

Мр Слободан ЛАКИЋ

КОНТРОВЕРЗА: ДОЛАРИЗАЦИЈА – ВАЛУТНИ ОДБОР

Избор монетарног система (режима) у земљама у транзицији између централне банке са сопственим новцем, валутног одбора и пуне валутне супституције представља економско, политичко и, посебно, питање кредибилитета. Полазећи од економских принципа – користи и трошкова, односно предности и недостатака монетарних аранжмана – поготово валутног одбора (примјер Босне и Херцеговине) и официјелне доларизације (случај Црне Горе или Косова), опредјељење се своди на избор мање лошег рјешења.

С обзиром на кључне макроекономске параметре код нас у претходној деценији и релевантне пројекције (прогнозе), ни један од монетарних аранжмана не може се сматрати „добрим” јер, између осталог, монетарна политика често не може бити јак стабилизатор економије, али се зато негативни ефекти избора монетарног режима могу брзо и дугорочно одразити на економију. Стога се и опредјељење, на жалост, требало свести на мање лоше рјешење (рецимо валутни одбор упркос губитку монетарног суверенитета), узимајући свакако у обзир и значај монетарног сектора у цјелокупној економији и крајње домаћаје монетарне политике, као главних инструмената (уз фискалну) економске политике.

Што се тиче поређења режима доларизације – увођење долара као националне валуте и централне банке са домаћом валутом као законским средством плаћања (који може да представља и код нас је представљао неофицијелну доларизацију), тј. односа користи и трошкова, очигледно је да би под оваквим околностима последице (негативне) на економију Црне Горе биле приближно исте. Стога, узимање у обзир овог односа није релевантно са аспекта анализе ефеката, углавном негативних или позитивних (минорних). Тако-

ђе, овом приликом неће бити дат посебан осврт на стратегију режима девизног курса, која и не мора бити укључена за давање генералне оцјене ефеката пуне доларизације.

1. ВАЛУТНА СУПСТИТУЦИЈА – ДОЛАРИЗАЦИЈА

Доларизација се теоријски и свакако практично посматра као парцијална и комплетна. Незванична – парцијална доларизација је, за разлику од пуне – официјелне, релативно раширена. У случају *неофицијелне доларизације*, поред домаће валуте циркулише обично чврста валута (валута доларизације,¹ сидро) која није легални тендер, а која може да обавља базичне монетарне функције – стабилна калкулациона јединица (*unit of account*), довољно стабилно средство држања финансијске имовине (*store of value*) или поуздано трансакционо средство (*means of exchange*). Доларизација уопште резултат је нестабилних макроекономских (и/или политичких) услова и рационалан одговор којим се настоји извршити диверсификација као резултат изражене домаће валутне кризе. Као што је то случај и са системом валутног одбора, код званичне доларизације не постоји независност монетарне политике (Богетић, 2002. и *Маск*, 2000), односно комплетно доларизована економија комплетно губи монетарну сувереност, тј. сувереност монетарне политике (Ћировић, 2000, *Hanke* и *Schuler*, 1999. или *Gwartney, Schuler* и *Stein*, 2001).

Званична доларизација је законски чин у контексту интервенције владе којом се демонетизује национална валута. У питању је званично напуштање националне валуте и њена замјена са валутом коју емитује друга земља (централна банка), а која постаје легални тендер – законско средство плаћања (ексклузивно или паралелно).² Пуна доларизација економије би требало да буде начин који ће

¹ То су амерички долар (Палау), еуро (Ватикан), швајцарски франак (Лихтенштајн), новозеландски долар (Није), аустралијски долар (Науру), фунта стерлинг (Света Хелена), данска круна (Гренланд), турска лира (Сјеверни Кипар).

² Званична доларизација има више форми, у зависности од тога да ли као законско средство плаћања циркулише једна или двије стране валуте (нпр. новозеландски и амерички долар на Питкеирн острвима, намибијски долар и јужноафрички ранд у Намибији, лоти и ранд у Лесоту, а у посљедња два случаја циркулисање је један за један) када је у питању *званични бимонетарни систем*, да ли циркулише и домаћа валута поред једне (нпр. у Панами балбоа као ковани новац поред долара) или двије стране валуте (Лао ПДР) и какав је однос између домаће и стране валуте као легалних тендера.

олакшати превазилажење монетарне и валутне нестабилности у земљама у развоју. Функционисање доларизоване економије се означава као донекле слично аранжману ортодоксног валутног одбора. Једна од битнијих разлика састоји се у томе да доларизована земља губи сењоражу, док у условима ортодоксног валутног одбора то није случај. У систему валутног одбора, земља задржава своју валуту као легални тендер. Доларизација би, у принципу, требало да буде трајније рјешење, док би валутни одбор представљао транзиторни аранжман.³ Ипак, ефекти мјерени оствареним макроекономским перформансама могу се значајно разликовати између два монетарна режима.

Искуства са званичном доларизацијом постоје широм свијета и наше је мишљење да би их требало посматрати у два периода. Први, отприлике до 2000. године и други након тога. Ово је важно због давања дефинитивне оцјене овог монетарног аранжмана. Наиме, аутори који су нешто раније изучавали ову проблематику углавном су у растућем броју подржавали овај монетарни режим, полазећи прије свега од искуства Панама. Међу значајније аналитичаре, који су своје радове и запажања објављивали посљедњих неколико година,⁴ свакако спадају Steve Hanke (1998, 1999, 2000), Kurt Schuler (1998, 1999, 2000), Andrew Berg и Eduardo Borensztein (1999, 2000), Juan Luis Moreno-Villazas (1999), Жељко Богетић (2000), Connie Mack (2000) и други. Ипак, искуства посљедњих неколико година, укључујући и оно из Црне Горе, када су на сцену ступили нови доларизовани режими, могу довести до неких сасвим супротних закључака. С тим у вези, интересантна литература би могли бити радови сљедећих аутора: Sebastian Edwards и I. Igal Magendzo (2001), Luis Felipe Céspedes и Roberto Chang (2001) Michael W. Klein (2002), Roberto Chang и Andres Velasco (2002), Enrique Mendoza (2002), углавном аналитичка истраживања (модел) објављена у Националном бироу за економска истраживања, као и још неки други аутори.

