

**INSTITUT DRUŠTVENIH NAUKA**  
Centar za ekonomska istraživanja

**(ANTI)LIBERALIZAM  
I EKONOMIJA**

**BEOGRAD, 2014**

Uređivački odbor:

Dr Veselin Vukotić

Dr Danilo Šuković

Dr Mirjana Rašević

Dr Slobodan Maksimović

Dr Vladimir Goati

Izdaje:

**Centar za ekonomska istraživanja Instituta društvenih nauka**

Za izdavača:

Dr Danilo Šuković

Izdavanje ove knjige finansijski su pomogli:

**Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja**

Štampa:

**Newpress, Smederevo**

Tiraž:

400

**ISBN: 978-86-7093-152-7**

CIP - Katalogizacija u publikaciji  
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

330.82(082)

338.1(082)

336.76(082)

(ANT)LIBERALIZAM i ekonomija /  
[uređivački odbor Veselin Vukotić ... [et  
al.], - Beograd : Institut društvenih nauka,  
Centar za ekonomska istraživanja, 2014  
(Smederevo : Newpress). - 424 str. : graf.  
prikazi, tabele ; 24 cm

"Tradicionalni naučni skup Centra za  
ekonomska istraživanja..." --> str. [425]. -  
Tiraž 400. - Str. 7: Predgovor / Danilo  
Šuković. - Napomene i bibliografske reference  
uz tekst. - Bibliografija uz svaki rad.

ISBN 978-86-7093-152-7

1. Вукотић, Веселин [члан уредничког одбора]

а) Либерализам - Зборници б) Привредни

развој - Зборници с) Тржиште - Зборници д)

Глобализација - Зборници

COBISS.SR-ID 207396108

© 2011. Institut društvenih nauka – Centar za ekonomska istraživanja

Sva prava zadržana. Nijedan deo ove knjige ne može biti reprodukovan, presnimavan ili prenošen bilo kojim sredstvom, elektronskim, mehaničkim, za kopiranje ili na bilo koji drugi način, bez prethodne saglasnosti izdavača.

# UTICAJ IZBORA REŽIMA DEVIZNOG KURSA NA SUVERENOST U POGLEDU VOĐENJA NACIONALNE MONETARNE POLITIKE

## Apstrakt

Za jednu monetarnu vlast se može reći da je suverena ukoliko njeni nosioci poseduju nezavisnost u regulisanju svih pitanja koja se odnose na emisiju novca i vođenje monetarne politike u funkciji postizanja krajnjih ciljeva usvojene makroekonomske politike. Nosilac monetarne suverenosti u jednoj državi isključivo može biti centralna banka. Odluka o tome da li da se izabere režim fiksnog ili fleksibilnog deviznog kursa zapravo predstavlja izbor između dve opcije: imati ili ne nezavisnu monetarnu politiku. U radu su prikazane prednosti i nedostaci fiksnog i fleksibilnog režima deviznog kursa. Zatim će biti više reči o monetarnoj uniji, evroizaciji i valutnim odborima i o njihovom uticaju na vođenje nezavisne nacionalne monetarne politike. Na kraju će biti predstavljeni efekti primenjene evroizacije u Crnoj Gori, ali i potencijalni efekti njene primene u Srbiji.

*Ključne reči: fiksni devizni kurs, fleksibilni devizni kurs, monetarna politika, neoliberalizam, suverenitet*

## EFFECT OF EXCHANGE RATE REGIME CHOICE ON SOVEREIGNTY IN IMPLEMENTING NATIONAL MONETARY POLICY

## Abstract

It can be said that a monetary authority is sovereign if its representatives have the independence to regulate all matters relating to the issue of money creation and monetary policies aimed at achieving the ultimate goals of adopted macroeconomic policies. Bearer of monetary sovereignty in a country can only be a central bank. Decisions about choosing a fixed or flexible exchange rate regimes, actually represents a choice between two options: have or not have an independent monetary policy. The paper will be presented the advantages and disadvantages of fixed and flexible exchange rate regime. It will be discussed on monetary union, euroisation and the currency board and their impact on the conduct of independent national monetary policy. In the end, the paper analysis the results of applied euroisation in Montenegro and the potential benefits of applied euroisation in Serbia.

*Keywords: fixed exchange rate, flexible exchange rate, monetary policy, neoliberalism, sovereignty*

## 1. UVOD

Neoliberalizam nastoji da minimizira ulogu države, a naročito je protiv bilo kakvog njenog mešanja u tržište. Neoliberalni stav prema tržištima je u suštini *laissez-faire*, koji nagoveštava njihovu slobodu i smanjenu regulaciju države. Politika neoliberalizma se bazira na nekoliko principa od kojih su najvažniji: deregulacija tržišta rada, smanjenje državne intervencije u tržišnu ekonomiju, nezavisnost centralnih banaka, sve manja uloga države u upravljanju tražnjom, deregulacija i liberalizacija nacionalnih i međunarodnih finansijskih tržišta.

---

<sup>1</sup> Institut društvenih nauka, Centar za ekonomska istraživanja

Rad je deo istraživanja na projektu: III 47010 „Društvene transformacije u procesu evropskih integracija – multidisciplinarni pristup“ koji je finansiran od strane Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije

Međutim, treba konstatovati i to da je ekonomska kriza upravo dovela u pitanje ispravnost neoliberalne doktrine, a po mišljenju mnogih, čak i do njenog kraha. Stiglitz ističe da je dogma, da je tržište pouzdan mehanizam, netačna.<sup>2</sup> U nastavku će se analizirati na koji način izbor režima deviznog kursa (fiksni ili fleksibilni) utiče na nezavisnost centralne banke, kao jednog od postulata neoliberalizma.

