

Prof. dr. sc. Novo Plakalović<sup>1</sup>

Doc.dr. sci Almir Alihodžić<sup>2</sup>

## ULAGANJE ZVANIČNIH DEVIZNIH REZERVI U ZLATO

### SAŽETAK

*Zvanične devizne rezerve kod centralnih banaka se drže u više različitih formi koje moraju biti tako izabrane da obezbijede optimalnu likvidnost zemlje prema inostranstvu, pruže punu podršku monetarnoj politici zemlje, posebno u vođenju politike deviznog kursa, upravljanju javnim dugom i urednom izmirivanju obaveza zemlje prema inostranstvu. Politika investiranja deviznih rezervi je vrlo specifična u odnosu na politike investiranja ostalih privatnih i institucionalnih investitora. U radu se osvrćemo na ulaganja dijela deviznih rezervi centralnih banaka u zlato sa fokusom na politiku ulaganja u zlato Centralne banke BiH. Cilj je da se utvrdi opravdanost ulaganja u zlato u situaciji kada zlato kao monetarni medij više nema značaj kao nekada.*

**Ključne riječi:** *centralna banka, zvanične devizne rezerve, investiranje zvaničnih deviznih rezervi, ulaganje u zlato.*

**JEL:** *G2, G21, F31, E5, E58*

### 1. UVOD

U fokusu naše pažnje se našla Centralna banka BiH s obzirom na to da je nedavno vršila određene simultane transakcije, odnosno kupovine i prodaje zlata iz svog portfelja deviznih rezervi. Obradi teme smo pristupili polazeći od hipoteze da držanje deviznih rezervi u zlato u uslovima savremenih monetarnih sistema nije više nužno te da politike ulaganja u zlato centralnih banaka u uslovima turbulentnih kretanja na međunarodnim tržištima, a posebno u uslovima jako izraženih recesionih kretanja, mogu dovesti do gubitaka. S obzirom na to da je zlato u suštini sada samo jedna od špekulativnih berzanskih roba, politike investiranja centralnih banaka u zlato moraju biti vrlo oprezne i vezane za dugi rok. U kratkom roku, kupovine i prodaje zlata centralnim bankama mogu donijeti gubitke i u krajnjem umanjuju likvidnost tih banaka. Može zvučati paradoksalno ali, iako je zlato visoko likvidna roba sa aspekta utrživosti, istovremeno je to i nelikvidna roba s obzirom na velike oscilacije cijena zlata

---

1 Ekonomski fakultet Univerziteta u Istočnom Sarajevu, Alekse Šantića 2, 71420, Pale

2 Ekonomski fakultet Univerziteta u Zenici, Travnička 1, 72000, Zenica

kao berzanske robe. Eventualna, iznuđena prodaja zlata na tržištu može dovesti do realizacije gubitaka centralne banke. Inače promjenom tržišne cijene zlata eventualni gubici centralne banke ostaju knjigovodstvenog karaktera. Tek prodajom zlata se mogu realizovati gubici ili dobiti nastali promjenom tržišne cijene zlata.

Kao informacionu osnovu za ovo istraživanje koristili smo različite zvanične izvještaje domaćih i međunarodnih institucija te različite izvore informacija i mišljenja berzanskih i drugih specijalista koji se bave tematikom deviznih rezervi i trgovine zlatom. Cilj ovog rada je da se istraži značaj, opravdanost i efekti ulaganja zvaničnih deviznih rezervi centralnih banaka u zlato.

Rad je koncipiran u tri dijela. U prvom dijelu se razmatraju opšta pitanja upravljanja deviznim rezervama centralnih banaka. Takođe, izvršili smo određene komparacije strukture deviznih rezervi između Narodne banke Hrvatske, Narodne banke Srbije i Centralne banke BiH. U drugom dijelu rada razmatrali smo opštu problematiku ulaganja u zlato i dinamiku kretanja cijena zlata na svjetskim tržištima. U trećem dijelu rada su razmatrane same akcije Centralne banke BiH vezane za usmjeravanje zvaničnih deviznih rezervi u zlato.

## 2. Upravljanje deviznim rezervama Centralne banke BiH

Upravljanje deviznim rezervama je jedan od posebno značajnih zadataka Centralne banke BiH. Centralna banka BiH stvara i održava određenu deviznu rezervu koja se sastoji od cjelokupne ili djelomične aktive Centralne banke BiH. Centralna banka BiH investira stranu aktivu u skladu sa principima i praksom zdravog ulaganja u likvidne vrijednosne papire koje izdaje Vlada ili Centralna banka zemlje u čijoj valuti su izraženi vrijednosni papiri.<sup>3</sup> Dakle, Centralna banka BiH upravlja deviznim rezervama prema pravilima i principima sigurnosti, likvidnosti i profitabilnosti. Upravljanje deviznim rezervama regulisano je na nekoliko nivoa. Najviši organ je Upravno vijeće koje donosi strateške smjernice o upravljanju deviznim rezervama. Drugi organ u pogledu upravljanja deviznim rezervama jeste Investicioni komitet koji donosi taktičke odluke investiranja deviznih rezervi. Investicioni komitet ne smije da izlazi iz okvira koji je definisan Smjernicama, ali se može ponašati opreznije u odnosu na Smjernice, ukoliko smatra da je to potrebno prema tržišnim uslovima.<sup>4</sup>

Strategija investiranja deviznih rezervi Centralne banke BiH bazira se na poređenju portfolija deviznih rezervi sa izabranim indeksom (engl. benčmarkom), pri čemu se

3 Zakon o Centralnoj banci BiH, član 50., str. 20. Dostupno na: <http://www.cbbh.ba/index.php?id=14&lang=bs> (pristup: 31. mart 2014.)