Данас у свијету егзистира око 30 комплетно доларизованих земаља и територија. Углавном се ради о мањим државама (државама-градовима) и/или екстремно отвореним, често острвским, са попу-

³ По неким ауторима (Ћировић, 2000, нпр.), тешко је спријечити да режим валутног одбора не склизне у режим паралелне валуте.

⁴ У журналу *Cato instituta*, у Joint Economic Committee Staff Report, публикацијама ММФ-а и сл.

лацијом углавном од 1.000 (Питкеирн острва имају 50 становника) до највише 4 милиона становника, као што су Кирибати, Маршалска острва, Науру, Палау, Тувалу, Пуерто Рико, Панама, Микронезија и сл. Од независних европских земаља и територија (не-независних) пуну доларизацију прихватиле су Андора, Сјеверни Кипар, Лихтенштајн, Монако, Луксембург, Сан Марино, Ватикан, Црна Гора и, практично, Косово.⁵ Током посљедње три године доларизовани су Еквадор, Ел Салвадор и Гватемала. У већини споменутих и других доларизованих економија не постоји контрола мобилности капитала или било које врсте финансијских трансакција. Наиме, 6 од 14 независних доларизованих економија су на листи OECD-а – „Недолични порески рајеви”, земље чије лабаве финансијске регулативе, према OECD-у, омогућавају појединцима и корпорацијама да избјегну порезе (Edwards, Magendzo, 2001).

Званична доларизација се најдуже одржала у *Панами*, која је 1904. увела долар као законско средство плаћања. Национална валута – балбоа има углавном симболичан значај. Најзначајнији резултат у Панами ефектуиран је умањењем инфлације. Током деведесетих година прошлог вијека, стопа инфлације је износила око 1% годишње. Такође, у деведесетим раст реалног БДП био је 4,4% годишње. Фискална дисциплина није одржана, а ризик земље и даље је присутан и поред одсуства ризика девалвације. Ипак, овај монетарни аранжман опстао је углавном захваљујући подршци ММФ-а. То значи да је посљедњих 25 година прошлог вијека Панама највише користила средства ММФ-а у цијелој Западној хемисфери, а од 1973. једино је Пакистан имао већи број програма ММФ-а. Само је неколико година (крајем деведесетих) Панама имала „умјерене” дефиците. Поменуте чињенице озбиљно сугеришу доношење нешто другачијег закључка о ефикасности режима доларизације. Неки нови примјери доларизованих економија такође бацају сјенку на релативне користи (и трошкове) од пуне доларизације.

2. ЕФЕКТИ ДОЛАРИЗАЦИЈЕ У ЦРНОЈ ГОРИ

У краткој анализи ефеката официјелне доларизације пођимо од онога што адвокати доларизације сматрају „калкулусом долариза-

⁵ Босна и Херцеговина (дијелом валутни одбор) и Човјечје острво (Isle of Man) су европски бимонетарни системи.

ције”, односно евиденцијом реалних и идентификованих економских трошкова и користи,⁶ што свој дефинитиван израз има у макроекономским показатељима. Као *трошкови пуне доларизације* (према Фишеру су наглашени бруто трошкови доларизације) помињу се: трошкови сењораже, трошак губитка централне банке као кредитора последње инстанце, трошак губљења флексибилности монетарне и девизне политике, трошак повезивања пословних циклуса, трошак губитка монетарне суверености, трошкови конверзије цијена, компјутерских програма и аутомата са домаће валуте на изабрану страну валуту и сл. *Користи од званичне доларизације* које се апострофирају су: смањење стопе инфлације, стабилност цијена, смањење реалне каматне стопе, јачање фискалне дисциплине, елиминисање или смањење валутног ризика – ризика девалвације домаће валуте, дистрибуционе користи, елиминисање трансакционих трошкова промјене домаће валуте у резервну валуту, редуцирање тржишне несавршености итд.

2. 1. Трошкови званичне доларизације

Доларизација имплицира *губитак сењораже као извора реалних прихода* – прихода од емисионе активности централне банке, тј. емисиону добит. Коришћење стране валуте као искључивог законског средства плаћања подразумијева аутоматско одрицање од значајног извора прихода, што имплицира посезање за експлицитним порезима како би се финансирали текући буџетски издаци. Трошкови *стока* званичне доларизације су издаци иницијалне набавке новчаница и кованог новца у доларима (или еурима и слично) којима се замјенује национална валута у оптицају. Средином седамдесетих трошкови стока (домаће новчанице и ковани новац у оптицају) износили су (према Фишеру) 8% БДП, што није за потцјењивање. Трошкови *тока* су константни губитак сењораже током година, а званична доларизација усмјерава овај ток прихода од домаћих ка страним монетарним властима. Ови трошкови се мјере као промјена монетарне базе у датој години (процент од БДП-а) и могу износити и преко 7%. Трошкови тока су мањи него прије неколико деце-

⁶ Видјети: S. H. Hanke и K. Schuler, 1999; детаљније Ж. Богетић, 2000; J. A. Fontaine, C. Mack, 2000; C. Edwards и I. I. Magendzo, 2001; R. Chang и A. Velasco, M. W. Klein, E. G. Mendoza, (2002) и др.

нија због нижег раста новчане масе, инфлације и каматних стопа. Свакако, поставља се питање подјеле сењораже при чему би нето трошкови били мањи. У вези са тим требало би поменути калкулус US Joint Economic Committee 2000 (везано за Аргентину), као и приједлоге Кони Мека, Роберта Бароа или ММФ-а. Од свих комплетно доларизованих економија само Намибија и Лесото имају споразум о подјели сењораже.⁷ У сваком случају, приходе од сењораже не би требало занемаривати ни код избора монетарног уређења ни код вођења монетарне политике јер могу износити неколико процената БНП-а. Код земаља у развоју са натпросјечним али умјереним стопама инфлације, удио прихода по основу емисионе активности централне банке достигао је 6% БНП-а.