## 2. FIKSNI VS. FLEKSIBILNI DEVIZNI KURS

Za jednu monetarnu vlast se može reći da je suverena ukoliko njeni nosioci poseduju nezavisnost u regulisanju svih pitanja koja se odnose na emisiju novca i vođenje monetarne politike u funkciji postizanja krajnjih ciljeva usvojene makroekonomske politike. Nosilac monetarne suverenosti u jednoj državi isključivo može biti centralna banka.

Odluka o tome da li da se izabere režim fiksnog ili fleksibilnog deviznog kursa zapravo predstavlja izbor između dve opcije: imati ili ne nezavisnu monetarnu politiku. Pri fiksnom deviznom kursu država određuje vrednost svoje nacionalne valute ili vezuje njenu vrednost za neku drugu referentnu meru vrednosti poput zlata koje se koristilo u prošlosti, korpe valuta ili široko rasprostranjenih konvertibilnih valuta kao što su dolar i evro. Za ovaj režim deviznog kursa je karakteristično to da monetarna politika nije nezavisna i ne može se njenim posredstvom uticati na ukupnu ponudu novca.<sup>3</sup>

Kada je reč o režimu fluktuirajućeg deviznog kursa, vrednost valute se određuje na osnovu ponude i tražnje na deviznom tržištu, tj. vrednost kursa se određuje na tržištu, ali variranje vrednosti valute je utvrđeno u određenim granicama. U ovom režimu deviznog kursa monetarna politika postaje jako važno sredstvo makroekonomskog regulisanja privrednih tokova i to se navodi kao osnovna prednost ovog režima deviznog kursa. Lakše se ostvaruje uravnoteženje platnog bilansa koje iziskuje niži nivo potrebnih deviznih rezervi. Ukoliko uzmemo za primer odluku o sprovođenju ekspanzivne monetarne politike, možemo videti da se posledice njene primene ogledaju u tome da raste društveni proizvod (kada je realni društveni proizvod na nižem nivou od potencijalnog), snižavaju kamatne stope, pospešuju izvozne performanse nacionalnih kompanija i samim tim, u ovom režimu deviznog kursa, na kratak rok, monetarna ekonomija ostvaruje značajne reperkusije na realnu ekonomiju.<sup>4</sup>

Argumenti u korist fleksibilnog deviznog kursa:<sup>5</sup>

- Promene deviznog kursa su nužne kako bi se kompenzovale razlike u stopama inflacije. Fiksni kursevi mogu se samo sporadično menjati, pa će sticajem takvih okolnosti valuta duži vremenski period zadržati neadekvatan paritet. Ispravke deviznog kursa ovoga tipa su lako predvidive i izazivaju špekulativne napade.
- Promene deviznog kursa takođe su neophodne kako bi se moglo reagovati i odgovoriti na spoljne šokove, na primer prilikom rasta cena energije, pojave novih konkurenata i sl. Uz postojanje fiksnog kursa, ili se menja cena valute ili se sve ostale cene moraju promeniti. Ovo drugo rešenje bi veoma dugo trajalo, a kao moguća varijanta se navodi i to da bi bilo kakav pritisak na cene i zarade doneo rezultate tek po aktiviranju mehanizma Filipsove krive, tj. tek ako bi se najpre javila nezaposlenost (Grafikon 1). Takođe, fiksni kursevi nisu otporni na krize. Samo one države bez ranjivih tačaka i sa kredibilnom cen-

2 Šuković Danilo, *Nejednakosti, nezaposlenost i kriza*, Institut društvenih nauka, Beograd, 2013, str. 13-14.

3 Rose Andrew, *Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky*, Journal of Economic Literature, 2011, Vol. 49, Issue 3, pp. 653-657.

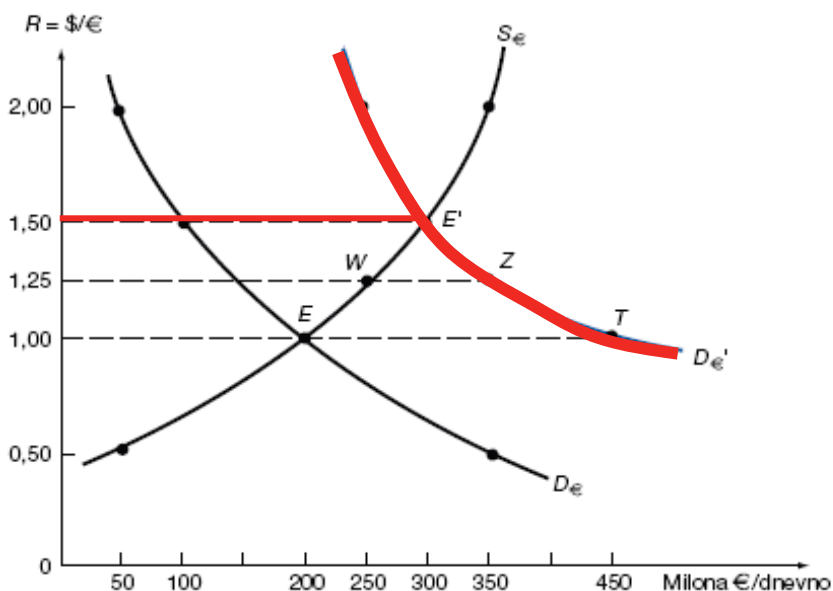
4 Sun Wei and Lian An, *Dynamics of floating exchange rate: how important are capital flows relative to macroeconomic fundamentals?* Journal of Economics & Finance, 2011, Vol. 35, Issue 4, pp. 456-458.

