to meet the reserve requirements. The Central Bank may also hold deposits of the Entities and other public institutions, and other reserves of commercial banks, if these so desire;

h. to put into and to withdraw from circulation the domestic currency (Convertible Marka), including legal tender banknotes and coins, adhering strictly to the currency board rule defined in paragraph a of Article 2, section 3, of this Law.

4. In particular,

a. the Governing Board of the Central Bank shall have exclusive responsibility for the tasks in (a), (b), (c), (d) and (e) of paragraph 3 of this Article, while the remaining tasks will be carried out by the head office, main units, and other branches of the Central Bank;

b. other basic tasks of the head office of the Central Bank and of the main units shall be:

I. to undertake foreign exchange operations at the request of the banks located in the region covered by the main unit; and

II. to collect data related to economic and financial activities in the region in which they are located.

Article 03. Independence of the Central Bank

Within the limits of its authority established by this Law, the Central Bank shall be entirely independent from the Federation of Bosnia and Herzegovina, the Republika Srpska, any public agency and any other authority in the pursuit of its objective and the performance of its tasks. Except as otherwise specified by this law, the Central Bank shall take no instructions from any other person. The independence of the Central Bank shall be respected and no person shall seek improperly to influence any member of a decision making body of the Central Bank in the discharge of his duties towards the Central Bank, or interfere in the activities of the Central Bank.

Article 04. International cooperation

1. The Central Bank shall represent Bosnia and Herzegovina in all inter-governmental meetings, councils and organizations concerning monetary policy and the other matters that are within its competence.

2. The Central Bank may provide banking services for the benefit of foreign governments, foreign central banks and monetary authorities, and for the benefit of international organizations in which it or Bosnia and Herzegovina participates.

3. The Central Bank may participate in international organizations that pursue financial and economic stability through international monetary cooperation.

4. As agent of Bosnia and Herzegovina, the Central Bank may undertake responsibilities and perform transactions concerning the participation by Bosnia and Herzegovina in international organizations.

Chapter II: ORGANIZATION AND ADMINISTRATION OF THE CENTRAL BANK

Article 05. Organization of the Central Bank

Article 06. Functions of the Governing Board

Article 07. Powers of the Governing Board

Article 08. Constitution of the Governing Board

Article 09. Compensation of members of the Governing Board

Article 10. Ineligibility to serve on the Governing Board

Article 11. Disqualification and removal of members of the Governing Board

Article 12. Resignation of members of the Governing Board

Article 13. Vacancy on the Governing Board

Article 14. Meetings of the Governing Board

Article 15. Proceedings of Governing Board meetings

Article 16. Disclosure by members of the Governing Board

Article 17. Composition of the management of the Central Bank

Article 18. Subsequent service

Article 19. Powers of the management of the Central Bank

Article 20. Comptroller General of the Central Bank

Article 21. Staff of the Central Bank

Article 22. Central Bank employees, agents and correspondents

Article 23. Conflicts of interest

Article 24. Secrecy

Article 05. Organization of the Central Bank

1. The Central Bank shall have a Governing Board, a management consisting of a Governor and three Vice Governors, and a staff.

2. The Central Bank shall have a head office and main units.

Article 06. Functions of the Governing Board

1. The Governing Board shall be charged with the supreme direction and supervision of the policies, administration and operations of the Central Bank.

2. In carrying out its functions, the Governing Board must periodically assess the monetary and economic situation. To that end, the management of the Central Bank shall report, not less than once every month, to the Governing Board on the administration and operations of the Central Bank, on the conduct of its monetary and regulatory policies, on the soundness of the financial system, and on the state of the money, capital and foreign exchange markets, including all events and conditions that have or must be expected to have a significant effect on the administration or operations of the Central Bank or on the conduct of its policies or on the financial system or on the before mentioned markets.

Article 07. Powers of the Governing Board

The Governing Board shall have the following powers:

a. to determine the monetary policy, in accordance with paragraph a of Article 2, section 3, of this Law;

b. to adopt all regulations, guidelines and instructions of general application that are to be issued by the Central Bank;

c. to approve all reports and recommendations that the Central Bank is to make to the Parliamentary Assembly or the Presidency of Bosnia and Herzegovina;

d. to decide on the Central Bank's participation in international organizations;

e. to determine the face value and size of banknotes and coins in accordance to Article 42 of this Law, to decide their production and safekeeping, and the conditions of any currency recall. The design of banknotes and coins shall be decided by the Governing Board with the approval of the Presidency of Bosnia and Herzegovina.

f. to adopt the By-Laws of the Central Bank and to determine the policies applicable to the administration and operations of the Central Bank;

g. to determine the organization of the Central Bank;

h. to approve the appointment of the Vice Governors and the Comptroller General of the Central Bank and his Deputies, and, after the first six years of operation of the Central Bank, to elect from among its members a Governor of the Central Bank;

i. to establish and close main units and other branch offices and agencies of the Central Bank;

j. to determine the budget of the Central Bank and in general the terms and conditions of employment of Central Bank employees, agents and correspondents;

k. to determine the accounting practices and standards of the Central Bank, head office, main units, and other branches, and to approve the annual reports and financial statements of the Central Bank;

l. to establish special reserves on the books of the Central Bank with the approval of the Presidency of Bosnia and Herzegovina;

m. to determine the categories of assets that shall be suitable for investment of the Central Bank's financial resources;

n. to decide any other issue within the competence of the Governing Board as defined by this law.

Article 08. Constitution of the Governing Board

1. During the first six years of operation of the Central Bank, the Governing Board shall be composed of a Governor appointed by the International Monetary Fund, after consultation with the Presidency of Bosnia and Herzegovina, and three members appointed by the Presidency of Bosnia and Herzegovina. The Governor appointed by the International Monetary Fund shall not be a

citizen of Bosnia and Herzegovina or any neighboring state. The three members appointed by the Presidency of Bosnia and Herzegovina shall be one Bosniac and one Croat from the Federation of Bosnia and Herzegovina and one Serb from the Republika Srpska.

2. After the first six years of operation of the Central Bank:

a. the Governing Board of the Central Bank shall be composed of five members appointed by the Presidency of Bosnia and Herzegovina; and

b. upon the appointment of its members, each Governing Board shall appoint, from among its members, a Governor for a term of six years; no Governor shall be replaced during his term, other than upon his removal from the Governing Board in accordance with Article 11.

3. Except for the Governor to be appointed by the International Monetary Fund, candidates for Governing Board membership shall be citizens of Bosnia and Herzegovina; they must be persons of recognized integrity and professional experience in monetary and banking matters, to whom no ground for removal under Article 11 applies.

4. The term of each member of the Governing Board shall be six years. Members of the Governing Boards shall be eligible for reappointment, unless a ground for removal under Article 11 would apply to them.

Article 09. Compensation of members of the Governing Board

The members of the Governing Board shall receive from the Central Bank a compensation determined by the Governor in accordance with generally accepted standards and commensurate to their responsibility.