Губитак функције централне банке као кредитора посљедње инстанце (као екстензивне могућности) је очигледан.⁸ Наравно, постоји могућност одређивања неке друге институције попут конзорцијума страних банака код којих је уговорена кредитна линија, страна земља са којом је потписан монетарни споразум или мултилатерална институција. Најважније је, према неким ауторима, отварање финансијског система страном конкуренцији, што може и да не представља реалну опцију. Институционални аранжман путем серије аранжмана у појединим случајевима (примјер Аргентине) може ријешити овај проблем. Оригиналан је и начин рјешавања овог проблема код Панаме. Посебно питање је да ли систем може издржати системске проблеме у плаћању и пословању банака. Не би требало заборавити да трошкови банкарских криза у системима централног банкарства могу премашити 40% БДП-а па би овај трошак требало озбиљно схватити (Богетић, 2000). У супер-фиксном режиму као један од услова за остваривање кредибилитета, домаћи банкарски систем мора бити посебно поуздан како би се минимизирала фреквенција банкарских криза. Ово се може ријешити на више начина, укључујући одговарајућу супервизију, успостављање високо ликвидних обавеза банкама, или путем знатног присуства прво-

⁷ Као поређење, чак мултиколонијални валутни одбори у Источној и Западној Африци, на Карибима и Малаји имају аранжмане о подјели сењораже, док остале колоније са валутним одборима нису дијелиле сењоражу.

⁸ У појединим случајевима услови могу дозвољавати постојање ове функције или, пак, законодавна регулатива то дозвољава. То, истина, не подразумева екстензивну могућност кредитора посљедње инстанце, као што је то случај са класичном националном централном банком.

рангираних међународних банака у домаћем банкарском сектору. Код нас ово добрим дијелом није случај.

Трошак *губитка флексибилне монетарне и девизне политике* састоји се у томе да се не може извршити девалвација валуте или финансирање дефицита буџета креирањем инфлације што у појединим тежим, иако ријетким околностима, може бити јако битно. Истина, губитак флексибилности може бити надокнађен дугорочним користима ниске инфлације, конвертибилности и стабилне валуте. Трошак *повезивања пословних циклуса* у доларизованој држави са циклусима државе доларизације (сидра), такође се апострофира. Што се тиче доларизације у Црној Гори, не могу се искористити све предности пуне финансијске интеграције јачим трговинским и финансијским везама са земљама сидра, што би требало да буде циљ доларизације. Током деведесетих, опција тврдог везивања посматрала се као режим девизног курса чије су двије потенцијалне користи: обезбјеђивање номиналног сидра за макроекономску стабилност и подстицање трговинске интеграције између доларизоване земље и земље доларизације. На примјер, Френкел и Роуз су процијенили да би доларизација требало да значајно повећа рацио – трговина према БДП у многим земљама Западне хемисфере. Међутим, истраживање и модел Клајна (НБЕР, 2002) не потврђује став да валутна унија оснажује билатералну трговину међу њеним чланицама, као ни став да је овај ефекат и велик и статистички значајан.⁹

У условима званичне доларизације, као уосталом и у аранжману валутног одбора, земља *губи суверенитет монетарне политике*. Сувереност је институционално – економско питање, а новац је институција сама по себи и изузетно важна. Тачно је и то да тврдња да је национална валута симбол суверености у неодговарајућој форми мијеша политичке са економским концептима, као што је и тачно да је сам избор монетарног режима између осталог политичко питање. У случају Црне Горе и доминанто у односу на економски смисао. Показује се и да лоше суверене монетарне политике мо-

⁹ Наиме, својим радом „*Dollarization and Trade*”, Клајн показује да готово нема потврде да доларизација промовише већу трговину са САД, посебно међу оним земљама које су највјероватнији кандидати за доларизацију. Резултати које презентира Клајн одударују од оних Роуза и Френкела. У његовом раду пажња је фокусирана на билатералној трговини са подацима за земљу доларизације – САД, односно подацима за земљу која има валутну унију са САД, тј. Панаму.

гу представљати проблем посебне тежине. Ипак, предност валутног одбора (који има курсну политику) у односу на пуну доларизацију је у томе да потенцијално није изгубљен политички суверенитет. Што се тиче губитка монетарне суверености, простор за полемiku постоји.

2. 2. „Користи” од званичне доларизације

Када су у питању користи од званичне доларизације, према заступницима доларизације *инфлација ће бити смањена*. Овај аргумент ипак не мора бити валидан, а типичан примјер је управо Црна Гора. Црногорску економију карактерише најтежи облик инфлације, познатији као *сламп-инфлација* будући да је стопа привредног раста од 1 посто и ниже, а стопа инфлације далеко изнад 10%.¹⁰ У претходних петнаестак година узроци хроничне инфлације су били разноврсни, а у појединим моментима су психолошки фактори били чак и примарни иако они, када је у питању однос новца и цијена, генерално само појачавају дејство осталих фактора (реалних фактора репродукције, финансијских и других). Психолошки фактори, попут разних очекивања, предвиђања или субјективних оцјена корисности потрошача долазили су до изражаја током хиперинфлације прије десетак година.¹¹ Овога пута, психолошко тумачење инфлације добија квалитативно нов (не и теоријски нов) значај, дајући појединим ранијим теоријским правцима (тумачењима) и практично упориште – случај Црне Горе.

Према присталицама *теорије понашања* (поготово Денизеа) – подваријанте психолошке теорије, понашање различитих друштвених група, великих фирми, монопола, удружења, одлуке државних органа, одлучујући су фактор у кретању цијена и у развоју инфлације. *Теорија доминације*, као варијанта теорије понашања, указује да доминантне фирме и економике имају на тржишту одлучујућу улогу. Одлуке великих јединица, као што су јавна власт и монополи, најснажније утичу на сва кретања. Понашање великих утиче на понашање малих и одређује кретање цијена. Значи, присутна је спо-

¹⁰ Није, дакле, присутна стагфлација код које се стопа привредног раста креће од 1 до 2 %, а стопа инфлације од 5 до 6%.