5 Burda Majkl i Vploš Čarls, *Makroekonomija*, Centar za liberalno-emokratske studije, 2004, str. 521-527.

tralnom bankom se mogu smatrati imunim na špekulativne udare. U slučaju recesije, režim fleksibilnog deviznog kursa pomaže da se ona ublaži, odnosno omogućava manji pad proizvodnje, a kada je u pitanju inflacija, daje više prostora da se obuzda njen rast.

- Zemlja sve instrumente ekonomske politike može da koristi za postizanje isključivo domaćih ciljeva pune zaposlenosti uz cenovnu stabilnost, ekonomski rast, ravnomernu raspodelu dohotka i sl. Primena ovog režima deviznog kursa smanjuje udar na plate zaposlenih, jer kod fiksnog deviznog kursa smanjenje potrošnje mora da se ostvari sniženjem zarada i zaposlenosti. Olakšava se ekonomska saradnja sa inostranstvom i manja je mogućnost da dođe do potcenjenosti ili precenjenosti nacionalne valute nego kod fiksnog kursa.

Grafikon 1. Argument tržišne efikasnosti u korist fleksibilnog deviznog kursa



Izvor: Kellard Neil, Newbold Paul, Rayner Tony, *Evaluating currency market efficiency: are cointegration test appropriate?*, Applied Financial Economics, 2001, 11, pp. 681-691.

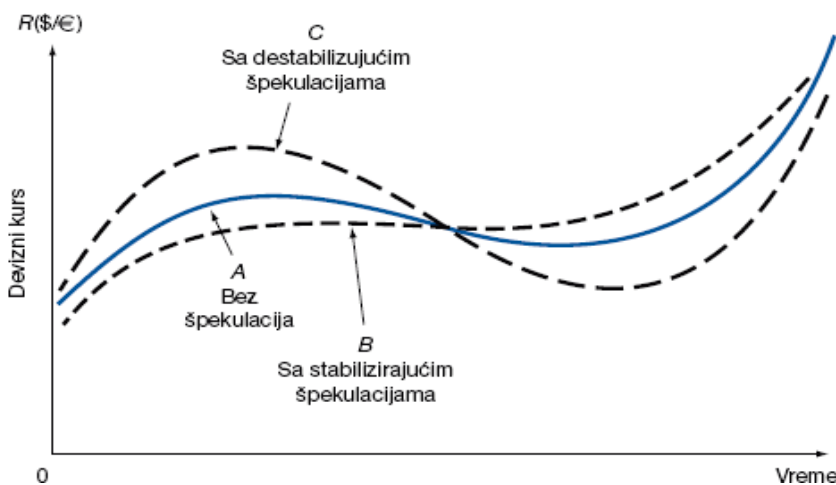
Argumenti u korist fiksnog deviznog kursa: <sup>6</sup>

- Ovi argumenti su ujedno i argumenti protiv fleksibilnog deviznog kursa, ali i stava da tržište može bolje da reguliše kurs od države. Slobodno plivajući devizni kursevi imaju tendenciju preširokih fluktuacija i to mnogo širih nego što bi se moglo pripisati razlikama u inflaciji ili nekim realnim poremećajima na tržištu. Svako odstupanje znači da se devizni kurs udaljava od svog ravnotežnog nivoa. Velika je verovatnoća da će pri fleksibilnom kursu biti zastupljene destabilizujuće špekulacije (Grafikon 2). Kada kurs raste, tj. domaća valuta depresira, biće zastupljen i rast kupovine strane valute, zbog očekivanja da će tendencija rasta kursa biti nastavljena i u budućnosti. Stoga će fluktuacije deviznog kursa koje proizlaze iz privrednih ciklusa samo biti pojačane, a time i nezvesnost i rizici.

<sup>6</sup> Burda Majkl i Vploš Čarls, *Makroekonomija*, Centar za liberalno-emokratske studije, 2004, str. 521-527.

- Na deviznom tržištu vlada prilična neizvesnost koja donosi velike profite onima čije procene se pokažu kao dobre, a velike gubitke onima koji nisu imali dobre procene u pogledu odnosa valuta. Može se zaključiti da su kretanja na deviznom tržištu neregularna i da sa sobom donose neizvesnost i nestabilnost koja se preliva na privredu.

Grafikon 2. Fluktuacije deviznog kursa u odsustvu špekulacija i u slučajevima stabilizujućih i destabilizujućih špekulacija



Izvor: Röthig Andreas, Semmler Willi, Flaschel Peter, *Hedging, speculation, and investment in balance-sheet triggered currency crises*, Australian Economic Papers, 2007, Vol. 46 Issue 3, pp. 224-233.

- Feksibilni devizni kursevi teže da prebace ravnotežni nivo kursa u oba pravca. Stoga izazivaju rast cena pri depresijacijama, a ne dovode do pada cena pri apresijacijama.

Možemo videti na osnovu zabeleženih podataka iz Tabele 1. da u periodu sa zastupljenim režimima fleksibilnog deviznog kursa beleže višu stopu rasta GDP-a, višu stopu inflacije, kao i nižu stopu nezaposlenosti u odnosu na periode u kojima je bio zastupljen režim fiksnog deviznog kursa.