Article 10. Ineligibility to serve on the Governing Board

No person shall serve on the Governing Board while he is a member of the Presidency, the Parliamentary Assembly, Constitutional Court of Bosnia and Herzegovina or the Council of Ministers, of Bosnia and Herzegovina, the Federation of Bosnia and Herzegovina, or the Republika Srpska.

Article 11. Disqualification and removal of members of the Governing Board, and their immunities.

1. Any member of the Governing Board shall be removed from the Board by the Presidency of Bosnia and Herzegovina, if he:

a. violates the currency board rule established in this law;

b. becomes ineligible to serve on the Governing Board pursuant to Article 10;

c. has been convicted of an offense for which he was or could have been sentenced to imprisonment without the option of a fine;

d. has become insolvent or has been declared bankrupt and has not been rehabilitated; or

e. has, on grounds of personal misconduct, been disqualified or suspended by a competent authority from practicing a profession.

2. Any member of the Governing Board may be removed from the Board by the Presidency of Bosnia and Herzegovina upon a finding and recommendation by a majority of the members of the Governing Board that:

a. the person recommended for removal from office is unable to perform the functions of such office because of an infirmity of body or mind that has lasted for more than one year;

b. the person recommended for removal from office has attended less than half of the meetings of the Governing Board held during the most recent period of twelve months; or

c. the person recommended for removal from office has engaged in significant violations of the law or serious misconduct in the office, substantially prejudicing the interests of the Central Bank.

3. No member of the Governing Board shall be removed from the Board on another ground.

4. The members of the Governing Board of the Central Bank shall not be criminally prosecuted, arrested or detained, without the consent of the Parliamentary Assembly. This immunity does not apply to the prosecution, arrest or detention of a person who is caught in the act of committing a serious offense.

Article 12. Resignation of Members of the Governing Board

Members of the Governing Board may resign on giving not less than three months' notice in writing to the Presidency of Bosnia and Herzegovina.

Article 13. Vacancy on the Governing Board

Any vacancy on the Governing Board shall be filled by the appointment of a new member of the Governing Board in accordance with Article 8 to serve the remaining period of the term of the member replaced.

Article 14. Meetings of the Governing Board

1. The meetings of the Governing Board shall be chaired by the Governor or, in his absence, by one other member of the Governing Board. During the first six years of operation of the Central Bank, the Governing Board with the approval of the Governor may deliberate in his absence and make decisions, provided that the three other members or their appointed representatives are present, and that unanimous decisions are reached.

2. The Governing Board shall meet as often as the business of the Central Bank may require but not less frequently than once each calendar month.

3. Normally, meetings of the Governing Board are convened by the Governor. Governing Board meetings may also be convened at the written request of any two members of the Governing Board or, in the event of an emergency, any member of the Governing Board.

4. Governing Board meetings shall be convened by effectively communicating the time, venue and agenda of the meeting to all members of the Governing Board at least ten working days before the date set for the meeting, except that, in the event of an emergency, Governing Board meetings may be so convened at shorter notice. If a Board member, with the exception of the Governor, cannot attend a Board meeting, he must appoint a representative who will be able to attend and who is not another Board member. Any such representative must meet the requirements of Article 8, section 3, and shall be subject to the provisions of Articles 10 and 11 of this Law.

5. Each member of the Governing Board shall have one vote. However, during the first six years of operation of the Central Bank the two members appointed from the Federation of Bosnia and Herzegovina shall share one vote, that is, each will cast half ($\frac{1}{2}$) a vote.

6. A quorum at any meeting of the Governing Board shall consist of: (i) three-fourths of the

membership of the Governing Board or of their appointed representatives during the first six years of operation of the Central Bank; and (ii) three-fifths of the membership of the Governing Board or of their appointed representatives thereafter.

7. Except as otherwise provided by this Law, decisions of the Governing Board shall, following a discussion of the matter, be adopted by a simple majority of the votes cast by the members of the Governing Board or their appointed representatives present. Only members of the Governing Board or their appointed representatives present in person shall have the right to vote; provided, however, that the By-Laws of the Central Bank may permit Governing Board meetings and voting by teleconferencing or in exceptional circumstances by tested telex or other tested electronic means of communication. In the event of a tied vote, the Governor may cast the tie-breaking vote.

8. All acts done by a person acting in good faith as member of the Governing Board shall be valid notwithstanding that some defect in his appointment, eligibility, or qualification be afterwards discovered.

Article 15. Proceedings of Governing Board meetings

1. The proceedings of the meetings of the Governing Board shall be confidential. The Governing Board may decide to make the outcome of its deliberations public.

2. There shall be minutes of each Governing Board meeting signed by the person chairing the meeting, and by the Secretary of the Governing Board.

3. The Secretary of the Governing Board shall be appointed by the Governor from among the senior staff of the Central Bank; he shall not be a member of the Governing Board.

Article 16. Disclosure by members of the Governing Board

1. Members of the Governing Board shall periodically disclose to the Governing Board in full their significant interests which they or members of their household may directly or indirectly have; such disclosures shall comply with guidelines adopted by the Governing Board.

2. Members of the Governing Board shall abide to the same disclosure guidelines concerning their significant commercial interests as all other senior members of the common institutions of Bosnia and Herzegovina.

3. Whenever any matter related to such interest comes up for Governing Board discussion, the member of the Governing Board concerned shall disclose his interest at the beginning of the discussion and shall not participate in the discussion and decision on such matter; however, his presence shall be counted for the purpose of constituting a quorum.

Article 17. Composition of the management of the Central Bank

1. The management of the Central Bank shall consist of the Governor and such Vice Governors as the Governor shall appoint with the approval of the Governing Board.

2. Members of the Governing Board may be appointed Vice Governors only by unanimous approval by the Governing Board.

3. The Governor may, with the approval of the Governing Board, assign temporary tasks to other members of the Governing Board. He may also give long-term assignments to members of the Governing Board if such assignments are approved unanimously by the Governing Board.

Article 18. Powers of the management of the Central Bank

1. The Governor shall serve as the chief executive officer of the Central Bank in charge of the day-to-day business of the Central Bank. If the Governor is absent or otherwise unable to act, a Vice Governor selected by him with the approval of the Governing Board, shall act as chief executive officer of the Central Bank.

2. The Governor shall be responsible to the Governing Board for the execution of its decisions and for the direction and control of the administration and operations of the Central Bank.

3. All powers that are not specifically reserved for the Governing Board shall be vested in the Governor. Within the limitations of his powers, the Governor shall have the authority to take all actions required or deemed advisable by him for the administration or operations of the Central Bank, including entering into contractual commitments on behalf of the Central Bank, appointing the employees, agents and correspondents of the Central Bank, and representing the Central Bank in legal proceedings. The Governor may, with the approval of the Governing Board, delegate some or all of his powers to other employees of the Central Bank.

Article 19. Subsequent service

1. Without the prior written approval of the Governing Board of the Central Bank, the Governor, other members of the Governing Board, and the Vice Governors shall not serve another financial institution during their mandate at the Central Bank.

2. Without the prior written approval of the Governing Board of the Central Bank, former Governors, other members of the Governing Board, and Vice Governors shall not serve another financial institution during a period of six months immediately following their departure from the Central Bank.