4 Šoja, T., Upravljanje deviznim rezervama Centralnih banaka, magistarski rad, Ekonomski fakultet Univerziteta u Istočnom Sarajevu, str. 15 – 16.

primjenjuju odgovarajuće strategije portfolija i trgovanja. Portfolio menadžeri prilikom donošenja odluke o pojedinoj investiciji detaljno analiziraju krivu prinosa onih zemalja u koje su investicije dozvoljene, a to su „jake“ zemlje eurozone – Njemačka, Francuska, Nizozemska, Belgija, Finska ali i Italija. U zavisnosti od stanja na tržištu, portfolio menadžeri donose odluke na koji način i na koji dio krive prinosa se trebaju fokusirati. Prioritet u politici investiranja uvijek se daje sigurnosti, odnosno sigurnom povratu na uložena sredstva, te se u strukturi investiranja prioritet daje onim zemljama koje nose visoke kreditne rejtinge.

Može se primijetiti da je struktura investiranja deviznih rezervi, prema instrumentima u značajnoj mjeri promijenjena, ukoliko se posmatra struktura investiranja od 2003. do 2013. godine. U periodu od 2008. do 2013. godine je zabilježena postepena tendencija pada ulaganja u depozite kod komercijalnih banaka, dok je u istom periodu kod vrijednosnih papira zabilježena tendencija postepenog rasta. Istovremeno se uočava da je investiranje u monetarno zlato takođe povećano od 2009. godine. Njegov udio je sa 1,04%, koliko je zabilježenou 2010. godini, porastao na 2,44%, u 2012. godini, da bi ponovo u 2013. godini učešće zlata smanjeno i ostalo na 2,32%. Učešće zlata u vrijednosnom izrazu zavisi od njegove aktuelne tržišne cijene a ne samo od količine koja se drži u portfoliju deviznih rezervi, odnosno u trezorima Centralne banke.

Prema Nugeé (2009), upravljanje deviznim rezervama je proces koji osigurava da adekvatan nivo strane aktive javnog sektora bude dostupan i kontrolisan od monetarnih vlasti za izvršenje postavljenih ciljeva zemlje. Upravljanje deviznim rezervama podrazumijeva skup procedura, tehnika upravljanja i kontrole koji za cilj ima dostizanje takvog obima i strukture deviznih rezervi kojima će se omogućiti maksimalan prinos uz prihvatljivi nivo rizika, odnosno maksimalan povrat na investirana sredstva deviznih rezervi uz prihvatljivi nivo rizika.

Tradicionalno se smatra da optimalni nivo deviznih rezervi treba da bude u visini tromjesečnog pokrivača uvoza roba i usluga. Brojni su radovi i autori koji pokušavaju da objasne nivo deviznih rezervi koje drže zemlje te njihove oscilacije. S tim u vezi, istraživanja nivoa deviznih rezervi mogu se svrstati u dvije široke grupe. U prvu grupu spadaju radovi u kojima se koriste bihevioristički modeli koji polaze od kvantifikacije averzije prema riziku i ostalih fundamentalnih parametara. Sami nalazi ovih modela se svode na zaključak da su iznosi deviznih rezervi u zemljama sa najvećim svjetskim deviznim rezervama iznad optimalnog nivoa.

U drugu grupu spadaju radovi koji nastoje da objasne koji faktori utječu na nivo deviznih rezervi po grupama zemalja.

Naime, sami zaključci iz druge grupe radova odnose se na to da nivo deviznih rezervi u zemljama sa najvećim deviznim rezervama odražava prije svega njihova specifičnost.<sup>5</sup>

Zemlje u razvoju povećavaju nivo deviznih rezervi u cilju većeg produblivanja finansijskog tržišta, jer veći nivo deviznih rezervi svakako pomaže centralnoj banci u boljoj kontroli tokova novca. Ako je tržište kapitala otvorenije, onda je i logično izloženo većim utjecajima međunarodnih tokova kapitala, te se stoga vrši akumuliranje deviznih rezervi. Zemlje sa većim nivoom deviznih rezervi su svakako bile otpornije na utjecaj globalne finansijske krize. Posmatrano sa druge strane, veći dio deviznih rezervi svakako stvara veće troškove. Prema Rodriku (2006) trošak deviznih rezervi većih od tromjesečne vrijednosti uvoza roba i usluga za zemlje u razvoju iznosi 1% njihovog BDP –a.

Centralna banka BiH primjenjuje sistem monetarne politike koji se zasniva na valutnom odboru a u čijoj je osnovi fiksni devizni kurs, bez bilo kakvih mogućnosti njegove promjene, ukoliko se ne izmijeni Zakon. Devizni kurs se zakonski određuje u takvim uslovima devizne rezerve imaju veoma značajnu ulogu jer upravo one i garantuju sigurnost domaće valute. Ukupne devizne rezerve moraju u potpunosti pokrivati domaću valutu koja se nalazi u opticaju ali i druge obaveze koje ima Centralna banka BiH. S obzirom na to da u uslovima valutnog odbora Centralna banka BiH nema mogućnosti bilo kakvog kreditiranja privrede ili države, niti ima mogućnost da se uključuje u operacije na domaćem finansijskom tržištu, jedini instrument monetarne politike jeste obavezna rezerva.

U nastavku teksta slijedi tabela koja ilustruje tendenciju nivoa i strukture deviznih rezervi HNB, NBS i CBBiH za period: 2008. – 2013. godina.