¹¹ Свакако и сада с обзиром на то да је склоност ка штедњи замијењена склоношћу ка потрошњи и задуживању, јер се штедња економски не исплати.

собност појединих друштвених група да измијене своје учешће у дохотку,¹² а тиме и да изазову неравнотежу. Није стога ни чудно, уз остало мање-више познато, да са еуром као искључивим легалним тендером, једном од најјачих свјетских валута (а уз одсуство релевантног производног фактора), Црна Гора постиже сталну монетарну нестабилност.¹³

Монетарна стабилност је суштински елемент рецепта за раст и просперитет. Постизање стабилности цијена, као један од базичних циљева монетарне и уопште економске политике, најбоља је ствар коју централна банка може учинити да подстакне економски раст и финансијску стабилност. Када монетарна политика постигне стабилност цијена (ниска и лако предвидљива стопа инфлације), створено је најповољније окружење за тржишну економију. А када централна банка оствари монетарну стабилност, учинила је све што је у њеној моћи да може бити промовисан висок ниво оутпута и запослености.

Став да ће доларизација довести до *стабилности (смањења) реалних каматних стопа*, не важи очигледно у свим случајевима.¹⁴ Овај аргумент у прилог доларизацији у Црној Гори такође није валидан. Истина, каматне стопе у претходном периоду показивале су благу тенденцију пада, али су и даље на високом нивоу и у номиналном и реалном изразу, што показује између осталог да је и велики ризик пословања, односно да су висока инфлациона очекивања, а не би требало као узрок искључити ни шпекулације и психолошки фактор. Раст реалних каматних стопа утиче на успоравање привредне активности, раст незапослености и раст јавног дуга у БДП. Искуства су јасна – екстремно високе реалне каматне стопе представљају фактор крупних дестабилизујућих кретања у финансијском систему и привреди. Каматне стопе у Црној Гори на годишњем нивоу од око 40% екстрем су за доларизоване економије. Осим тога, Ченг и Веласко (NBER, 2002) су својим моделом недво-

¹² Јасно је да је инфлација код нас обезбјеђивала већа новчана средства у рукама државе и „предузетника”, док је становништву остајало мање, а на смањено учешће у расподјели националног дохотка становништво је натјерано порастом цијена.

¹³ У европској монетарној унији присутан је тренд смањења инфлације, а њен ниво у априлу је био 2,1%.

¹⁴ На примјер, Дорнбуш (2001) тврди да доларизација значи ниже каматне стопе, веће инвестирање и бржи раст.

смислено показали да не постоји претпоставка (вјероватноћа) да ће доларизација сама по себи смањити каматне стопе.¹⁵

Елиминисање или значајно смањење валутног ризика домаћег новца (или смањење *ризика од девалвације домаће валуте*) наводи се као предност доларизације. Ово је само дјелимично тачно јер девизни ризик са другим зонама остаје. Елиминисање валутног ризика не мора а priori омогућити стабилизовање токова капитала. Примјер је наравно Црна Гора. Иако је наводно редуциран валутни ризик, не значи, како се то тврди, да ће бити значајно мањи country ризик. Уколико пођемо од анализе ризика земље по методу Инга Валтера, извјестан број аспеката овог ризика и даље је присутан. Између осталих, примјер Црне Горе и Панаме је врло сликовит. Наиме, важно је поменути да, иако нема ризика девалвације у Панами, ова земља је и даље предмет значајног ризика земље и могућности преношења кризе на њу. Чанг и Веласко из Националног бироа за економска истраживања тврде да, ако заиста доларизација повећава могућност кризе која се односи на домаћи валутни режим, рационална очекивања подразумевају повећање country ризика, рефлектујући компензацију страним кредиторима за губитке током кризе.

Доларизација може *појачати фискалну дисциплину*, тј. повећати реалне приходе, односно побољшати фискалну позицију доларизоване државе. Ово макар у Црној Гори није случај гдје је огроман буџетски дефицит (покриван и продајом најјачих фирми), а свјежа су и искуства са фалсификовањем буџета и постојањем паралелног буџета, уз знатну пореску евазију. Као што је то случај и са инфлацијом, фискална недисциплина представљаће и даље хроничан проблем. У вези са овим аргументом Edwards (NBER, 2001) указује: „Пажљива студија монетарне историје Панаме сугерише да доларизација, сама по себи, не осигурава фискалну солвентност и опрезност”. Панама је, иначе, држава из чијег се искуства извлаче генерални закључци о позитивности система доларизације.

Доларизацијом се наводно *прекидају редистрибуције богатства* које настају у периоду инфлације на рачун оних који живе од фиксних прихода, а у корист „финансијски софистицираних и богатих”. Ни ово не мора бити генералан случај, а сигурно је да у слу-

¹⁵ Највећи ниво каматних стопа у еуро зони од 2,5% (у САД 1,25%) подстицао је инвеститоре да задрже прије еуро.

чају Црне Горе није тачно. Управо је посљедњих неколико година у Црној Гори у режиму званичне доларизације дошло до кључних и дефинитивних прерасподјела у корист материјално богатијих и „финансијски софистицираних”. У мјери у којој је неколико процената становништва обogaћено (највише 5%), у истој мјери је највећи дио становништва (и држава) осиромашен. Један од показатеља изражене дистрибуције богатства у Црној Гори је тај да је сиромаштво постало урбани проблем, а урбане средине су мјесто пребивалишта средње класе која углавном живи од фиксних прихода.

Доларизација би наводно требало да користи *смањењу трансакционих трошкова*. Без обзира што је тешко, у принципу, не слагати се са оваквиом тврдњом, овај аргумент се не може сматрати релевантним барем из разлога што су ови трошкови мали (можда у Црној Гори нешто већи). Мјерење квантитативне важности трансакционих трошкова може имати малу улогу у расправи и маргинална уштеда која се постиже је безначајна. Такође, доларизација би требало да *смањи тржишну несавршеност*. Тврдња да би доларизација требало да прошири спектар финансијских опција који се отвара владама и фирмама у младим тржиштима (emerging markets),¹⁶ а што би требало да повећа финансијску стабилност, није прихватљива. Ово у контексту стандардних модела не може бити анализирано јер ови модели узимају степен тржишне савршености као дат (Chang, Velasco, NBER, 2002).