Article 20. Comptroller General of the Central Bank

1. A Comptroller General of the Central Bank shall be appointed by the Governor with the approval of the Governing Board, for a term of three years. The Comptroller General shall be eligible for reappointment, unless one of the grounds for removal specified in Article 11 could be applied to him.

2. The Comptroller General may resign from office on giving not less than three months' notice to the Governor. The Comptroller General shall be removed from office only by a decision of the Governing Board that is supported by one or more of the grounds of removal specified in Article 11.

3. The Comptroller General has the duty:

a. to establish and maintain appropriate risk management procedures and instruments for the Central Bank and to supervise their use;

b. to perform periodic audits of the administration and operations of the Central Bank, in order to ensure strict observance of the laws and regulations that apply to the Central Bank;

c. to audit, and to submit to the Governing Board reports and recommendations on, the accounts and records as well as the budgetary and accounting procedures and controls of the Central Bank; and

d. to audit the periodic financial statements and related documents of the Central Bank and, if these have been properly prepared, to issue certifications to that effect.

4. The Governor may, upon the approval of the Governing Board, appoint Deputy Comptrollers to assist the Comptroller General in the discharge of his/her duties.

Article 21. Staff of the Central Bank

1. During their employment by the Central Bank, staff of the Central Bank shall not be employed by, or receive credit from, any person other than the Central Bank, unless the Central Bank shall otherwise decide.

2. The Governing Board shall adopt a Central Bank regulation covering the conditions of employment of the staff at the Central Bank and their rights and duties.

Article 22. Central Bank employees, agents and correspondents

1. The Governor shall appoint and terminate the appointment of the employees, agents and correspondents of the Central Bank, within the limits and in accordance with the general terms and conditions of employment prescribed by the Governing Board.

2. No salary, fee, wage, or other remuneration or allowance paid by the Central Bank shall be linked to the net income, net profits or other revenues of the Central Bank.

Article 23. Conflicts of interest

1. While holding office, the Governor and Vice Governors shall devote the whole of their professional services to the Central Bank, and none of them shall occupy any other office or employment, whether remunerated or not, except with the approval of the Governing Board of the Central Bank.

2. No executive officer, management or staff of the Central Bank shall simultaneously have other employment, whether gainful or not, without the prior written approval of the Governing Board of the Central Bank.

3. No member of the Governing Board, management or staff of the Central Bank shall accept any gift or credit for himself, or on behalf of any person with whom he has family, business, or financial connections, if the acceptance thereof would result, or give the appearance of resulting, in a diminishment of his impartial devotion to his duties to the Central Bank.

Article 24. Secrecy

No person who serves or has served as a member of the Governing Board, management or staff or as an auditor, agent or correspondent of the Central Bank shall, in a manner unauthorized by law: (i) permit access to, disclose or publicize nonpublic material information which he has obtained in the performance of his Central Bank duties; or (ii) use

such information, or allow such information to be used, for personal gain.

Chapter III: FINANCIAL PROVISIONS

Article 25. Capital of the Central Bank

Article 26. Calculation of net profit or net loss of the Central Bank

Article 27. Allocation of net profit of the Central Bank

Article 28. Allocation of net loss of the Central Bank

Article 29. Coverage in shortfalls in capital of the Central Bank

Article 30. Restrictions on allocation of net profit

Article 25. Capital of the Central Bank

1. The initial capital of the Central Bank shall have a value of twenty-five million Convertible Marka. The authorized capital of the Central Bank shall be its initial capital increased or decreased over time as shall result from allocation of net profits pursuant to Article 27 or Article 29.

2. The entire initial capital of the Central Bank shall be fully paid up within two weeks from the date on which this Law enters into force. The modalities for the payment of the initial capital shall be determined by the Parliamentary Assembly of Bosnia and Herzegovina.

Article 26. Calculation of net profit or net loss of the Central Bank

For each financial year, the net profit or the net loss of the Central Bank shall be calculated in accordance with international accounting standards as the sum of net operating revenues or losses (including realized gains and losses) and net unrealized valuation gains or losses, and after making provision:

a. for bad and doubtful debts, depreciation of assets, and contributions to the staff retirement fund; and

b. subject to the approval of the institutions competent for the budget of Bosnia and Herzegovina, for such other purposes as the Central Bank may deem necessary..

Article 27. Allocation of net profit of the Central Bank

If the central bank has a net profit for any financial year, the net profit shall be allocated by the Governing Board and used in the following order of priority:

a. an allocation from net profit shall be made to the capital account of the Central Bank in such amount as shall be required to increase the authorized capital of the Central Bank to a level equivalent to five percent of the aggregate amount of monetary liabilities (as defined by Article 31) shown in the accounts of the Central Bank for the end of that financial year;

b. an allocation from net profit shall be made to the General Reserve maintained by the Central Bank in such amount as shall be required to increase the amount of the General Reserve to a level equivalent to the amount of the authorized capital of the Central Bank; the General Reserve may only be used to offset losses of the Central Bank;

c. an allocation from net profit shall be made by unanimous decision of the Governing Board to special reserves for specific purposes established by the Central Bank; and

d. any residual net profit remaining after the preceding allocations shall be allocated in accordance with the following: the preceding allocations from net profit shall be deemed to have been made entirely from net operating revenues, except that, if no operating revenues are included in net profit or after the preceding allocations have exhausted net operating revenues included in net profit, such allocations shall be deemed to have been made from net unrealized valuation gains; residual net operating revenues if any shall be distributed to the appropriate fiscal authorities identified by the Parliamentary Assembly of Bosnia and Herzegovina in accordance to paragraph 2 of Article 25 of this Law within four months after the end of the financial year, and residual net unrealized valuation gains if any shall be allocated to a Valuation Reserve Account maintained on the balance sheet of the Central Bank.

Article 28. Allocation of net loss of the Central Bank

If the Central Bank incurs a net loss for any financial year, the net loss shall be allocated as follows:

a. if the net loss is composed of net operating losses and net unrealized valuation losses, the amount of net operating losses shall be charged to

the general reserve or to capital in that order, and the amount of net unrealized valuation losses shall be allocated to the Valuation Reserve Account or, to the extent that the balance of the Valuation Reserve Account would be negative as a result of such allocation, to the general reserve or to capital in that order;

b. if the net loss is the sum of net operating revenues and greater net unrealized valuation losses, the loss shall be allocated to the Valuation Reserve Account or, to the extent that the balance of the Valuation Reserve Account would be negative as a result of such allocation, to the general reserve or to capital in that order; or

(c) if the net loss is the sum of a net operating loss and smaller net unrealized valuation gains, the loss shall be charged to the general reserve or to capital in that order.