**Tabela 1:** Nivo i struktura deviznih rezervi centralnih banaka Hrvatske, Srbije i BiH za period 2008. – 2013. godina (u mil. EUR)

Centralne banke	Depoziti	HOV	Zlato	SDR	Pozicije kod MMF-a	Uk
Narodna banka Hrvatske	16.271,10	47.433,90	0,00	1.749,20	1,2	65.455,40
Narodna banka Srbije	12.998,00	46.909,10	2.658,70	361,10	0,00	62.926,90
Centralna banka Bosne i Hercegovine	10.586,08	8.992,35	309,13	7,35	0,00	19.894,91

**Izvor:** <http://www.hnb.hr/kazalo/hkazalo.htm>; <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html> i [http://www.cbbh.ba/index.php?id=33&lang=hr&sub=mon&table=devizne\\_rezerve\\_cbbihh](http://www.cbbh.ba/index.php?id=33&lang=hr&sub=mon&table=devizne_rezerve_cbbihh) (Preuzeto: 22.02.2014.)

5 Kovačević, R., Međunarodno tržište kapitala – savremene tendencije, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2012, str. 140.

Iz više razloga, a između ostalog i zbog različitih modela monetarnih politika i zvaničnih deviznih kurseva koji slijede, Hrvatska, Srbija i BiH, veomasu interesantne u kontekstu upravljanja zvaničnim deviznim rezervama kojima upravljaju njihove banke.

Iz pregleda se može uočiti da najvećim rezervama zlata raspolaže Narodna banka Srbije i one u posmatranom periodu dostižu prosječno učešće od 4,2%. HNB ne raspolaže zlatom jer je nakon postupka sukcesije svoje naslijeđeno zlato od bivše države uskoro prodala. Centralna banka BiH raspolaže u prosjeku sa 1,5% zlatnih rezervi u odnosu na ukupne rezerve, s tim što u 2012. godini učešće zlata iznosi 2,4%.

Relativno visoko učešće zlata u deviznim rezervama Narodne banke Srbije rezultat je činjenice da je pored zlata koji Srbija posjeduje iz dalje prošlosti ona istovremeno i najveći proizvođač zlata u regionu. U svijetu od 100 državanpr., ona je na 58. mjestu po proizvodnji zlata. U 2012. godini u ukupnim deviznim rezervama zlato je u Narodnoj banci Srbije činilo 5,7% deviznih rezervi. Od ukupnih deviznih rezervi Srbije 60% je investirano u državne obveznice Francuske, Belgije, Holandije, Luksemburga i Njemačke. Takođe, Centralna banka BiH je u 2012. godini 60% deviznih rezervi uložila u državne obveznice Francuske, Njemačke, Luksemburga i Holandije.

Zlato u Srbiji od davnina proizvodi Rudarsko-topioničarski bazen u Boru, koji je u obavezi da svu proizvodnju zlata ponudi na otkup Narodnoj banci Srbije po tržišnoj cijeni, a tek ako NBS odbije da otkupi zlato, može tražiti izvoznu dozvolu za prodaju zlata u inostranstvo. No još se nije desilo da Narodna banka ne otkupi zlato. Čak rudnik Bor od septembra 2011. godine ima obavezu da vraća dug Narodnoj banci po osnovu kredita koji je koristio od nje za avansiranje proizvodnje zlata. Dug je nastao u periodu od 1993. do 1999. godine i obaveza iznosi 1,1 kg zlata na svaku isporučenu polugu koja se daje po osnovu otplate tog kredita. Po tom osnovu je isporučeno 167 kg zlata do 2011. godine i ostala je obaveza od 336 kg zlata.<sup>6</sup>

### 3. Značaj investiranja deviznih rezervi u zlato

U kontekstu portfolija deviznih rezervi posmatranih banaka zlato je odavno izgubilo svoju ulogu monetarnog medija te je tako izgubilo i značaj kao dio zvaničnih deviznih rezervi. Ono ne služi kao medij za plaćanja niti kao mjera vrijednosti jer se cijene roba ne definišu u zlatu. Pošto je tridesetih godina zlato činilo oko 50% deviznih rezervi centralnih banaka u svijetu, zbog gubitka te njegove uloge sada se u zlatu drži tek 13% svjetskih zvaničnih deviznih rezervi.<sup>7</sup>

6 Izjava direktora Bora Blagoja Spasovskog. Dostupno na: [www.kurir-info.rs](http://www.kurir-info.rs) (pristup: 20. mart 2014.)

7 World Gold Council, 2014., Dostupno na: [www.gold.org/government-affairs/central\\_bank\\_gold\\_agreements/](http://www.gold.org/government-affairs/central_bank_gold_agreements/) (pristup: 03. mart 2014.)

Ono je postalo "zanimljivo" privatnim investitorima, posebno tokom i nakon turbulentnih ekonomskih kretanja kao što su ekonomske i finansijske krize. Tržišna cijena zlata direktno zavisi od trenutne ponude i tražnje. S obzirom na to da centralne banke raspolažu četvrtinom ukupne ponude zlata u svijetu, to od njihovog ponašanja u tom pogledu zavisi i tekuća tržišna cijena zlata. Da one ne bi vršile nekoordinisanu prodaju zlata te time dovele do većih turbulencija na tržištu zlata, sklopljen je u septembru 1999. godine Vašingtonski sporazum o zlatu kojim je ograničen godišnji obim prodaja zlata od strane centralnih banaka i to mahom evropskih. Posljednji, treći petogodišnji sporazum važi do 25. septembra 2014. godine, po kojem su se prodaje ograničile na 400 tona godišnje. Vrijedno je spomenuti činjenicu da su se prodaje tokom posljednjeg sporazuma znatno smanjile, što je u vezi sa promijenjenim politikama značajnih evropskih centralnih banaka u pogledu držanja zlatnih rezervi. U 2012. godini prodaje zlata od strane centralnih banaka bile su na izuzetno niskom, skoro zanemarljivom nivou (njemačka Bundes banka je prodala tada samo 6,5 tona zlata). Tokom 2011. godine u javnosti se povelala kampanja vraćanja zlata koje je držano u inostranstvu, u trezore njemačke i švajcarske centralne banke sa zahtjevom da se npr. u Švajcarskoj ustavom zabrani prodaja zlata iz rezervi centralne banke Švajcarske.<sup>8</sup>