По Хенкеу, доларизација не гарантује чврсте економске политике (као ни било који други систем), што примјер Црне Горе и потврђује. Црна Гора је изгубила економски суверенитет, уз уништену економију и суморну економску перспективу. Значајан губитак политичке суверености проблематизује њен положај, који је још више отежан одсуством монетарних и других кредибилних институција. Реална опасност за нешто веће земље које имају режим официјелне доларизације је банкрот уколико нема сталне подршке ММФ-а. Искуства са доларизацијом су актуелна и могло би се чак закључити да се ради о (полу)паразитским системима (на примјер Панама или неке европске државице и територије као протекторати).

¹⁶ Теорија није до сада разматрала како би доларизација „проширила спектар финансијских опција”, већ само указује на импликације такве експанзије на алоцирања и богатство.

3. АРАНЖМАН ВАЛУТНОГ ОДБОРА КАО АЛТЕРНАТИВА ЦЕНТРАЛНОЈ БАНЦИ И ДОЛАРИЗОВАНОМ РЕЖИМУ

У претходној деценији постојало је знатно слагање међу економистима о супериорности валутног одбора за мање и отворене привреде које за циљ имају успостављање трајне конвертибилности, стабилности валуте и цијена. Монетарни системи у источноевропским, а посебно балканским земљама карактерисали су се (или се и даље карактеришу) неефикасношћу и неконзистентношћу, веома погодним за манипулације и злоупотребе у коришћењу примарне емисије са стицањем екстра прихода од штампања новца и креирањем кредита и инфлације, што је каткад резултирало и монетарним хаосом и сломом. Уопштено, монетарним одбором се престајало са праксом монетарних „смицалица” централних банака, владе су се приводеле дисциплини што је подстицало либералне економске реформе, присиљавала су се предузећа са губицима да се реструктурирају или да престану са радом (што, истина, може довести и доводило је до привременог пада производње),¹⁷ банке су се приморавале да држе резерве које их штите од последица повремених грешака (стечаја), наметало се одржавање стриктне финансијске дисциплине. Монетарни одбор у принципу не може сам да изазове поремећаје у привреди јер његово понашање детерминишу тржишне снаге. С друге стране, бројни су примјери дестабилизујућег утицаја централне банке на економију појединих држава, укључујући и нашу.

Први валутни одбор је установљен 1849. године на Маурицијусу и од тада је функционисало преко 70 валутних одбора широм сви-

¹⁷ Након увођења валутног одбора (специфичног, не-ортодоксног) и рапидног смањења инфлације, земља је доживјела значајан раст, постижући солидну стопу раста у периоду 1991-1994. Ипак, 1995. углавном као последица мексичке „Текила” кризе, земља је ушла у рецесију са негативним растом од 3%. У периоду 1996-1997. дошло је до опоравка. Још једна рецесија десила се 1998-1999. под утицајем руских и бразилских валутних криза и повећаних сумњи да се земља може суочити са фискалним и екстерним проблемима. 1999. године БДП се смањио за око 4%, а током 2000. остварен је умјерен раст. Комбинација ових екстерних шокова и појединих структурних слабости резултирала је прилично високом стопом незапослености. То је значило 17% 1995-1996. и 15% током 1999-2000. Ипак, у периоду 1990-2000. економија Аргентине је доживјела експанзију 54% и нема сумње да су перформансе биле добре.

јета. На основу искустава, могло би се закључити успјешно. Након Другог свјетског рата многе валутне одборе замијениле су централне банке, више из политичких него економских разлога. Деведесете су значиле повратак овог монетарног система и то у земљама које су биле политички и/или економски нестабилне, односно које су имале мека буџетска ограничења, са изгледима за сталну нестабилност. Валутне одборе, који углавном одступају од ортодоксне варијанте валутног одбора, увеле су Аргентина (1991), Естонија (1992), Литванија (1994), Бугарска (1997) и Босна и Херцеговина (1997). У Црној Гори се такође разматрала могућност увођења валутног одбора. Поменуте земље су имале „очајничку потребу за стабилним новцем и институцијом која би обезбиједила чврсто буџетско ограничење”. Допринос анализи валутног одбора у теорији и пракси у претходној деценији дали су Hanke и Schuler (1991, 1999), Walters и Hanke (1992), Bennett (1995), Williamson (1995), Богетић (1998), Ghosh и Gulde (1998), Edwards (2001) и други.

3. 1. Ефекти функционисања валутних одбора

У циљу стабилизовања националних валута и контролисања инфлације, један број земаља је установио валутне одборе¹⁸ који представљају најекстремнији облик везивања девизног курса. Сасвим сигурно, валутни одбори су повезани са бољим инфлаторним перформансама, што је праћено већим растом производње. Валутни одбор представља прилично стабилну и кредибилну монетарну власт. Поштовањем правила строго пасивне монетарне политике обезбијеђена је конвертибилност валуте, перманентно фиксан девизни курс и стабилност цијена. У поређењу са осталим везаним девизним курсевима, просјечна инфлација у аранжману валутног одбора је за око 4 процентна поена нижа (нижа је и промјенљивост инфлације), што је дијелом резултат веће монетарне дисциплине – ниже стопе раста новца (*ефекат дисциплине*). Ипак, гро разлике објашњава се већим повјерењем које је изазвано увођењем валутног одбора. *Ефекат повјерења* повећава тражњу новца и резултира нижом инфлацијом за дату стопу раста понуде новца. У сваком случају, земље са већом наклоношћу ка нижој инфлацији у принципу су погодније за увођење валутног одбора.

¹⁸ Често се као синоними за овај монетарно-девизни аранжман користе термини монетарни одбор, валутна дирекција или валутна управа.