Article 29. Coverage of shortfalls in capital of the Central Bank

Whenever:

a. on a quarterly pro-forma (un-audited) balance sheet of the Central Bank prepared pursuant to Article 64 the value of its assets falls below the sum of its liabilities and its unimpaired authorized capital, or

b. the net profit of the Central Bank for any financial year is insufficient to increase the authorized capital of the Central Bank to a level equivalent to five percent of the aggregate amount of monetary liabilities (as defined by Article 32) shown on the balance sheet of the Central Bank for the end of that financial year,

the Ministry responsible for the budget of Bosnia and Herzegovina shall, within two months after submission of that balance sheet to the Presidency of Bosnia and Herzegovina, provide Convertible Marka in such amount or amounts as shall be necessary to remedy this deficit.

Article 30. Restrictions on allocation of net profit

No transfer, redemption or payment pursuant to Article 27 or 28 shall be made if, as a result thereof, in the opinion of the Governing Board of the Central Bank, the assets of the Central Bank would be less than the sum of its liabilities and unimpaired capital and reserves.

Chapter IV: MONETARY FUNCTIONS AND OPERATIONS OF THE CENTRAL BANK

Article 31. Rule for issuing currency (Currency board arrangement)

Article 32. Official exchange rate for the currency of Bosnia and Herzegovina

Article 33. Guaranteed convertibility of the currency of Bosnia and Herzegovina

Article 34. Other financial transactions of the Central Bank

Article 35. Information

Article 36. Reserve requirements

Article 37. Money market operations

Article 31 . Rule for issuing currency (Currency board arrangement)

1. The Central Bank shall be obligated to ensure that the aggregate amount of its monetary liabilities shall at no time exceed the equivalent (in terms of the currency of Bosnia and Herzegovina) of its net foreign exchange reserves.

2. For the purposes of this Law:

a. The aggregate amount of the monetary liabilities of the Central Bank shall be at any time the sum of:

(A) all outstanding banknotes, coins put in circulation by the head office, main units, and other branches of the Central Bank; and

(B) the credit balances of all accounts maintained on the books of the Central Bank and its organizational units by resident account holders; and

b. the net foreign exchange reserves of the Central Bank shall be at any time the difference between the fair market value of the following assets and liabilities of the Central Bank:

Assets:

(A) any gold, other precious metals and precious stones held by or for the account of the Central Bank;

(B) any banknotes and coins in freely convertible foreign currency held by or for the account of the Central Bank;

(C) any credit balances that are payable in freely convertible foreign currency and are held in accounts of the Central Bank on the books of foreign central banks or other foreign financial institutions;

(D) Special Drawing Rights of the International Monetary Fund held by the Central Bank;

(E) any bills of exchange, promissory notes, certificates of deposit, bonds and other debt securities issued by residents of countries other than Bosnia and Herzegovina that are payable in freely convertible foreign currency and are held by or for the account of the Central Bank; and

(F) any forward purchase or repurchase agreements of the Central Bank concluded with or guaranteed by foreign central banks or international financial organizations, and any futures and option contracts of the Central Bank, providing for payment by residents of countries other than Bosnia and Herzegovina in freely convertible foreign currency.

Liabilities:

(A) any credit balances that are payable in freely convertible foreign exchange currency or Convertible Marka, and are held on the books of the Central Bank in the accounts of foreign central banks or other foreign financial institutions;

(B) any Convertible Marka held by the International Monetary Fund;

(C) any credits due to foreign central banks and governments, international organizations, and foreign financial institutions;

(D) any forward sale or resale agreements of the Central Bank concluded with or guaranteed by foreign central banks or international financial organizations, and any futures and option contracts of the Central Bank, providing for sale to residents of countries other than Bosnia and Herzegovina in freely convertible foreign currency; and

(E) any other liabilities to non-residents.

Article 32 . Official exchange rate for the currency of Bosnia and Herzegovina

The official exchange rate for the currency of Bosnia and Herzegovina shall be one Convertible Marka per 0,511292 Euro, i.e. one Euro amounts to 1,955830 Convertible Markas.

Article 33 . Guaranteed convertibility of the currency of Bosnia and Herzegovina

1. The Central Bank shall without restriction purchase and sell Convertible Marka on demand for Euro within the territories of Bosnia and Herzegovina at the exchange rate indicated in Article 32 of this Law.

2. Commercial banks and other authorized financial institutions in Bosnia and Herzegovina shall purchase and sell Convertible Marka for Euro on demand, without restriction, at the exchange rate indicated in Article 32 of this Law. The maximum of their fees, commissions and other charges for such transactions cannot exceed 1%.

Article 34 . Other financial transactions of the Central Bank

1. Subject to the provisions of Sections 2 and 3 of this Article, the Governing Board of the Central Bank shall have authority to take all actions necessary to acquire, hold, and dispose of the foreign exchange reserve assets described in Article 31, Section 2, in a safe and profitable way .

2. The total amount of the gross foreign exchange reserves of the Central Bank denominated in currency other than the Deutsche mark shall not be increased at any time if as a result of such increase the total would exceed the equivalent of 50 percent of the aggregate amount of the unimpaired capital and reserves of the Central Bank.

3. The total amount of the liabilities of the Central Bank that are denominated or payable in foreign currency shall not be increased at any time if as a result of such increase the total would exceed the equivalent of 50 percent of the aggregate amount of the unimpaired capital and reserves of the Central Bank. All the decisions on such liabilities have to be taken unanimously by the Governing Board.

Article 35. Information

Every month the Central Bank shall publish monthly information concerning the total amount of Convertible Marka in circulation and the official foreign exchange reserves of the Central Bank, with a breakdown of the holdings of Euro and other currencies.

Article 36 . Required reserves of banks

1. The Governing Board of the Central Bank will require by regulation that banks shall maintain deposits with the Central Bank, through its head office or main units, at the prescribed minimum level which amounts up to 20% of their deposits and borrowed funds regardless of the currency

which the funds are denominated in. Reserve requirements shall be applied uniformly to all banks.

2. Required reserves shall be maintained by way of deposits with the Central Bank, through its head office and main units, and shall be calculated as average daily reserves over ten day periods.

3. The compensation paid by the Central Bank to banks on the amount of their reserves shall be determined by the Governing Board regulation.

4. Regulations by which required reserves are modified shall specify the date by which banks shall comply with the new reserves.

5. If a bank fails to fulfill its required reserves for two consecutive periods, the Central Bank will cease to process withdrawal transactions for the bank, and will inform the appropriate banking authorities so that the appropriate measures are taken to correct the shortfall within the same period, i.e. 10 days. If the failure to fulfill the reserve requirement continues for another period, i.e. 10 days, the Central Bank will inform the appropriate banking authorities so they can initiate appropriate procedures against the bank. The Central Bank determines and collects from any bank that fails to maintain the required reserves at the minimum level prescribed by the Central Bank a penalty in the amount of five per mil (5/1000) per day on the shortfall in such bank's required reserves, until the shortfall is corrected.

Article 37 Money Market Operations

The Central Bank shall not engage in money market operations involving securities of any type.