Tabela 1. Makroekonomske performanse zemalja pri fleksibilnim (1960-1973) i fiksnim (1983-2005) deviznim kursovima

Zemlja	Realni rast GDP-a		Stopa inflacije		Stopa nezaposlenosti	
	1960-1973	1983-2005	1960-1973	1983-2005	1960-1973	1983-2005
SAD	3,7	3,5	2,8	3,1	4,9	6,0
Japan	11,0	2,4	5,6	0,8	1,2	3,4
Nemačka	5,5	2,0	2,9	2,0	0,6	7,8
Velika Britanija	2,9	2,5	4,5	3,4	2,8	7,8
Francuska	6,0	2,1	4,3	2,9	1,8	10,1
Italija	5,7	1,8	3,8	4,9	3,1	9,7
Kanada	5,0	3,1	2,8	3,0	5,1	9,0
<i>Ponderisani prosek</i>	<i>5,7</i>	<i>2,9</i>	<i>3,8</i>	<i>2,6</i>	<i>2,8</i>	<i>6,3</i>

Izvor: OECD, Economic Outlook, Paris

Generalno posmatrano većina ekonomista ističe svoj stav u kojem prednost daje fleksibilnom deviznom kursu iz razloga što može da reaguje na promene na deviznim tržištu. S druge strane, u određenim okolnostima fiksni devizni kurs može predstavljati bolju opciju zbog veće stabilnosti koju daje valuti. Kada je reč o Srbiji, prvo što moramo konstatovati jesto to da je reč o zemlji koja znatno više proizvoda i usluga uvozi nego što izvozi i da samim tim beleži značajan deficit platnog bilansa i odliv deviznih sredstava. Srbija, ne poseduje ni stabilne i predvidive prilive deviza. Sve ovo navedeno govori u prilog konstataciji da fiksni devizni kurs nije dobro rešenje jer bi dovelo do iscrpljivanja deviznih rezervi od strane Narodne banke Srbije koja bi svakodnevnim intervencijama morala da održava taj utvrđeni odnos domaće i strane valute i nakon toga se opet vrati na režim fleksibilnog deviznog kursa. Uvoznicima je u interesu da domaća valuta bude što jača. Međutim, u uslovima kada su takve okolnosti i ostvarene, jačanje dinara se na žalost, ne reflektuje na sniženje cena već na dodatnoj zaradi uvoznika, a sve to je moguće prevashodno zbog nepostojanja konkurencije.

### 3. MONETARNA UNIJA

Fiksni devizni aranžmani uključuju monetarnu uniju, evroizaciju i valutni odbor. Odluka o stvaranju monetarne unije se može tumačiti i kao poslednji korak u neprestanim naporima očuvanja stabilnosti deviznih kurseva između evropskih zemalja. Monetarna unija pretpostavlja gubitak monetarnog suvereniteta, krunisanog prihvatanjem zajedničke valute za veći broj zemalja članica unije i eliminisanjem nacionalnih valuta.<sup>7</sup> Nacionalne centralne banke ostaju bez emisione funkcije i monetarna politika se izdiže na nivo evropskih institucija. Evropska centralna banka ima ekskluzivno pravo da štampa novac.

U valutnim odborima monetarna vlast ima obavezu održavanja nivoa deviznih rezervi 100% u odnosu na monetarnu bazu. Režim podseća na zlatni standard, samo bez zlata kao osnove deviznog sistema, jer se novčana masa širi i sužava automatski sa platnobilansnom pozicijom, pri čemu je izgubljen prostor za diskrecionu monetarnu politiku, uključujući njenu ulogu kao zajmodavca u krajnjoj instanci. Zemlje prihvataju ovaj aranžman kada se nađu u dubokoj finansijskoj krizi, ne bi li se uspešno izborile sa inflacijom.<sup>8</sup> Evroizacija je termin za veoma rasprostranjenu upotrebu strane valute kao platežnog sredstva u jednoj nacionalnoj ekonomiji. U nastavku će biti dat osvrt na prednosti i nedostatke gubitka liberalizma u vodenju nacionalne monetarne politike.

Koristi od zajedničke valute:<sup>9</sup>

1. Direktni dobitak od eliminisanja transakcionih troškova.<sup>10</sup>

Ovaj dobitak je svakako najzapaženiji, ali i najmerljiviji jer prelaskom na zajedničku evropsku valutu ti troškovi praktično prestaju da postoje. Izveštaji u različitim državama su pokazali da oko 5% bankarskih prihoda potiče od izdatih naloga banaka da im se izvrši isplata za zamenu nacionalne valute. Ovaj izvor prihoda banaka bi automatski nestao prelaskom na zajedničku valutu.

7 Adão Bernardino, *A model of a small open economy integrated in a monetary union*, Portuguese Economic Journal, 2010, Vol. 9 Issue 3, pp. 195-200.

8 Gedeon, Shirley J, Djonlagic Dzenan, *Monetary Policy in Bosnia and Herzegovina Under the Currency Board Regime*, Eastern European Economics, 2009, Vol. 47 Issue 2, pp. 22-25.

9 Grauwe Paul, *Ekonomija monetarne unije*, Izdavačka knjižarnica Zorana Stojanovića Sremski Karlovci, Novi Sad, 2004, str. 112-122.