Када су у питању *ефекти раста* валутних одбора, према релевантним истраживањима,¹⁹ далеко су од тога да имају нижи раст. Напротив, просјечни годишњи раст *per capita* био је скоро два пута већи у условима валутних одбора него у условима флотирајућих или везаних девизних курсева. Стандардна девијација раста ДБП у условима валутних одбора је за око 0,7 процентних поена нижа него у условима режима везаног девизног курса. Истраживања су показала сљедеће:

1. Многе земље са валутним одбором које су биле предмет истраживања су мале, острвске економије, подложне специфичним шокovima, и са посебним привредним структурама које чине њихово искуство можда мање релевантним за остале земље.

2. Могућа је појава „проблема пезоса” (домаће валуте). Једна од критика валутних одбора састоји се у томе да у периоду криза не допуштају довољну флексибилност кредитне политике. Валутни одбори се показују бољим за економски раст него што у ствари јесу, уколико се не узму у обзир примјери екстремних економских ломова.

Ефикасност одбора долази посебно до изражаја у земљама са присутном хиперинфлацијом, односно у новооснованим земљама у којима није утврђена финансијска стабилност. Обично се показује да су валутни одбори мање пожељни у великим (економски, а не географски или мјерено бројем становника) земљама. Разлог лежи у чињеници да би земље довољно велике да утичу на „свјетске” каматне стопе одустале од могућности независне монетарне политике, ако то подразумева валутни одбор. Ипак, неколико земаља је у таквој позицији, а растућа интеграција финансијских тржишта чини независну монетарну политику у било којој форми режима фиксног девизног курса прилично илузорном. Аргумент величине против валутних одбора може бити окренут наопако. Економично велике земље, које се одликују већом секторском и регионалном диверсификацијом, суочавају се са мањим агрегатним реалним шокovima који би могли бити компензирани промјеном девизног курса, чак уз претпоставку да се прилагођавања номиналног девизног курса преведу у замишљена помјерања реалног девизног курса.

¹⁹ У питању су истраживања која је спровео тим два одјељења Међународног монетарног фонда – Одјељења за развојну политику и истраживање и Одјељења за монетарне и девизне послове. Видјети: „Currency Board: The Ultimate Fix”, IMF Working Paper, January 1998.

3. 2. Координација фискалне и монетарне политике

Током деведесетих, аранжмани валутног одбора добијају на популарности јер је њихово установљавање начин стабилизације националне валуте и успостављања реда у економским условима, у ситуацијама када је немогуће остварити потребну ефикасност конвенционалнијим методама. Но, ефикасност у везивању валутних курсева праћена је сљедећим: владе морају у исто вријеме да прихвате рестрикције у погледу начина вођења монетарне и фискалне политике, што значи да валутни одбори, према Бенету, нису погодни за примјену у свакој ситуацији. Ипак, поменута истраживања су показала да су земље са валутним одбором показале просјечни фискални дефицит од 2,8 процената, у поређењу са 4,2 процента у условима других режима везаних девизних курсева и 4,4 процента код режима са флотирајућим девизним курсем.

Уз постојање веће монетарне дисциплине, боља је и фискална дисциплина. Буџетски дефицити су знатно мањи у условима валутног одбора него без њега, што није неочекивано. У ствари, да ли ће валутни одбори проузроковати бољу фискалну дисциплину питање је семантике. Очигледно је да државе које имају довољно озбиљан приступ везивању свог девизног курса на бази валутног одбора морају, такође, довести своју фискалну позицију у ред.

Монетарни одбор нема дискрециона права по свом устројству. Монетарна политика у потпуности почива на аутоматизму, а заснива се на конверзији националне валуте у резервну валуту (злато или неку другу конвертибилну валуту) по фиксном курсу (и по виђењу). Новчана маса (пунуда новца) је определијељена тржишним факторима. Девизне резерве се формирају откупљивањем страних профитабилних вриједносних папира (конвертибилних). Резерве су у износу 100 процената или неколико процената изнад износа новца у оптицају. Конвертибилност валуте по фиксном курсу је могуће одржати без проблема, а то показују случајеви неких валутних одбора у периодима рата или економских кризних ситуација.²⁰

Класична (чиста) варијанта монетарног одбора заснива се на институционализованој власти при чему централна банка није ни по-

²⁰ Валутне кризе у систему валутних одбора, гдје монетарну политику води аутоматски пилот, нису реалне, већ лажне (тзв. псеудо кризе). У овом систему није долазило до девалвације валуте.

требна. Повећањем резерви страног новца повећава се и количина новца, док је каматна стопа детерминисана тржишним аутоматизмом. Обим зајмова зависи од расположивог обима иностраних резерви код пословних банака. Власт се одриче контроле кретања каматних стопа операцијама на отвореном тржишту или стерилизацијом монетарног ефекта промјена иностраних резерви, чиме се добија робустнији девизни курс. Ипак, било је случајева да се употребом одговарајућих мјера и инструмената монетарно-кредитног регулисања врши постепено удаљавање од стриктне варијанте и приближавање валутног одбора конвенционалној централној банци.²¹

У *блажој* (конвенционалној) варијанти централна банка задржава неке од својих регулаторних функција, а поред контролисања обима новца утиче и на резервни потенцијал пословних банака. Такође, обухват резерви којима се емитује домаћи новац је шири од девизних средстава, а укључује монетарно злато и прворазредне хартије од вриједности које су деноминоване у иностраној валути. За разлику од класичне варијанте у којој нису присутне операције на отвореном тржишту, овом варијантом је дозвољен утицај на висину каматних стопа централних банака операцијама на отвореном тржишту²² и примарним каматним стопама (есконтном, ломбардном, репо) и то искључиво унутар расположивих резерви иностраног новца.

Шпекулативни атаки су били присутни, нарочито након мексичке кризе, и то прије свега у Хонг-Конгу и Аргентини. У циљу одбране од таквих напада логично је очекивати да монетарни одбор иницира пораст каматних стопа за онолико колико је довољно да се од-

²¹ То је управо био случај са Хонг-Конгом, гдје су вршене повремене интервенције са циљем уравнотежења флукуација каматних стопа. У почетку се то обављало директно, на девизном тржишту, а касније је Валутни фонд почео да емитује утрживе хартије како би се оспособио и за конвенционалније операције на отвореном тржишту. Неколико година касније уведена је могућност задуживања уз олакшице, чиме је дошло до дјелимичног напуштања класичног валутног одбора.