Chapter V: MONETARY UNIT, BANKNOTES AND COINS

Article 38. Monetary unit

Article 39. Issue and withdrawal of currency

Article 40. Accounting treatment of currency issued

Article 41. Legal tender

Article 42. Currency features and interim notes (Coupons)

Article 43. Currency production and safekeeping

Article 44. Unfit currency

Article 45. Currency inventory and issue plan

Article 46. Currency recall

Article 47. Reproduction and counterfeiting of currency

Article 38. Monetary Unit

1. The monetary unit of Bosnia and Herzegovina shall be the "Convertible Marka", divided into one hundred "Feninga", the symbols for which shall be "KM" and "F" respectively. The Convertible Marka shall be issued by the Central Bank and put into circulation through its head office and main units.

2. The Convertible Marka shall be legal tender for payments of all public and private obligations and debt throughout Bosnia and Herzegovina. In particular, all public institutions and private individuals or enterprises must accept the Convertible Marka in settlement and payment of any obligation to them.

Article 39 . Issue and withdrawal of currency

The Governing Board of the Central Bank shall be the sole authority in Bosnia and Herzegovina for decisions on issuing legal tender currency and for withdrawing legal tender currency from circulation, through its head office, main units, and other branches in the Federation of Bosnia and Herzegovina and the Republika Srpska.

Article 40 . Accounting treatment of currency issued

The aggregate amount of banknotes and coins in circulation shall be noted in the accounts of the Central Bank (head office, main units, and other branches) as a liability of the Central Bank as a whole; accordingly, such liability shall not include banknotes and coins in the currency reserve inventory.

Article 41 . Legal tender

Banknotes and coins issued as legal tender by the Central Bank and not withdrawn from circulation shall be accepted, at their face value, in payment of all public and private debts in Bosnia and Herzegovina.

Article 42 . Currency features and interim notes (Coupons)

1. The Governing Board of the Central Bank shall determine the face value and size of banknotes and coins in accordance with Article 7, paragraph e, of this Law. The design of the banknotes and coins shall be decided by the Governing Board with the

approval of the Presidency of Bosnia and Herzegovina.

2. As an interim measure until a permanent solution for the design of the notes has been agreed upon, and as legal tender for cash payments, the Central Bank will put in circulation "Coupons." The Central Bank shall not issue coins as long as the Coupons are in circulation.

3. The Coupons will have common design elements as well as distinct design elements for the Federation of Bosnia and Herzegovina and the Republika Srpska. The two versions of the Coupons will be of the same size for a given denomination, and will have also the following common elements:

a. the word "Coupon" will be on the note; and

b. the sentence: "To the bearer of this Coupon, the Central Bank of Bosnia and Herzegovina will pay upon demand [--] Convertible Marka" will be on the note in readable terms;

c. the denomination of the coupon will appear in highly identifiable numbers on both sides of the note;

d. as a technical security feature, the Coupon will bear serial numbers.

Both versions of the coupon will have equal status as legal tender throughout the territory of Bosnia and Herzegovina.

4. The Federation of Bosnia and Herzegovina and the Republika Srpska will each have its own design features on the Coupons. The design of the notes shall be fully consistent with the Dayton Treaty and will not include elements offensive to the other Entity. The text on the Coupon may be written in different alphabets at the choice of the Entities, one being in the Cyrillic alphabet and the other in the Latin alphabet. The names of the Federation of Bosnia and Herzegovina and the Republika Srpska will not appear on the Coupons.

5. The Governing Board of the Central Bank will undertake all the necessary endeavors to ensure that the Coupons will be available for circulation in both the Federation of Bosnia and Herzegovina and the Republika Srpska within three months from the adoption of this Law.

Article 43. Currency production and safekeeping

The Central Bank shall arrange for the printing of bank notes and the minting of coins, for the

security and safekeeping of unissued bank notes and coins, and for the custody and destruction, as necessary, of plates, dies, and retired banknotes and coins, that are legal tender in Bosnia and Herzegovina.

Article 44. Unfit currency

1. Unfit currency shall be withdrawn, destroyed, and replaced with banknotes or coins by the Central Bank.

2. The Central Bank may decline to exchange banknotes or coins if their designs are illegible, misshaped or perforated, or if more than forty percent of their surface has been lost. Such currency shall be withdrawn and destroyed without indemnity to the owner, except that, in special cases, the Central Bank may grant compensation in whole or in part.

3. The Central Bank shall not be required to provide any compensation for banknotes or coins that were lost, stolen or destroyed; it may confiscate without compensation any banknotes that have been altered in their external appearance, in particular banknotes that have been written on, painted on, overprinted, stamped or perforated, or to which adhesive matter has been applied.

Article 45. Currency inventory and issue plan

The Central Bank shall directly administer the currency reserve inventory, make issue plans, and the head office, main units, and other branches of the Central Bank will ensure the prompt supply of banknotes and coins of Convertible Marka, in order to meet the currency needs of the economy of Bosnia and Herzegovina.

Article 46. Currency recall

1. The Central Bank may decide to call in and withdraw from circulation any Convertible Marka banknotes or coins that are circulating within the territory of Bosnia and Herzegovina, by issuing in exchange therefor other banknotes or coins in equivalent amounts; the decision shall be taken unanimously by the Governing Board and shall be issued in the form of a regulation of the Central Bank and shall specify the period during which the banknotes or coins must be presented for exchange and where (the head office, main units, or other branches of the Central Bank) they are to be so presented.

2. At the end of the exchange period referred to in Section 1, banknotes and coins called in for exchange shall cease to be legal tender.

Article 47. Reproduction and counterfeiting of currency

1. Whoever: (i) falsely makes, forges, counterfeits or alters any banknote or coin that is legal tender, whether in Bosnia and Herzegovina or abroad, or any check, security or payment card, whether denominated in currency of Bosnia and Herzegovina or in another currency; or (ii) possesses, transports or issues any such banknote, coin, check, security or payment card when he knew that it was falsely made, forged, counterfeited or altered; or (iii) manufactures, possesses or transports any plate, stone, paper, die or other object or substance when he knew that it was destined to be used in falsely making, forging, counterfeiting or altering any such banknote, coin, check, security or payment card; shall be guilty of a criminal offense.

2. Any reproduction of banknotes, coins, checks, securities or payment cards, whether denominated in currency of Bosnia and Herzegovina or in another currency, and the creation of any objects that by their design imitate any such banknote, coin, check, security or payment card, shall require the prior written authorization of the Central Bank.

Chapter VI: EXCHANGE RATE POLICY, INTERNATIONAL RESERVE AND EXCHANGE CONTROL

Article 48. Exchange control

Article 49. Clearing and payments agreements

Article 50. Foreign exchange reserve

Article 51. Reporting of foreign exchange transactions

Article 48. Exchange control

1. The Convertible Marka shall be freely convertible into foreign currency throughout Bosnia and Herzegovina.

2. No restrictions shall be imposed by the Central Bank or other authorities on the making of payments and transfers for international transactions, unless the Central Bank determines that such restrictions are required in the performance of an obligation of Bosnia and Herzegovina under international law. All the decisions on these matters have to be taken unanimously by the Governing Board.

Article 49. Clearing and payments agreements

The Central Bank may, either for its own account or for the account and by order of Bosnia and Herzegovina, enter into clearing and payments agreements or any other contracts for the same purpose with public and private central clearing institutions domiciled abroad.