10 Transakcioni troškovi se mogu izračunati na sledeći način:  $T = p \times DT / BDP$ , gde je:

$T$  - transakcioni troškovi (kao % bruto domaćeg proizvoda)

$p$  - prosečna provizija za promenu valuta (u %)

$DT$  - iznos deviznih transakcija

$BDP$  - bruto domaći proizvod

Prethodno konstatovano ne treba da navodi na zaključak da je dobitak za javnost umanjen gubitkom banaka. Reč je o transakcionim troškovima koji predstavljaju nepotreban gubitak u vezi sa konverzijom novca. Ove troškove snose potrošači koji u zamenu za plaćeni iznos ne dobijaju ništa i stoga banke treba da pronalaze nova profitabilna područja poslovanja od kojih će svakako i društvo ostvariti određene koristi.

## 2. Indirektni dobitci od eliminisanja transakcionih troškova.

Ovaj dobitak je manje merljiv od prethodno pomenutih direktnih dobitaka. Uvođenje evra kao zajedničke valute bi trebalo da dovede do veće transparentnosti cena proizvoda i usluga u smislu da su sada cene svuda izražene u jednoj valuti i omogućavaju potrošačima lakše poređenje, ali i kupovinu tamo gde su one niže, čime se u krajnjem slučaju povećava i konkurentnost pri čemu korist ostvaruju potrošači koji su sada suočeni sa nižim cenama. Umesto dosadašnje varijacije u nivou cena istih proizvoda u pojedinim zemljama, konkurencijom će doći do njihovog ujednačavanja na nižem nivou.

## 3. Dobici od manje neizvesnosti deviznog kursa i cenovni mehanizam.

Neizvesnost budućih promena deviznih kurseva svakako dovodi do neizvesnosti budućih prihoda kompanija. Ovo dalje vodi gubitku blagostanja onih pojedinaca koji nisu skloni riziku. Ovo sve nas navodi na zaključak da eliminisanjem rizika zamene jedne valute u drugu, eliminišemo i izvore neizvesnosti, a samim tim se povećava i blagostanje. Takođe, možemo konstatovati i to da neizvesnost deviznog kursa dovodi i do neizvesnosti budućih cena proizvoda i usluga. Privredni subjekti svoje odluke o investiranju, proizvodnji, potrošnji donose bazirajući se na informacijama koje se vezuju za cenovni sistem. Svakako da će neizvesnost u pogledu cena smanjiti kvalitet odluka donetih od strane privrednih subjekata. U tom smislu, cenovni sistem, koji pruža smernice privrednim subjektima o proizvodnji, investicijama, postaje manje pouzdan kao mehanizam za alokaciju ograničenih resursa. Takođe, važno je pomenuti i snižene troškove hedžinga kao rezultat manje neizvesnosti deviznog kursa, ali i tzv. Rouzov efekat kojim se mere efekti eliminisanja nestabilnosti deviznog kursa na međunarodnu trgovinu. Njime se potvrđuje da je trgovina između država sa jedinstvenom valutom nekoliko puta veća od trgovine država koje koriste različite valute. Ovim efektom se ističe da smanjenje od 1% devijacije deviznog kursa obezbeđuje povećanje rasta trgovine za 1,8%.<sup>11</sup>

4. Povećanje investicija je logična posledica uvođenja evra kao zajedničke valute, jer se ukidaju barijere za ulaganje kapitala, a i smanjuje rizik.

5. Niže kamatne stope, kao rezultat dugoročnog sporazuma između zemalja članica da sprovede politiku niskih stopa inflacije.

6. Ekonomija obima, jer celokupno područje monetarne unije predstavlja tržište nabavke i prodaje.

Međutim, vođenje monetarne politike na nivou monetarne unije iziskuje i određene troškove:<sup>12</sup>

1. Gubitak suverenosti pojedinih vlada da vode politiku koja je lokalno orijentisana.
2. Gubitak autonomije u delu vođenja makroekonomske politike (politike deviznog kursa, kamatnih stopa, inflacije, fiskalne politike).
3. Nemogućnost da se reaguje na specifične šokove koji mogu potresti zemlju.
4. Nemogućnost vođenja asimetrične makroekonomske politike koja bi mogla više odgovarati nekoj zemlji u datom trenutku.

11 Cafiso Gianluca, *The Euro's Influence Upon Trade: Rose effect versus Border effect*, European Central Bank, Working Paper No. 941, 2008, pp. 10-15.

12 Vukotić Veselin, *Makroekonomski računi i modeli*, CID Podgorica, 2001, str. 487.



Argument o autonomiji makroekonomske politike ima direktne posledice na debatu o izboru režima deviznog kursa. Osnovna slabost fiksnog kursa pri punoj mobilnosti kapitala se ogleda u nemogućnosti vođenja nezavisne monetarne politike. To od centralne banke zahteva da u potpunosti odustane od pokušaja da kreira domaću monetarnu sferu. Kao rezultat, fiksni devizni kurs sklon je špekulativnim krizama i ima veoma skromne mogućnosti opstanka. Ono što je potrebno naglasiti jeste da više nije reč samo o izboru između fiksnog ili fleksibilnog deviznog kursa nego i o izboru režima kapitalne mobilnosti (finansijska liberalizacija). S toga, verovatnoća održanja fiksnog kursa raste ukoliko se uvede kapitalna kontrola. Isto tako, zemlje koje daju prednost slobodnom kretanju kapitala, trebalo bi da napuste politiku fiksnog deviznog kursa.<sup>13</sup>