### 3.1 Motivi investiranja u zlato

Investiranje u zlato ima specifične motive. Naime, investicija u zlato ne donosi nikakve prinose, već je držanje zlata praćeno troškovima njegovog čuvanja, odnosno manipulisanja. Njegova prednost kao investicionog materijala se vezuje za sigurnost koju investitori uživaju i kao medij koji pruža najbolju zaštitu od inflacije. Zlato ne predstavlja ničiju obavezu i zato nema rizika, tj. defaulta. Iz tih razloga obim investiranja u zlato se povećava prilikom svake jače ekonomske krize iliturbulentnih tržišnih kretanja. Na taj način u tim periodima dolazi i do velikih kolebanja, odnosno rasta cijene zlata i to u svakoj prilici gdje se povećava njegova tražnja. Zlato je po dinamici kretanja tržišnih cijena najdinamičniji tržišni materijal.

Komparacije kretanja vrijednosti zlata, srebra i Dow Jones indeksa od 2002. do 2008. godine pokazuju mnogo veću dinamiku rasta vrijednosti srebra i zlata u odnosu na Dow Jones.<sup>9</sup> Iz tih razloga investiranje u zlato se toplo preporučuje privatnim investitorima, posebno kada je u pitanju dugi rok. Zastupnici investiranja u zlato iznijet će glavni argument, a to je da je, naprimjer, od 1998. godine kada je cijena zlata iznosila 300 dolara po unci do 2011. godine njegova cijena pet puta uvećana i da je zlato

<sup>8</sup> Rekord: Unca zlata 1100 dolara, 2009, Politika, 08. novembar.

<sup>9</sup> Maloney, M., Guide to Investing in Gold and Silver, New York-Boston, Business Plus, 2008, p. 57 – 68.

sigurno iako ništa ne ‘radi’. Ono je kao ‘sigurnosni pojas ili air bagovi u autu.<sup>10</sup> Kao aktiva koja ima najviši stepen sigurnosti cijena zlata je vrlo osjetljiva, ne samo na makroekonomske šokove, već i na same najave makroekonomskih mjera koje objavljuju nosioci ekonomskih politika u SAD i eurozoni. Zlato i ostale finansijske aktive imaju veću osjetljivost na makroekonomske indikatore aktivnosti, na inflaciju, promjene realnih kamatnih stopa nego ostale berzanske robe kao što su sirova nafta, metali i sl.<sup>11</sup> To je konzistentno sa njegovom tradicionalnom ulogom bezbjednog utočišta i medija za čuvanje vrijednosti. Ostale berzanske robe za koje su takve vijesti značajne pokazuju procikličnu osjetljivost i sve su izraženije što robe postaju više ‘finansijalizovane’. Ovo je značajno za investitore koji trguju na robnim tržištima često ili dugoročne investitore koji svoje informacije baziraju na cijenama fundamentalnih roba koje odražavaju puštene u javnost makroekonomske najave. Tako npr. početkom novembra 2009. godine cijena zlata na vodećim berzama u Evropi i SAD-u dostiže u tom momentu rekordnu cijenu od 1.100 dolara za uncu, dok je barel nafte pojeftinio za dva dolara, a skoro tri u Njujorku iz razloga što je nezaposlenost u SAD-u dostigla najvišu stopu za posljednjih 26 godina i to nivo od 10,2%. Tržište je reagovalo na taj nepovoljan podatak obaranjem cijena nafte te rastom cijena zlata.

### 3.2 Kretanje cijena zlata

Od početka 2009. godine do kraja 2011. godine unca zlata je sa 800 dolara skočila na 1.900 dolara te je u septembru 2012. godine iznosila rekordnih 1.902 dolara za jednu uncu. Inače, u dužem periodu rekordnu cijenu zlato je dostiglo 1980. godine i to 2.000 dolara, što je najviša cijena u historiji. To je bilo vrijeme špekulacija zlatom koje je trajalo od 1978. do 1980. godine. Posljednji rast cijena zlata je takođe predstavljao prenapuhani balon. Kao i uvijek, mnoge prognoze su govorele da će cijena zlata ići do 2.000 dolara, pa čak i do 5.000 dolara za nekoliko godina. Cijena zlata sada uglavnom pada i ona je trenutno ispod 1.400 dolara, što je za 30% niže nego na vrhuncu 2011. godine. Očekuje se daljnji pad cijene zlata do 2015. godine. Nuriel Rubini, čovjek sa reputacijom dobrog prognozer, čak govori o cijeni zlata od 1.000 dolara do 2015. godine.<sup>12</sup> Dana 03. marta 2014. godine cijena zlata je iznosila 1.345 dolara. Objašnjenje se svodi na bijeg investitora u zlato uvijek kada dođe do ekonomsko-finansijskih i geopolitičkih opasnosti, tj. sumnji u banke i državne obveznice. Rubini navodi da je vrlo upitno koliko je zlato dobra investicija jer je tokom krize 2008. godine i 2009. godine cijena zlata naglo opadala više puta. Razlog je što su u

10 Kardum, Ž., Zašto je pametno ulagati u beskorisno i dosadno zlato, Zagreb, Globus, 2011.

11 Roache, S., Rossi, M. The Effects of Economic News on Commodity Prices: Is Gold Just Another Commodity, IMF Working Paper, WP/09/140, 2009, p. 17.