Article 50. Foreign exchange reserve

1. The Central Bank shall establish and maintain an adequate foreign exchange reserve which shall consist of all or any of the assets of the Central Bank listed in Article 31, Section 2.

2. The Central Bank shall invest its foreign exchange assets in accordance with sound investment principles and practices, and only in liquid debt securities issued by the government or the central bank of the country in whose currency the securities are denominated.

Article 51. Reporting of foreign exchange transactions

Banks may be required by the Governing Board of the Central Bank through its organizational units to report periodically to the Central Bank their open foreign exchange positions on an aggregate basis; the Central Bank shall prescribe the reporting forms and supporting documents that must be submitted.

Chapter VII: RELATIONS OF THE CENTRAL BANK WITH OTHER PUBLIC INSTITUTIONS

Article 52. Banker, adviser and fiscal agent

Article 53. Consultations and reporting on public sector borrowing

Article 54. Depository and cashier

Article 55. Fiscal agency function

Article 56. Information to be provided to the Central Bank

Article 52. Banker, adviser and fiscal agent

1. The Central Bank shall act as banker and as fiscal agent of Bosnia and Herzegovina, and such public agencies as the Presidency of Bosnia and Herzegovina shall determine provided, however, that no transaction carried out by the Central Bank may serve to extend financial assistance including

credit to or for the benefit of Bosnia and Herzegovina.

2. The Central Bank and the Ministry in charge of the budget of Bosnia and Herzegovina may consult, and it shall be the duty of the Central Bank to render advice to the Ministry in charge of the budget of Bosnia and Herzegovina, on all significant matters that relate to its objectives or that otherwise are within its fields of competence.

3. Each year, the Central Bank may be consulted by the Ministry in charge of the budget of Bosnia and Herzegovina on the occasion of the preparation of the budget and, if consulted, shall submit a written report to the Council of Ministers of Bosnia and Herzegovina on economic and financial matters pertinent thereto.

4. The Central Bank will not act as banker or fiscal agent of either the Federation of Bosnia and Herzegovina or the Republika Srpska unless there is a joint decision of both Entities.

Article 53. Consultations and reporting on public sector borrowing

Each year, the competent authority of Bosnia and Herzegovina shall consult with the Central Bank on the plan for external public sector borrowing during the next following financial year, including the amounts to be contracted and disbursed under such borrowing and the expected terms and conditions of such borrowing. All external borrowing transactions by Bosnia and Herzegovina and its public agencies shall be reported to the Central Bank in such detail as the Central Bank with the approval of the Presidency of Bosnia and Herzegovina shall specify by regulation.

Article 54. Depository and paying agent

The Central Bank may accept deposits at its head office and main units, in Convertible Marka and foreign currency, from the institutions of Bosnia and Herzegovina and from such public agencies as the competent Ministry of Bosnia and Herzegovina shall determine. As depository, the Central Bank shall receive deposits and perform payments to the limits of the deposited amounts against payment orders concerning such accounts. The Central Bank shall pay interest on such deposits at market related rates after deduction of its administrative costs.

Article 55. Fiscal agency function

The Central Bank may, only through a trust fund and on such terms and conditions as it shall agree with the competent authorities of Bosnia and Herzegovina, act as fiscal agent for the account of

Bosnia and Herzegovina and its public agencies, in the following matters:

- a. marketing of debt securities issued by them, or as registrar and transfer agent therefor;
- b. payment of principal of, and interest and other charges on, such securities;
- c. execution of payment transactions concerning their accounts at the Central Bank;
- d. such other matters as shall be consistent with the objectives and the basic tasks of the Central Bank.

Article 56. Information to be provided to the Central Bank

The Central Bank shall receive from Bosnia and Herzegovina all such financial and economic information and documents as the Central Bank shall request for the carrying out of its functions.

Chapter VIII: RELATIONS OF THE CENTRAL BANK WITH BANKS

Article 57. Bank accounts on Central Bank books

Article 58. Clearing and settlement facilities

Article 59. Information network

Article 57. Bank accounts on Central Bank books

Each bank operating under a banking license shall open and maintain a required reserve account on the books of the head office and main units of the Central Bank, on such terms and conditions as the Governing Board of the Central Bank shall specify, and shall provide promptly as required to the Central Bank or its main units and other branches in the Federation of Bosnia and Herzegovina and in the Republika Srpska such information concerning its operations and financial position as the Governing Board of the Central Bank shall prescribe.

Article 58. Clearing and settlement facilities

The Central Bank through its head office and main units may assist banks in organizing facilities for the clearing and settlement of interbank payments, including payments by check and other payment instruments, and may establish such procedures and issue such regulations relating thereto as it shall deem appropriate.

Article 59. Information network

The Central Bank may establish and maintain an information network for the financial system of Bosnia and Herzegovina.

Chapter IX: ACCOUNTS, FINANCIAL STATEMENTS, AUDIT AND REPORTS OF THE CENTRAL BANK

Article 60. Financial year of the Central Bank

Article 61. Accounting practices

Article 62. Financial statements of the Central Bank

Article 63. Audit of Central Bank accounts

Article 64. Transmittal and publication of Central Bank statements and reports

Article 60. Financial year of the Central Bank

The financial year of the Central Bank shall begin on the first day of January and end on the last day of December.

Article 61. Accounting practices

The head office and the main units of the Central Bank shall maintain at all times accounts and records adequate to reflect in accordance with international accounting standards its operations and financial condition.

Article 62. Financial statements of the Central Bank

The head office of the Central Bank shall prepare consolidated financial statements for each of its fiscal years. They shall include a balance sheet, a profit and loss statement, and related statements.

Article 63. Audit of Central Bank accounts

The accounts and records of the Central Bank shall be audited by external auditors appointed by the Presidency of Bosnia and Herzegovina upon recommendation of the Governing Board.

Article 64. Transmittal and publication of Central Bank statements and reports

1. The Central Bank shall, within three months after the close of each of its financial years, submit to the Parliamentary Assembly of Bosnia and Herzegovina:

a. a copy of its financial statements certified by its auditors;

b. a report of its operations and affairs during that year; and

c. a report on the state of the economy.

2. The Central Bank shall, as soon as possible after the last working day of each quarter, but in any event within ten working days, prepare and submit to the Presidency of Bosnia and Herzegovina pro-forma (un-audited) financial statements as of the end of that quarter.

3. Upon their submission, the Central Bank shall publish the financial statements and reports referred to in Sections 1 and 2; it may publish such other reports and studies on financial and economic issues as it may deem appropriate.

Chapter X: MISCELLANEOUS PROVISIONS

Article 65. Consultations on legislative proposals

Article 66. Preferential right of the Central Bank

Article 67. Prohibited activities of the Central Bank

Article 68. Collection of statistical information

Article 69. Immunity of the Central Bank from taxation

Article 70. Central Bank regulations

Article 71. Standards of good administration

Article 72. Transitional provisions

Article 73. Trust accounts

Article 74. Definitions

Article 75. Repeal of previous statutory provisions

Article 76. Entry into force

Article 65. Consultations on legislative proposals

The Governing Board of the Central Bank shall be consulted on any proposals with respect to matters that relate to its objectives or that otherwise are within its fields of competence, before they are submitted to the legislative bodies of Bosnia and

Herzegovina, the Federation of Bosnia and Herzegovina, and the Republika Srpska.