#### 4. EVROIZACIJA (OSVRT NA SRBIJU I CRNU GORU)

Evroizacija je oblik deviznog aranžmana koji u odnosu na prethodno dva navedena, ide korak dalje, u smislu da u potpunosti ukida nacionalnu monetarnu suverenost. Kada država napusti svoju nacionalnu valutu, ona istovremeno gubi mogućnost da upravlja nacionalnom monetarnom politikom i ograničava vladu da upravlja domaćom ekonomijom.<sup>14</sup> Drugim rečima, u takvoj konstelaciji stvari, nacionalna centralna banka prestaje da postoji ili gubi relanu moć. Na taj način država se odriče prava da utiče na promenu cena valute (putem devalvacije ili revaloracije), da određuje količinu novca u opticaju ili da menja kratkoročne kamatne stope. Ovde je potrebno rasvetliti prednosti koje država ostvaruje sprovođenjem nezavisne monetarne politike (uključujući i promenu cena valute). Postoje mnogobrojne situacije u kojima je sprovođenje nezavisne monetarne politike od velike koristi za nacionalnu državu. Na primer, upotreba deviznog kursa kao instrumenta monetarne politike je korisna zato što određene razlike među državama zahtevaju promene deviznog kursa.<sup>15</sup> U nastavku će biti više reči o uvođenju evroizacije u Crnoj Gori.

Crna Gora, kao mala zemlja u tranziciji, uvela je režim delimične evroizacije novembra 1999. godine, kada je za zvanično sredstvo plaćanja proglašena nemačka marka. Godinu dana kasnije, novembra 2000. godine, uspostavljen je režim tzv. pune zvanične evroizacije, kada se vrši demonetizacija dinara na teritoriji Crne Gore, da bi 2002. godine nemačka marka bila zvanično istisnuta iz prometa i zamenjena evrom, kao jedinim zakonskim sredstvom plaćanja. Ovo bi se moglo sagledati i kao otvaranje Crne Gore ka svetu koje poseduje implikacije i u svim ostalim makroekonomskim politikama (fiskalna politika, spoljna trgovina, carine) koje treba da se sprovede u duhu otvorenosti. Na taj način se svakako stvaraju uslovi za internacionalizaciju kako ekonomskog, tako i svakodnevnog života ljudi. Mnogi autori ovaj potez smatraju jednom od najradikalnijih mera ekonomske istorije Crne Gore. Međutim, ta činjenica znači i to da Crna Gora ne može uticati na šampanje evra, na devizni kurs evra, tj. da ne može voditi monetarnu politiku. Uvođenje evra znači da se Crna Gora uključuje u međunarodnu konkurenciju i da treba da poseduje dovoljno proizvoda i usluga koje može da plasira na strana tržišta, da na taj način dođe do neophodnih sredstava u stranoj valuti (evro) kako bi njima kupovala sredstva iz inostranstva.<sup>16</sup>

Sam smisao uvođenja evroizacije u Crnoj Gori se ogledao u tome da se ostvare sve njene prednosti koje se navode kako u teoriji, tako i u praksi, a prevashodno se tiču smanjenja stope

13 Angkinand Apanard, Sawanggoenyuang Wanvimol, Wihlborg Clas, *Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-Country Analysis*, International Review of Finance, 2010, Vol. 10 Issue 2, pp.264-269.

14 Neanidis Kyriakos, *Financial Dollarization and European Union Membership*, International Finance, 2010, Vol. 13 Issue 2, pp. 260-263.

15 Grauwe Paul, *Ekonomija monetarne unije*, Izdavačka knjižarnica Zorana Stojanovića Sremski Karlovci, Novi Sad, 2004, str. 29.

16 Vukotić Veselin, *Makroekonomski računi i modeli*, CID Podgorica, 2001, str. 486-487.

inflacije i cenovne stabilnosti. Međutim, nakon uvođenja ovog režima monetarne politike, u Crnoj Gori stopa inflacije se ipak zadržala na visokom nivou od preko 10%, dok je stopa privrednog rasta ostala na nivou nižem od 1%. Takođe kamatne stope, kako nominalne, tako i realne, ostale su na visokom nivou, finansijska disciplina takođe nije poboljšana, ali je zabeležena eliminacija valutnog rizika sa euro-zonom.<sup>17</sup>

Međutim, možemo konstatovati da Crna Gora uvođenjem evroizacije u suštini nije ni izgubila nezavisnost. Naime, kao troškovi zvanične evroizacije uglavnom se navode sledeći: gubitak senjoraže,<sup>18</sup> gubitak centralne banke kao kreditora krajnje instance, troškovi konverzije cena, gubitak monetarne suverenosti, gubitak na fleksibilnosti devizne i monetarne politike i sl. Međutim, većinu ovih gubitaka Crna Gora zapravo nije ni mogla da pretrpi iz razloga što ni pre uvođenja zvanične evroizacije nije vršila emisiju novca jer je u opticaju cirkulisao dinar kao zvanična valuta, koju je emitovala Narodna banka Jugoslavije. Na taj način, njena centralna banka pre uvođenja ovoga režima zapravo nije imala ulogu kreditora poslednjeg utočišta jer nije posedovala emisiju funkciju, pa samim tim nije mogla usled ovakvih novih okolnosti ni da je izgubi. Na ovaj način možemo zaključiti da je samo došlo do promene zvanične institucije u odnosu na koju je bila zavisna. Prestala je biti zavisna u odnosu na Narodnu banku Srbije, a postala zavisna u odnosu na centralnu banku Nemačke (Bundesbank). Takođe, treba naglasiti i to da centralna banka Crne Gore ipak raspolaže instrumentima koji joj omogućavaju kontrolisanje (u određenoj meri) nivoa likvidnosti u privredi. Svakako da se prvo nameće odgovor da je najefikasniji instrument obavezna rezerva koja u ovakvim okolnostima zapravo pre predstavlja instrument likvidnosti nego instrument monetarnog regulisanja koji doprinosi stabilizaciji monetarnog multiplikatora.<sup>19</sup>