12 Krajzlatnegroznice, NIN, 2013.

ekstremnim situacijama kreditne "stiske" povećane kupovine dovele i do forsirane prodaje zlata, jer svaka korekcija cijena izaziva takve reakcije pa je na vrhuncu krize cijena zlata postala nestabilna. Zlato je najbolje u situaciji očekivanja visokih stopa inflacije. Međutim, i pored ekspanzivne monetarne politike inflacija nije bila izražena jer je zbog smanjenja brzine opticaja novca i zadržavanja većeg obima rezervi banaka uz smanjenje privatnog i javnog duga agregatna tražnja ostajala ispod nivoa ponude. Pregovaračka moć sindikata je opala te zbog globalizacije i konkurencije proizvodnje iz narastajućih ekonomija i Kine mala je vjerovatnoća da će cijene rasti uzrokovano rastom zarada. Cijena zlata inače prati pad očekivane i stvarne inflacije. Treba imati u vidu činjenicu da zlato ne donosi prihod. Privatni investitori, pa čak ni najveći "ljubiteli" zlata, obično ne drže više od 10% svoje imovine u tom obliku. Oni uvijek posmatraju i prognoziraju kretanje cijena i drugih aktiva. Tako su se npr. američke i globalne akcije pokazale kao mnogo bolja investicija od zlata od momenta kada je njegova cijena naglo pala 2009. godine. U određenim periodima dobrostoje dionice, u nekom periodu obligacije, zatim sirovine ili nekretnine. Cijena zlata je naglo skočila kada su popustile monetarne stege Američke federalne rezerve (Fed), kada su kamatne stope postale niže od inflacije, odnosno sa realnim negativnim kamatnim stopama, što je inače i pravo vrijeme za kupovinu zlata (realne kamate na depozite i obveznice su negativne i padaju). Ali za budućnost se procjenjuje kao realnija perspektiva da će sa pozitivnim ekonomskim kretanjima porasti i kamatne stope. Povećana rizičnost državnih obveznica je možda gurala investitore ka zlatu. Ali sada imamo situaciju da bi visoko zadužene države mogle prodavati zlato da bi smanjile dugove. Sama najava da bi Kipar mogao prodati 400 miliona eura zlatnih rezervi u aprilu 2013. godine snizila je cijenu zlata za 13%. Ako bi Italija prodavala dio svojih znatnih zlatnih rezervi ili Rusija, to bi dodatno snizilo cijenu zlata.

Političko-psihološki faktori su važni jer su američki ekstremni konzervativci forsirali zlato, što je bilo kontraproduktivno. Oni naime žive u strahu da će država zaplijeniti privatna bogatstva zbog "zavjere" te zbog neodgovornog štampanja novca i straha od hiperinflacije vjeruju da je neminovan povratak na zlato, što je u suštini potpuno nerealno. Ali sigurno je da ti faktori izazivaju, odnosno utječu na "pomamu" za zlatom i nataj način forsiraju rast njegove cijene. Svjetski ekspert za zlato Mark Faber upravo govori o tome ističući činjenicu da se ponuda zlata povećava godišnje samo za 2.500 tona, što nije dovoljno da pokrije naraslu tražnju za zlatom. S obzirom na to da banke u svijetu besumično štampaju novac, za Fabera je, kako izgleda, cijena zlata gotovo uvijek relativno povoljna.

Isto tako navodi i situaciju da su 1933. godine američke vlasti praktično građanima pokupile sve zlato.<sup>13</sup>

13 "DoktorPropast" veruje uzlato, NIN, 2009.



U odnosu na savremenu valutu zlato se ne može koristiti kao transakcijsko sredstvo iz jasnih razloga niti kao mjera vrijednosti jer se cijene roba, usluga i finansijske aktive ne definišu u zlatu. Praktično zlato služi samo kao medij zaštite oduglavnom neracionalnog straha i panike. Nije sporno da svi investitori mogu i treba da imaju i jedan mali udio u ukupnom portfoliju u zlatu, ali ne treba zaboraviti da i druge aktive uspješno obezbjeđuju zaštitu od ekstremnih rizika. Ti rizici nakon krize nisu eliminisani, ali su svakako manji nego na vrhuncu krize. Rubini tako očekuje da će u narednih nekoliko godina cijena zlata biti vrlo nestabilna sa tendencijom opadanja u skladu sa dinamikom oporavka svjetske privrede. Prema tome, za sljedeći veliki porast cijene zlata treba sačekati novu globalnu krizu i depresiju.