Article 66. Preferential right of the Central Bank

1. The Central Bank shall have an unconditional preferential right to satisfy each of its claims from any cash balances and other assets that it holds for its own account or for the account of the debtor concerned, whether as collateral to secure its claims or otherwise, at the time that such claim becomes due and payable, except for bank assets held by the Central Bank as required reserves.

2. The Central Bank may exercise its preferential right only by keeping cash balances and by selling other assets against a reasonable price and paying itself from the proceeds of the sale after deducting therefrom the costs associated with the sale. No court action shall be required for, and no competing claim shall be permitted to delay, the exercise by the Central Bank of its preferential right in accordance with the provisions of this Article, not even claims of ownership or other previously acquired rights, unless there shall be clear and convincing evidence that staff of the Central Bank knew or should be considered to have known at the time that the assets came into the possession of the Central Bank that the assets did not belong to the debtor concerned.

Article 67. Prohibited activities of the Central Bank

1. Except as otherwise specifically authorized by this Law, the Central Bank shall not:

a. under any circumstances, grant any credit;

b. maintain any deposit denominated or payable in the currency of Bosnia and Herzegovina or with a resident of Bosnia and Herzegovina, or make any monetary or financial gift;

c. engage in commerce, purchase the shares of any corporation or company, including the shares of any financial institution, or otherwise have an ownership interest in any financial, commercial, agricultural, industrial, or other undertaking;

d. acquire by purchase, lease, or otherwise any real rights in or to immovable property, except as it shall consider necessary or expedient for the provision of premises for the conduct of its administration and operations or for the housing of its employees or similar requirements incidental to the performance of its functions under the provisions of this Law.

2. Notwithstanding any other provision of this Law, the Central Bank may:

a. with the approval of the Presidency of Bosnia and Herzegovina, have an ownership share or otherwise participate in, any organization that is engaged in activities that are required for the proper discharge of the Central Bank's own functions or responsibilities;

b. acquire, in the course of satisfaction of debts due to it, any interests or rights referred to in Section 1 above; provided that all such interests or rights so acquired shall be disposed of at the earliest suitable opportunity;

c. establish staff retirement funds or similar arrangements for the benefit or protection of its employees and their dependents and nominees, and make contributions towards the costs associated with such arrangements subject to such terms and conditions as it shall determine.

Article 68. Collection of statistical information

1. The Central Bank directly or through its main units shall collect the statistical information from the competent institutions of Bosnia and Herzegovina, the Federation of Bosnia and Herzegovina, and the Republika Srpska on economic and financial matters, provided that they are not regarded as confidential by the relevant authorities. To that end, it shall cooperate with the competent institutions in other states and with international organizations.

2. The Central Bank shall contribute to the harmonization of the rules and practices governing the collection, compilation and distribution of statistics within its fields of competence.

3. The Governing Board of the Central Bank shall define by regulation the statistical information so required and the form in which such information is to be provided to the Central Bank, the persons that are to provide such information to the Central Bank, and the confidentiality regime that shall apply to statistical information provided to the Central Bank.

Article 69. Immunity of the Central Bank from taxation

The Central Bank, its assets, property and income, and its operations and transactions, shall be exempt from all taxes and duties.

Article 70. Central Bank regulations

In carrying out its tasks, the Central Bank shall enjoy autonomous regulatory powers. All

regulations, guidelines and instructions issued by the Central Bank that apply to more than one institution shall be published in the Official Gazettes of Bosnia and Herzegovina, the Federation of Bosnia and Herzegovina and the Republika Srpska and shall take effect on the date of such publication or on such later date as such regulation, guideline or instruction shall specify. Such regulations, guidelines and instructions shall have the force of law throughout Bosnia and Herzegovina. The Central Bank shall maintain a public register of such regulations, guidelines and instructions.

Article 71. Standards of good administration

1. The Central Bank shall use the powers given it under this Law equitably and uniformly and in accordance with sound administrative practices. It shall refrain from using any such power to serve an objective for which the power was not given or in excess of what shall be required to achieve the objective for which the power was given.

2. The decisions of the Central Bank taken pursuant to this Law shall be impartial and shall be motivated only by objective and rational considerations; they shall be executed with fairness and restraint.

Article 72. Transitional arrangements

1. After forty-five days from the date that this Law enters into force, the National Bank of Bosnia and Herzegovina and the National Bank of Republika Srpska shall cease to act as central banks. In particular, they shall cease to accept monetary liabilities or otherwise engage in monetary operations. Other institutions that at that time are performing monetary operations or that are in any other way engaged in such operations shall cease to do so.

2. The Governing Board of the Central Bank shall have full responsibility and power as defined by this Law for the implementation of transitional arrangements. In particular, it will take appropriate action so that within forty-five days after this Law enters into force:

a. The monetary liabilities of the National Bank of Bosnia and Herzegovina will be transferred to a trust account at the Central Bank together with, and only to the extent of, the available, liquid, convertible foreign exchange assets held by the National Bank of Bosnia and Herzegovina. The liabilities so transferred will include, and may be limited to, the outstanding banknotes in Bosnia and Herzegovina dinars and the required reserve deposits of commercial banks. The foreign exchange assets so acquired shall be transferred to

the ordinary accounts of the Central Bank whenever the Central Bank carries out a conversion of the corresponding liabilities into Convertible Marka, up to the amount of the liabilities so converted, within the rules and regulations set by the Governing Board of the Central Bank for these purposes. Any net assets remaining in the trust account following the conversion of all such liabilities will be used in the liquidation of other liabilities of the National Bank of Bosnia and Herzegovina.

b. the head office of the Central Bank and its main units shall start operation; and

c. a new comprehensive accounting system will be set up for the Central Bank, pursuant to Article 61 of this Law. A general situation of all accounts and a provisional balance sheet will be prepared each month for internal use.

Article 73. Trust accounts

The Central Bank shall be authorized to open and maintain on its books accounts whose assets and liabilities shall be segregated from the other assets and liabilities of the Central Bank so that the assets of each such account shall be available only to meet liabilities of that account and no other assets of the Central Bank shall be available to meet liabilities of such account.