Ako se osvrnemo na situaciju u Srbiji, prema proceni Narodne banke Srbije, stepen evroizacije je veoma visok i iznosi preko 80%. To ukazuje na veliko nepoverenje prema dinaru, tretirajući ga kao slabu valutu, a ujedno je i najbolji indikator koliko je sužen prostor za vođenje nezavisne monetarne politike. Stepent evroizacije je dodatno povećan i nakon privatizacije realnog i finansijskog sektora, kao rezultat priliva kapitala i promene strukture vlasništva bankarskog sektora. Prema podacima Narodne banke Srbije, danas se skoro 70% bankarskog sektora nalazi u rukama stranih vlasnika.<sup>20</sup> Ove banke lako dolaze do stranog kapitala, što ih čini nezavisnim od likvidnosti koju obezbeđuje centralna banka. Konačno, stepen evroizacije je povećan zbog jake tražnje za kreditima u uslovima niske štednje u dinarima i umanjuje uticaj referentne kamatne stope na aktivnu i pasivnu kamatnu stopu poslovnih banaka.<sup>21</sup>

U uslovima priliva kapitala i fiksnog deviznog kursa ne postoje uslovi za vođenje nezavisne monetarne politike. A ako se priliv kapitala ne kontroliše, nezavisnost monetarne politike može obezbediti samo fleksibilnost kursa. Priliv kapitala ne treba zaustavljati, prvo, zato što je pre blagodet, korist, željeno dobro, nego problem (ima više pozitivnih nego negativnih posledica), a drugo zato što je to nemoguće, jer novac uvek nađe način da ude ili izade ukoliko postoji podsticaj.<sup>22</sup>

Uvođenjem evra Srbija bi izgubila monetarnu suverenitet, odnosno nezavisnu monetarnu politiku, a time i samostalno vođenje ekonomske politike. Unilateralnom evroizacijom Narodna

17 Fabris Nikola, *Implications of dollarization with special overview of Montenegro*, Transformations monétaires et financières dans les pays d'Europe centrale et orientale, C.I.R.C.E.E., Les cahiers de recherche, 2009. No. 11, pp. 10-19.

18 Senjoraža predstavlja emisiju dobiti, tj. razliku između nominalne vrednosti novčanica i troškova njigove izrade. To je prihod centralne banke od štampanja novca sa realnim robnim pokrićem.

19 Lakić Slobodan, *Kontroverza: Evroizacija-Valutni odbor, Tranzicioni procesi-Dometi, ograničenja i perspektive (s posebnim osvrtom na Crnu Goru)*, Crnogorska akademija nauka i umjetnosti, Podgorica, 2004, str. 397-400.

20 Narodna banka Srbije, *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema*, Beograd, 2012, str. 59.

21 Dragutinović Diana, *Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije*, Narodna banka Srbije, Beograd, 2008. str.18.

22 Ibid, str.19.

banka Srbije ne bi imala mogućnost da obezbedi likvidnost i stabilnost finansijskog sistema koji bi se u takvim okolnostima bazirao na stranoj valuti. Takođe, postaje inhibirana da instrumentima monetarne politike i politike deviznog kursa utiče na eliminisanje potencijalnih šokova u nacionalnoj ekonomiji. Gubitak suvereniteta u vođenju monetarne politike može predstavljati značajan problem ukoliko ekonomski ciklusi države koja primenjuje režim evroizacije nisu u saglasnosti sa Evropskom monetarnom unijom. Na primer, ukoliko se Evropska monetarna unija nalazi u fazi recesije, u tom slučaju će Evropska centralna banka sprovoditi ekspanzivnu monetarnu politiku i snižavati kamatne stope, dok će se možda sama država (evroizirana) nalaziti u fazi ekspanzije i samim tim bi joj odgovarao potpuno suprotan scenario monetarne politike. Svako odstupanje realnog deviznog kursa od ravnotežnog ima negativne efekte na kamatne stope, GDP, zaposlenost. U nedostatku nezavisne monetarne politike i instrumenata monetarne politike i deviznog kursa, povećava se rigidnost u nadnicama i cenama a time se povećavaju i troškovi u evroiziranoj ekonomiji. Inherentni problem unilateralne evroizacije može biti i neadekvatna fiskalna politika, koja, u nedostatku monetarnih korekcija, može dovesti do većih poreza.

## 5. UMEMO ZAKLJUČKA

Kao što je već konstatovano, neoliberalizam podrazumeva veru u konkurentna tržišta, uz podršku globalne slobodne trgovine i mobilnost kapitala, utemeljenu u tržišno orijentisanoj, ograničenoj državi, koja promoviše fleksibilnost tržišta radne snage, ali i nezavisnost centralnih banaka. Utvrdili smo da režim izbora deviznog kursa u velikoj meri utiče na mogućnost vođenja nezavisne monetarne politike, ali time i na nezavisnost centralnih banaka. U režimu fleksibilnog deviznog kursa nezavisnost monetarne politike je obezbeđena, dok monetarna unija, evroizacija i valutni odbor, kao režimi fiksnog deviznog kursa, donose gubitak monetarnog suvereniteta u jednoj nacionalnoj ekonomiji. Možemo zaključiti da uvođenjem ovih režima neće biti ispunjen jedan od principa neoliberalizma koji se zalaže za nezavisnost centralnih banaka.