### **3.3 'Akcije' ulaganja u zlato Centralne banke BiH**

U svojim izvještajima Centralna banka BiH je prvi put iskazala gubitke iz svog poslovanja u iznosu od 75 miliona KM<sup>14</sup>. Kako i otkud? Naime, Centralna banka Bosne i Hercegovine je stožerna institucija monetarnog sistema zemlje. Njen osnovni zadatak je da brine o domaćoj valuti i njenoj stabilnosti. Ona od 1997. godine praktikuje sistem valutnog odbora koji je zasnovan na 100% pokriću domaće valute zvaničnim (oficijelnim) deviznim rezervama države. Jedan od njenih ključnih zadataka je da brine, odnosno upravlja zvaničnim deviznim rezervama koje služe za obezbjeđenje likvidnosti (redovno izmirivanje obaveza prema inostranstvu). Devizne rezerve služe za obezbjeđenje isplate međunarodnih finansijskih obaveza zemlje i plaćanja uvezenih roba i usluga. Centralna banka BiH svoje devizne rezerve drži u inostranstvu jer su devize po definiciji domaća potraživanja prema inostranstvu izražena u stranoj valuti. Ona deviznim rezervama, koje su podloga za emitovanje i štampanje domaće valute KM, mora upravljati nasiguran način. Zakon o Centralnoj banci strogo zabranjuje ulaganja u visoko rizične aktive, kao što su dionice kompanija, finansijskih institucija i drugih jer njihova cijena stalno varira i to u visokim procentima. Naravno da je otvorena mogućnost i potreba da se od tih ulaganja ostvari neka zarada, koliko joj prilike dozvoljavaju tj. nakon ispunjenja uslova sigurnosti. Po Zakonu o Centralnoj banci ta institucija se mora prvenstveno rukovoditi principom sigurnosti. Likvidnost znači da neko svojim novčanim sredstvima u svakom momentu može isplatiti svoje obaveze koje su dospjele za plaćanje. Zato se devizne rezerve drže kao kratkoročni depozit na računima stranih komercijalnih banaka (da bi bile uvijek raspoložive) koje imaju najveći mogući bonitet, tj. koje garantuju najveći mogući stepen sigurnosti deponovanih sredstava. Pored držanja depozita, na koje se zbog visokog stepena sigurnosti isplaćuju vrlo niske kamate, može takođe uložiti devizne rezerve u obveznice država koje imaju najviši kreditni rejting, kao npr. Švajcarske,

14 [http://www.cbbih.ba/files/finansijski\\_izvještaj/2013/fin\\_report\\_q1\\_2013\\_bs.pdf](http://www.cbbih.ba/files/finansijski_izvještaj/2013/fin_report_q1_2013_bs.pdf)

Holandije, Švedske, Luksemburga, Norveške i slične zemlje (ne naravno u zemlje kao što su Grčka, Irska, Španija, Italija i druge, sa nižim kreditnim rejtingom). Naravno, SAD su prve, kao najmanje rizične, ali Centralna banka nema mnogo dolara u svojim rezervnim deviznim aktivama pa će zato ulagati u obveznice zemalja čija je valuta euro.

Sada dolazimo na pitanje zlata. Centralna banka BiH je nakon raspada bivše države i sukcesije, tj. u postupku raspodjele zajedničke imovine naslijedila zlata u vrijednosti tadašnjih blizu 60 miliona dolara (13,2% od 440 miliona dolara zajedničkog zlata). Hrvatska ili konkretnije HNB je svoje zlato odmah rasprodala za 135,2 miliona dolara. Sada uopšte ne posjeduje zlato. Zlato kupuje Narodna banka Srbije, jer se zlato proizvodi u Srbiji. Centralna banka BiH nema obavezu da u svojim monetarnim rezervama drži zlato. Može ali i ne mora. Zato ga je Centralna banka BiH u jednom momentu u cjelini rasprodala. Kada je u svijetu nakon krize 2008. godine nastala pomama za zlatom, njegova cijena je krenula "nebu pod oblake". Pošto su kamatne stope naevropskom tržištu u znatnoj mjeri smanjene zbog krize, to su se i do tada pozamašne zarade Centralne banke BiH naglo smanjile. Uvidjevši kako cijene zlata prosto rastu, uprava Centralne banke BiH odlučila je investirati dio svojih sigurnih deviznih rezervi u zlato očekujući daljnji rast njegove cijene. Nema spora saulažanjem u zlato. Ono je uvijek najsigurnija roba. "Novokupljeno" zlato Centralne banke je deponovano u Bank of England a banka ima potvrdu na računu jedne švajcarske banke sa najboljim rejtingom. Ono je sigurna aktiva, a još uz to ko ima zlato, ne brine za inflaciju niti eventualnu propast papirne valute. Zlato je uvijek mila i draga roba. Takvo razmišljanje je sasvim normalno i očekivano za velike investitore (ulagače), koji uvijek razmatraju alternativne mogućnosti da ulažu u zlato i/ili dijamante, vrijedna umjetnička djela, naftu, nekretnine i slične poželjne oblike imovine. No da li je takav pristup normalan za Centralnu banku BiH? Kako su cijene zlata na svjetskim berzama imale u početku tendenciju rasta, nadležni u Centralnoj banci su moguće računali da tom rastu cijena nema kraja i odlučili su da ponovo kupe značajnije količine zlata. Kako je zadnjih godina pomama za zlatom jenjavala, njegova cijena je na tržištu postajala sve niža. To znači da se tržišna vrijednost te imovine smanjila. Pošto se vrijednost aktiva u bankarstvu po računovodstvenim standardima knjiži po njihovoj fer vrijednosti, odnosno tržišnoj vrijednosti, to se i vrijednost aktive sa padom tržišne cijene nekih dijelova aktive smanjuje u cjelini. Dakle, ovakvo smanjenje vrijednosti se mora knjižiti kao gubitak. Gubitak po osnovu pada cijene zlata (dijela aktive Centralne banke BiH) ima računovodstveni karakter i u osnovi znači smanjenje vrijednosti ukupne aktive Centralne banke BiH. Tek prodajom zlata iz svojih rezervi po nižim cijenama od cijena po kojima je zlato kupovano Centralna banka BiH bi i praktično realizovala taj gubitak. No ona to neće činiti osim u slučaju iznuđenih prodaja zlata. Na taj način ovaj gubitak ne mora imati veliki negativni efe-

kat u kontekstu pozamašnjih dobitaka koje je Centralna banka BiH u prethodnim godinama ostvarivala i raspodjeljivala. Gubitak samo indicira na određene promašaje u aktualnoj investicionoj politici Centralne banke BiH.