Article 74. Definitions

Wherever used in this Law, the following terms shall have the following meanings:

a. "credit" means any direct or indirect commitment to disburse a sum of money in exchange for a right to repayment of the amount disbursed and outstanding and to payment of interest or other charges on such amount, any extension of the due date of a debt, any debt payment guarantee issued, any commitment to acquire a right to payment of a sum of money, and any deposit with a resident bank or financial institution; the term "credit" shall not include deposits and withdrawals from bank deposits maintained by resident banks for required reserves, and by the governments of Bosnia and Herzegovina, the Federation of Bosnia and Herzegovina, or the Republika Srpska to the extent that the Central Bank acts as banker or fiscal agent. It will include the purchase in the secondary market of debt securities issued by residents or by nonresident entities owned directly or indirectly by residents;

b. "debt security" means any negotiable instrument of indebtedness and any other instrument

equivalent to such instrument of indebtedness, whether in certificated or in book-entry form;

c. "public agency" means any agency, or institution of Bosnia and Herzegovina, the Federation of Bosnia and Herzegovina or the Republika Srpska. The level of government--Bosnia and Herzegovina or Entity--to which such agencies pertain is defined separately in each reference in this Law;

d. "resident" means any natural person who is registered as a resident of Bosnia and Herzegovina and any legal person maintaining an office in Bosnia and Herzegovina;

e. "currency of Bosnia and Herzegovina" means Convertible Marka;

f. "international accounting standards" means the most recent international accounting standards issued by the International Accounting Standards Committee;

g. "bank" means any legal entity that is engaged in the business of receiving money deposits or other repayable funds under a banking license issued by the competent authority responsible for licensing and supervising banks;

h. "currency board" for the purposes of this Law means an operational rule for issuing domestic currency, whereby domestic currency is issued only against purchases of convertible foreign exchange with full backing by net foreign exchange reserves. This means that the Central bank will not be able to extend credit;

i. "main unit" and "branch" are used in this Law as a generic terms that do not preclude the adoption of a different official name for these organizational units of the Central Bank. The main unit in the Republika Srpska shall be called:

Main Bank of the Republika Srpska

Of the Central Bank of BiH

All letters in this name will be of the same size font;

[Note: in local language, this name is:

Glavna Bank Republike Srpske

Centralne Banke BiH]

Article 75. Repeal of previous statutory provisions

The provisions of this Law supersede related provisions of other laws and regulations in Bosnia and Herzegovina, the Federation of Bosnia and Herzegovina, and the Republika Srpska.

Article 75a. Legal Issues Arising from the Euro Introduction

1. Wherever in any legal document (hereinafter: the legal document), valid on 31 December 2001, the unit of the national currency which is replaced with Euro is referred to, such reference will be considered to be reference to the relevant unit of euro, according to the official exchange rate for conversion and in accordance with the rules on rounding-off, established by the Council of the European Union.

2. Legal issues arising from the replacement of national currencies with euro, which are mentioned in the legal document, including also the legal issues which include the variable interest rate or index referred to in the legal document, shall be solved by applying the law of the country whose currency is changed in this way.

3. The replacement of the national currency with euro shall not have the effect of annulment of or release from a commitment arising from any legal document, and shall not make possible to any party to unanimously change or terminate such agreement.

4. As mentioned in this Article, the legal document means any legal or statutory provision, administrative document, court decision, agreement, unanimous legal document, instrument of payment except for banknotes and coins and any other instrument with legal force.

Article 76.

The Revised Text of the Law on the Central Bank of Bosnia and Herzegovina includes:

-Law on the Central Bank of Bosnia and Herzegovina ("Official Gazette BiH", Ref: 1/97), which took effect on 28 June 1997,

-Law on Amendments and Supplements of the Law on the Central Bank of Bosnia and Herzegovina ("Official Gazette BiH", Ref: 29/02), which took effect on 29 October 2002,

-Law on Amendments and Supplements of the Law on the Central Bank of Bosnia and Herzegovina ("Official Gazette BiH", Ref: 13/03), which took effect on 20 May 2003, and-Correction of Law on Amendments and Supplements of the Law on the Central Bank of Bosnia and Herzegovina ("Official Gazette BiH", Ref: 14/03).

Litteraturliste

Alberola, Enrique; López Humberto and Servén, Luis (2004): Tango with the Gringo: the hard peg and real misalignment in Argentina. Banci de España, servicio de studios

Bank Austria Creditanstalt (2004): South-East Europe – A Region in Competition for FDI

Batiz, Luis A. Rivera and Sy, Amadou N.R (2000): Currency board, credibility and maceoeconomic behaviour. IMF working paper

Blejer, Mario I. (2003): Innlegg på Internasjonal konferanse i Bosnia-Hercegovina. Modern-Day European Currency Boards – Practice and Prospects

CBBH: Annual rapport for 2005

Commission of the Eueopan communities (2003): Bosnia and Herzegovina: Stabilisation and Association Report 2003. Commission staff working paper

Dominguez, Kathryn M.E. and Tesar, Linda L. (2005): International borrowing and macroeconomic performance in Argentina. Working paper 11353, NBER Working paper series.

Edwards, Sebastian (2002): The great exchange rate debate after Argentina. NBER Working paper series

Enoch, Charles and Gulde, Anne-Marie (1997): Making a Currency Board Operational. IMF Paper on Policy Analysis and Assessment

Eèsti Pank (2002): Alternative Exchange Rate Regimes in the Globalised World. Conference in Estonia, 10th anniversary of the re-introduction of Estonian kroon

European Bank for Reconstruction and Development: Transition rapport update 2007

Gilson, Marie-Thérèse Camilleri (2002): Policy pre-commitment and institutional design: a synthetic indicator applied to currency boards. ECO/WKP 16, OECD working papers

Gosh, Atish R.; Gulde, Anne-Marie and Wolf, Holger C. (1998): Currency board: The ultimate Fix?. IMF working paper

Gulde, Anne-Marie; Kähkönen, Juha and Keller, Peter (2000): Pros and cons of Currency board agreements in the led-up to EU accession and participation in Euro zone. IMF Policy discussion paper

Gurtner, François (2003): Why Did Argentina's Currency board Collapse? Discussion Paper Series in Economics, Heriot –Watt University

Hanke, Steve H. (2002): Argentina: Caveat Lector. Annual Monetary Conference at the Cato Institute

Ho, Corrinne (2002): A survey of the institutional and operational aspects of the modern-day currency boards. BIS working papers, Bank of International Settlements

IMF (2004): Bosnia and Hercegovina: Selected Economic Issues

IMF (2004): The IMF and Argentina, 1991-2001, Evaluation Rapport

Kovačević, Dragan - editor (2004): Modern-Day European Currency Boards – Practice and Prospects, CBBH, Sarajevo

Perry, Guillermo and Servén, Luis (2002): The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina special and what can we learn from it. The World Bank

Schuler, Kurt (2003): Argentina's economic crisis: cause and cures. Joint Economic Committee, United States Congress

Schuler, Kurt (1992): Currency Board. Dissertation, George Mason University

The World Bank (2005): Bosnia and Herzegovina - Country Economic Memorandum. Poverty Reduction and Economic Management Unit, Europe and Central Asia Region, the World Bank

Websider:

International Monetary Fund: www.imf.org

European Bank for Reconstruction and Development: www.ebrd.com

Sentralbank i Bosnia-Hercegovina: www.cbbh.ba

Sentralbank i Bulgaria: www.bnb.bg

Sentralbank i Estonia: www.eestipank.info/frontpage/en/

Sentralbank i Litauen: www.lb.lt/eng/index.htm

Verdensbanken: www.worldbank.org