²² Додајмо и то да су у неким земљама (Естонија, нпр.) у моменту увођења новог монетарног система били присутни перспективни економски услови па нови систем није смио имати било каквих слабости. Емитоване хартије од вриједности од стране Централне банке требало је да превасходно повећају способност банака да се међусобно кредитирају (уз одговарајуће покриће). Операције на отвореном тржишту и задуживања уз олакшице нису биле присутне.

бију даље шпекулације. У Хонг-Конгу је дошло до одлива ликвидних средстава са тржишта, каматне стопе су се вратиле на нормалан ниво и шпекулативни напад је заустављен. У Аргентини су власти након атака на пезос дозволиле да се губитак резерве и смањење примарног новца (3%) одрази на раст каматних стопа (85%). Слабљењем шпекулативног напада, каматне стопе су враћене на нормалан ниво. Други напад је брањен смањењем обавезне резерве, понудом редисконта, затим растом каматних стопа (70%), оштрим фискалним мјерама, финансијском подршком ММФ-а и међународне финансијске заједнице. Додајмо и да би временски оквир за увођење валутног одбора, једном објављен, требало испоштовати јер би одлагање могло проузроковати неизвјесност и шпекулативне нападе на валуту.

3. 3. Увођење валутног одбора у нашим условима

Аранжмани валутног одбора посебно су атрактивни за три групе земаља:

- 1) мале отворене економије са ограниченом експертизом централног банкарства и финансијским тржиштем у почетном стадијуму;
- 2) земље које желе приступ ширем тржишту или валутном подручју;
- 3) земље које желе да повећају кредибилитет дезинфлационих политика заснованих на девизном курсу.

У прва два случаја подстицаји за установљавање таквих аранжмана укључују поједностављеност операција и појачану кредибилност чврсте монетарне и фискалне политике. Привлачност валутног одбора за трећу групу земаља лежи у транспарентности и стриктним ограничењима која се постављају на монетизацију дефицита владе или провизију кредита банкарском сектору. Ово помаже да се створе неопходни предуслови за значајно окретање домаћих каматних стопа на интернационални ниво у овим земљама.

Увођење валутних одбора код нас, као супериорније институције у односу на централну банку у транзиторним условима, требало је да има за циљ избегавање ингеренција и злоупотреба државе, појединих интересних и политичких група и манипулација централне банке, стварање предуслова за обезбјеђивање цјеновне и валутне стабилности, потенцирање буџетске равнотеже, успостављање конвертибилности и кредибилности економске политике, поспје-

шивање спољне трговине, штедње и инвестиција (посебно страних – директних и портфолио), привлачење страних банака, финансијско интегрисање са развијеним земљама и слично.

Наше је мишљење да је било цјелисходније одређење за стварање такве монетарно-девизне институције, једноставније од централне банке, са високом кредибилношћу и транспарентном монетарном политиком. Црна Гора је прилично мала и потенцијално отворена привреда, а валутни одбор јој је могао, под одређеним условима, обезбиједити прилив конвертибилних девиза. Такође, остварио би се профит у виду валутне марже као разлике између прихода од камате по хартијама од вриједности које држи и трошкова одржавања новца у оптицају. Профит би се, по покрићу трошкова пословања и одржавања резерви на законски утврђеном нивоу, пренио на власника (владу). Није потребно помињати све остале предности увођења валутног одбора, а посебно на иницирање раста производње.

Рјешења о увођењу валутног одбора у Црној Гори подразумијевала су сљедеће. Новац валутног одбора би се штампао ван Црне Горе. Валутни одбор би имао сједиште у Швајцарској. Од пет директора три би именовала БИС банка и то из земаља G7, а два Црна Гора (од којих један из Црне Горе, а други из земље чланице G7). Двовалутни монетарни систем сачињавале би црногорска валута (црногорска марка или перпер) као новац валутног одбора и њемачка марка, као дефинитивна средства плаћања. Грађанство би могло да користи обје валуте и југословенски динар. За формирање валутног одбора у Црној Гори било је потребно највјероватније око 130 милиона марака. Усљед недостатка потребних резерви страног новца било је потребно обезбиједити помоћ преко међународних организација (кредити), што је наводно и било ријешено. У сваком случају, увођење валутног одбора није могло да ријешити све кључне проблеме, али је постојала могућност располагања сопственим здравијим и адаптибилнијим новцем – реалним иницијатором за привредни опоравак, бржи развој и адекватнију интеграцију у свијет.

4. ТЕОРИЈСКЕ И ЕМПИРИЈСКЕ ПОТВРДЕ ВАЛИДНОСТИ РЕЖИМА ДОЛАРИЗАЦИЈЕ И ВАЛУТНОГ ОДБОРА

Према заговорницима пуне доларизације, овај монетарно-девизни режим обезбјеђује низ предности: представља начин за избјегавање валутних криза и криза биланса плаћања; без домаће валу-

те не постоји могућност оштре депресијације, а изненадни одливи капитала мотивисани страхом од девалвације су искључени; ближа интеграција доларизоване земље и са земљом/земљама доларизације (САД, ЕМУ) и глобалном економијом била би побољшана нижим трансакционим трошковима и сигурном стабилношћу цијена у изразу валуте доларизације (долара, еура). Значај оваквих ставова је ипак релативизован (проблематичан), уколико се узму у обзир свеукупни ефекти доларизације (примјер Црне Горе), односно начин одржавања овог режима (примјер Панаме).

Интенције за доларизацију економије, према Клајну, засноване су на два циља: монетарна стабилност и интеграција трговине. Заступници овог монетарног режима сугеришу увођење доларизације као политике која би могла, између осталих циљева, да подстакне трговину између доларизоване земље и земље доларизације. Овакво схватање могло би бити изведено из радова Роуза, Френкела и других коаутора (2000, 2001) по којима валутна унија повећава билатералну трговину између њених чланица, а ти ефекти су и велики и статистички значајни. Ипак, Клајн је показао²³ да готово не постоји доказ да доларизација поспјешује трговину неиндустријских земаља (на примјер Панаме) са САД. Искуство Црне Горе (као и неких других територија) са еуроизацијом такође је евидентно.