Centralna banka BiH je po zakonu koji reguliše njeno poslovanje dužna da brine o sigurnosti ulaganja i likvidnosti tih ulaganja. Likvidnost se, prema udžbenicima ekonomije, definiše kao imovina koja se brzo, lako, uz minimalne troškove pretvara u novac i, što je najvažnije, ta imovina se mora pretvoriti u novac, na neki nepoznati datum u budućnosti, po sadapoznatoj cijeni. Da li zlato ispunjava ove kriterije?

Prodaja i nabavka zlata iziskuje troškove, alicemo ih ovom prilikom zanemariti jer se ne mogu izbjeći. Pošto mu cijena na tržištu varira i to čak najviše u poređenju sa svim ostalim finansijskim aktivama (dionice i obveznice), to je u suštini, možemo slobodno reći, najnelikvidnija imovina jer joj se ne zna cijena na neki nepoznati datum u budućnosti. Ne mora se, a ponekad se i ne može znati, kada će se ta imovina morati prodavati. Što je najgore, u slučaju zlata nikako se ne zna po kojoj cijeni će se u budućnosti prodavati. Prema tome, zlato je najrizičnija imovina. Zlato jeste sigurna imovina jer je negdje sigurno uskladišteno (to naravno ima svoju cijenu i košta). Međutim, njegova vrijednost je toliko volatilna da se nikada ne zna da li će se i koliko će mu se cijena (vrijednost izražena u bilo kojoj valuti) promijeniti. Zlato je valjalo kupovati jedino onda kada je koštalo 250 dolara, a prodavati ga kada je jedna unca (31,1034768 grama) iznosila 1.800 dolara. Sve ostalo može predstavljati značajne gubitke u budućnosti. To se nažalost "desilo" i Centralnoj banci BiH. Od 17. decembra 2012. godine sa 1.700 dolara po unci, cijena zlata se srozala na 1.240 dolara 16. decembra 2013. godine. Centralna banka je prodala svoje zlato kad je bilo jeftino, a kupila zlato kad je dobroano poskupjelo. Što je najgore, cijena mu je i sada u opadanju, a prognoze o njegovoj cijeni u narednoj deceniji su vrlo loše. Time će se dugo čekati da se gubici eventualno pokriju. Na taj način, pokušavajući da "zaradi", Centralna banka BiH je ostvarila od kraja 2012. godine do septembra 2013. godine gubitke u iznosu od 75 miliona maraka.

Prema publikovanim izvještajima Centralne banke BiH, 31. decembra 2012. godine, Centralna banka je posjedovala 64 miliona unci zlata po cijeni od 2.486 KM, što je vrijedilo 159 miliona KM. Pošto je privremeno cijena zlata pala, CBBiH je količinu zlata u svom posjedu povećala na 96 miliona unci. Po cijeni od 2.440 KM ono je 31. marta 2013. godine vrijedilo 234 miliona KM. Onda je krenuo sunovrat. Krajem septembra 2013. godine zlato je izgubilo 50 miliona od svoje vrijednosti jer je po cijeni od 1.917 KM po unci vrijedilo tada samo 184 miliona KM. U Centralnoj banci BiH su morali gubitak tržišne vrijednosti imovine iskazati u iznosu od 75 miliona KM.

Prostom računicom na bazi posljednjih cijena zlata može se procijeniti novi dodatni gubitak do kraja 2013. godine po osnovu pada cijene zlata u iznosu od 15 miliona KM. Ko zna šta će biti naredne godine.

Teško je razumjeti upravu Centralne banke koja se na te poteze odlučila. Centralna banka je "po zakonu" apsolutno nezavisna institucija od politike. Međutim, ona ipak ima potrebu da ostvaruje senjoraž, odnosno emisiju dobiti jer to od nje očekuju vlasti. Centralna banka je tokom niza godina ostvarivala visoke iznose dobiti pa je tako i ovaj posljednji pokušaj bio motivisan potrebom da se realizuje dobit. Sa zlatom su se očigledno uputili u pogrešnom pravcu. Sigurno je da se Centralna banka BiH ne može oslanjati isključivo na "domaću pamet" jer je investiranje na finansijskom tržištu posao visokospecijalizovanih investicionih konsultantskih kuća te je u tom pogledu veoma potrebno i opravdano korištenje usluga eksternih menadžera. Da su konsultovani referentni međunarodni finansijski konsultanti oko investicija u zlato, vrlo vjerovatno da bi odvratili menadžment Centralne banke BiH od namjere da ulažu u zlato upravo iz razloga visokog nivoa špekulativnosti takvih ulaganja. To mogu činiti privatni finansijeri, i investitori koji sebi mogu dozvoliti ogromne zarade alii gubitke.

#### 4. ZAKLJUČAK

Upravljanje zvaničnim deviznim rezervama koje vrše centralne banke odgovoran je i složen posao. Struktura deviznih rezervi, odnosno struktura ulaganja se mijenja zaviso od makroekonomske situacije u kojoj se ekonomija zemlje nalazi i od politika investiranja koje slijede pojedine centralne banke.

U radu smo uočili da banke u nekim zemljama bivše države imaju različite politike ulaganja i držanja zlata u svojim deviznim rezervama. Pošto centralne banke imaju specifične zadatke, to su i njihova upravljanja i investiranja deviznih rezervi specifična i zasnovana prvenstveno na principima sigurnosti i opreznosti te efikasnosti upravljanja. Utvrdili smo da politika ulaganja Centralne banke BiH u zlato nije bila u dovoljnoj mjeri konzistentna te da je u kratkoročnom periodu dovela do gubitaka.