Generalno posmatrano, u mnogim okolnostima je fleksibilni devizni kurs bolje rešenje od fiksnog deviznog kursa ili uvođenja evra u monetarni sistem, jer omogućava monetarnim vlastima da brže reaguju na eventualne turbulencije na deviznom tržištu i samim tim pruža veću slobodu u vođenju ekonomske i monetarne politike. U ovom režimu deviznog kursa monetarna politika postaje jako važno sredstvo makroekonomskog regulisanja privrednih tokova i to se navodi kao osnovna prednost ovog režima deviznog kursa. Poznati svetski ekonomista, nobelovac Pol Krugman izjavio je u oktobru 2012. da Srbiji ne bi savetovao fiksiranje deviznog kursa „jer bi to bilo pogubno rešenje“. Ipak, ne postoji univerzalno pravilo prema kojem je jedan režim deviznog kursa recept za više zemalja. Čak i u istoj zemlji mogu se primenjivati različiti kursevi zavisno od toga da li je ta zemlja u tranziciji, u uzlaznoj fazi privrednog razvoja ili u ekonomskoj krizi. Činjenica je da slobodno fluktuiranje kursa dinara može da izazove velike i nepredvidive oscilacije na deviznom tržištu. S druge strane, međutim, odbrana fiksnog kursa zahteva visok nivo deviznih rezervi. Osim toga, taj režim ugrožava izvozni potencijal privrede, koja se uz to teže povezuje sa svetskom privredom. Ako bi se Srbija opredelila za režim fiksnog deviznog kursa, izgubila bi autonomnost u vođenju monetarne politike, jer se ne može istovremeno kontrolisati količina novca i devizni kurs, a i sam trošak održavanja fiksnog kursa je izuzetno visok. Za režim fiksnog deviznog kursa najčešće se opredeljuju države koje beleže visok spolnotrgovinski suficit, što nije karakteristično za Srbiju, koja najveći deo proizvoda i usluga uvozi, kao i za bivše kolonije, koje fiksiraju svoju nacionalnu monetu za jaku valutu zemlje metropole.

## LITERATURA

1. Adão Bernardino, *A model of a small open economy integrated in a monetary union*, Portuguese Economic Journal, 2010, Vol. 9 Issue 3, pp. 195-209.
2. Angkinand Apanard, Sawangngoenyuan Wanvimol, Wihlborg Clas, *Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-Country Analysis*, International Review of Finance, 2010, Vol. 10 Issue 2, pp. 263-292.
3. Burda Majkl i Viploš Čarls, *Makroekonomija*, Centar za liberalno-emokratske studije, 2004.
4. Cafiso Gianluca, *The Euro's Influence Upon Trade: Rose effect versus Border effect*, European Central Bank, Working Paper No. 941, 2008.
5. Dragutinović Diana, *Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije*, Narodna banka Srbije, Beograd, 2008.
6. Fabris Nikola, *Implications of dollarization with special overview of Montenegro*, Transformations monétaires et financières dans lespays d'Europe centrale et orientale, C.I.-R.C.E.E. Les cahiers de recherche, 2009. No. 11, pp. 1-30
7. Gedeon, Shirley J, Djonlagic Dzenan, *Monetary Policy in Bosnia and Herzegovina Under the Currency Board Regime*, Eastern European Economics, 2009, Vol. 47 Issue 2, pp. 21-36.
8. Grauwe Paul, *Ekonomija monetarne unije*, Izdavačka knjižarnica Zorana Stojanovića Sremski Karlovci, Novi Sad, 2004.
9. Kellard Neil, Newbold Paul, Rayner Tony, *Evaluating currency market efficiency: are co-integration test appropriate?*, Applied Financial Economics, 2001, 11, pp. 681-691.
10. Lakić Slobodan, *Kontroverzaz: Evroizacija-Valutni odbor, Tranzicioni procesi-Dometi, ograničenja i perspektive (s posebnim osvrtom na Crnu Goru)*, Crnogorska akademija nauka i umjetnosti, Podgorica, 2004.
11. Narodna banka Srbije, *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema*, Beograd, 2012.
12. Neanidis Kyriakos, *Financial Dollarization and European Union Membership*, International Finance, 2010, Vol. 13 Issue 2, pp. 257-282.
13. Rose Andrew, *Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky*, Journal of Economic Literature, 2011, Vol. 49, Issue 3, pp. 652-672.
14. Röhthig Andreas, Semmler Willi, Flaschel Peter, *Hedging, speculation, and investment in balance-sheet triggered currency crises*, Australian Economic Papers, 2007, Vol. 46 Issue 3, pp. 224-233.
15. Sun Wei and Lian An, *Dynamics of floating exchange rate: how important are capital flows relative to macroeconomic fundamentals?* Journal of Economics & Finance, 2011, Vol. 35. Issue 4, pp. 456-472.
16. Šuković Danilo, *Nejednakosti, nezaposlenost i kriza*, Institut društvenih nauka, Beograd, 2013.
17. Vukotić Veselin, *Makroekonomski računi i modeli*, CID Podgorica, 2001.