U zemljama okruženja centralne banke vode dosta slične politike ulaganja deviznih rezervi sa različitim efektima. Osnovni kriteriji tih politika su sigurnost i likvidnost ulaganja jer devizne rezerve treba prije svega da osiguraju likvidnost zemlje u plaćanjima prema inostranstvu. U pogledu ulaganja, odnosno držanja deviznih rezervi u obliku monetarnog zlata politike zemalja u okruženju su različite. Hrvatska nema zlata u portfelju deviznih rezervi, dok Srbija kao jedini proizvođač zlata na prostoru bivše države ima značajno učešće zlata u svojim deviznim rezervama. Centralna banka BiH je svojevremeno rasprodala svoje zlatne rezerve koje je naslijedila u procesu sukcesije da bi nedavno ponovo kupovala zlato i to u dva navrata po dosta vi-

sokim tržišnim cijenama koje su bile determinisane svjetskom ekonomskom krizom. Naime, cijene zlata na tržištu ubrzano rastu u uslovima krize jer tada postaju jedina atraktivna roba za investitore. Nakon kriza dolazi do smirivanja cijena zlata. Centralna banka BiH je zlato kupovala po cijenama koje su bile blizu maksimalnih da bi ponovo otkupila zlato kada je došlo do prvog pada njegove cijene. Međutim, poslije dolazi do velikog pada tržišne cijene zlata. S obzirom na to da se imovina u bilansu Centralne banke mora računovodstveno evidentirati po tržišnoj fer vrijednosti, Centralna banka BiH bilježi značajne gubitke po osnovu vrijednosti zlata koje posjeduje u svom portfelju. Taj gubitak je istina nerealizovani gubitak, ali tek prodajom zlata, što ne mora biti nužno, to će biti i realizovani gubitak. Istina je da je Centralna banka tokom svog poslovanja, posebno posljednjih godina prije ekonomske krize, realizovala značajne dobitke.

Važna je činjenica da zlato čini tek mali procenat ukupnih deviznih rezervi te time ne bi trebala biti ugrožena likvidnost Centralne banke, odnosno zemlje prema inostranstvu. Promjenjivost cijena zlata na tržištu utječe da ono nije likvidna imovina jer mu je cijena u budućnosti neizvjesna te njegove eventualne prodaje mogu izazvati gubitke centralne banke. Zato za male centralne banke nije preporučiva trgovina zlatom jer prosto odudara od principa sigurnosti i likvidnosti poslovanja centralne banke kojima se ona primarno rukovodi u svom poslovanju.

## INVESTMENT OF OFFICIAL FOREIGN EXCHANGE RESERVES INTO GOLD

### SUMMARY:

*Official foreign exchange reserves in central banks are kept in various forms, which need to be selected so as to provide optimal liquidity of a country towards other countries, full support to the monetary policy of the country, particularly in exchange rate policy, public debt management and the fulfillment of obligations towards foreign countries. The policy for the investment of foreign exchange reserves is very specific in the terms of investment policies of other private and institutional investors. We observed the partial investment of foreign exchange reserves of Central Banks into gold with a focus on a policy of investment into gold of the Central Bank of Bosnia and Herzegovina. The main objective of this paper is to prove the feasibility of investing into gold in a situation where gold as a monetary medium does not hold significance as it used to.*

**Key words:** *Central Bank, official foreign exchange reserves, investment of official foreign exchange reserves, investment into gold*

**JEL:** *G2, G21, F31, E5, E58*

**LITERATURA**

1. “Doktor Propast” veruje u zlato, NIN, 2009.
2. Godišnje izvješće Narodne banke Hrvatske, 2012., Dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/godisnje/2012/h-god-2012.pdf>.
3. Kardum, Ž. Zašto je pametno ulagati u beskorisno i dosadno zlato, Zagreb, Globus, 2011.
4. Kovačević, R. Međunarodno tržište kapitala – savremene tendencije, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2012.
5. Kraj zlatne groznice , (2013), NIN, 06.juni
6. Maloney, M. Guide to Investing in Gold and Silver, New York-Boston, Business Plus, 2008.
7. Nugeé, J. Foreign Reserves Management ,Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks. No.19., p. 29.
8. Rekord: Unca zlata 1100 dolara, Politika, 2009.
9. Roache, S., & Rossi, M., The Effects of Economic News on Commodity Prices: Is Gold Just Another Commodity, IMF Working Paper, WP/09/140, 2009.
10. Rodrik, D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. NBER, Working Paper, No. 11952, Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
11. Šoja, T. Upravljanje deviznim rezervama Centralnih banaka, magistarski rad, Ekonomski fakultet Univerziteta u Istočnom Sarajevu, 2014.
12. Spasite švajcarsko zlato, Politika, 2011.
13. World Gold Council, Dostupno na: [www.gold.org/government-affairs/central\\_bank\\_gold\\_agreements/2014](http://www.gold.org/government-affairs/central_bank_gold_agreements/2014). (pristupljeno, 03.03.2014).
14. World Gold Council, Dostupno na: [www.gold.org/government-affairs/gold\\_as\\_a\\_monetary\\_asset](http://www.gold.org/government-affairs/gold_as_a_monetary_asset), 2014. (pristupljeno, 03.03.2014.)
15. Zakono Centralnoj banci BiH, Dostupno na: [http://www.ads.gov.ba/v2/attachments/2270\\_zakon\\_o\\_centralnoj\\_banci\\_1\\_97.pdf](http://www.ads.gov.ba/v2/attachments/2270_zakon_o_centralnoj_banci_1_97.pdf)
16. [http://www.cbbih.ba/files/finansijski\\_izvjestaj/2013/fin\\_report\\_q1\\_2013\\_bs.pdf](http://www.cbbih.ba/files/finansijski_izvjestaj/2013/fin_report_q1_2013_bs.pdf)