Чанг и Веласко (2002) су израдили једноставан модел мале отворене економије са владом која мора одлучити да ли да изврши доларизацију. Дошли су до закључка да ће доларизација спријечити спровођење оптималне монетарне политике. Ово стога што девизни курсеви неће служити као оруђе за прилагођавање и у овом погледу доларизација сличи систему неопозивих фиксних девизних курсева. Доларизација имплицира даљи трошак – сток сењораже. Имовински трошкови доларизације, у односу на оптималну политику, су проузроковани и фиксирањем девизних курсева и губитком сењораже. Централна банка не може дјеловати као кредитор посљедње инстанце, што може погоршати финансијску осјетљивост уз могућност криза.

Едвардс и Магендзо (2001) су анализирали макроекономске показатеље доларизованих економија и истраживали статистичким техникама (*matching estimator technique*) да ли је, како то адвокати

²³ Видјети: Michael V. Klein, *Dollarization and Trade*, NBER Working Paper, April 2002.

доларизације тврде, овај режим повезан са нижом инфлацијом и бржим растом. Дошли су до закључка да је инфлација била знатно нижа у доларизованим него у недоларизованим земљама. Друго, доларизоване земље су имале нижу стопу економског раста у односу на недоларизоване.²⁴ Коначно, установили су да се макроекономска волатилност не разликује значајније међу доларизованим и недоларизованим економијама. Такође, сматрају да је нижа стопа економског раста у доларизованим економијама резултат, макар дијелом, тешкоћа са којима се ове земље суочавају у прилагођавању екстерним неравнотежама, као што су однос размјене (*term of trade*) и шокови бјекства капитала (*capital flows*).²⁵

Општи закључак је да увођење чврсте валуте не елиминише пословне циклусе, све облике финансијских криза, или рјешава озбиљне фискалне проблеме који муче земље у транзицији (*emerging economies*), док истовремено подразумева одрицање од сењораже и потенцијалних користи од спровођења независне монетарне политике. Тачно је и да напуштање националне валуте и увођење чврсте валуте може значајно редуковати осјетљивост земаља у транзицији на кризе. Режими доларизације или валутног одбора не укидају све монетарне шокове. Елиминишу шокове домаће понуде новца, али не валутне шокове земље сидра (*anchor country*) или кретања реалног девизног курса, између доларизоване земље и земаља сидра (доларизације).

Системи валутних одбора имају, како Хенке истиче, „импресиван теоријски педигре”. Према Џону Хиксу, ови системи почивају снажно на класичној монетарној теорији коју је развио Дејвид Рикардо. У складу са стриктним рикардијанским принципима, не би требало да буде потребе за централним банкама. Валутни одбор, који функционише на правилу, требало би да буде довољан. Историја валутних одбора (155 година и преко 70 валутних одбора), карактерише се успјехом. Ови аранжмани увијек су продуковали стабилан новац и обезбјеђивали потпуну конвертибилност, одржава-

²⁴ Ajhengrin (NBER, 2001) такође сматра да нема потврде да је доларизација, као уосталом било који други режим девизног курса, важна детерминанта раста. Слично, Френкел (1999) истиче да нема заједничког рецепта за политику девизног курса: док ће неке земље имати бенефите због тврдог везивања, другим земљама ће флотирајући режим бити адекватнији.

²⁵ Детаљније: S. Edwards, I. I. Magendzo, *Dollarization, Inflation and Growth*, NBER Working Paper, December 2001.

ли фискалну позицију уредном, остваривали респектабилну економску стопу раста и омогућавали стабилност банкарских система у којима су финансијске кризе биле ријеткост (Ханке, 2000).

Анализирајући 5 земаља које су увеле валутни одбор – Аргентину, Естонију, Литванију, Бугарску и Босну и Херцеговину, неколико година прије и након увођења овог аранжмана, Хенке је дошао до закључка да је овај аранжман „у свим случајевима пружио стабилност”. Узети су у обзир подаци за годишњу инфлацију, реални БДП, каматне стопе, фискални салдо и девизне резерве. За све посматране земље, девизне резерве су значајно порасле након установљавања система валутног одбора. Полазећи од тога да су монетарне пасиве валутног одбора искључиво функција тражње за овим пасивама и да морају бити покривене са минимум 100% девизних резерви, тражња за валутом у овом аранжману, како показују нивои девизних резерви, повећала се значајно након увођења валутног одбора. Фискална салда су на стандардној кеш основи, што искључује приходе од приватизације. У годинама које су слиједиле увођењу валутног одбора „приватизација се значајно повећала, дефицити су били мањи и фискални ефекти, уопште, су били импресивни” (Хенке, 2000).

Макроекономске импликације на Црну Гору изгледају овако. Раст цијена на мало који се узима као мјера инфлације званично је у 2002. око 25%, а врло вјероватно инфлација је већа. У претходне три године (период пуне доларизације), према званичним подацима, инфлација је на нивоу од око 70% (највјероватније много више). У прошлој години, без обзира на монетарни аранжман у региону (са класичном централном банком, валутним одбором или доларизацијом) црногорска инфлација је рекордна. Новчана маса, која се израчунава као збир депозита по виђењу и процијењеног износа готовине (80% новчане масе), за пола године смањена је за око 20% (крајем фебруара 2003. износила је 360 милиона еура) усљед спољнотрговинског дефицита, одвијања трансакција ван легалних токова и, свакако, недостатка повјерења у банкарски систем. Каматне стопе (иако са нешто ширим распоном) на годишњем нивоу су чак преко 40%.

У Црној Гори је друштвени производ тренутно на нивоу који је два прелази половину оствареног друштвеног производа из 1989. (око 1.300 \$ *per capita*). Стопа незапослености се креће око 30%, а према подацима Централне банке Црне Горе износи чак 42% (што је највише у региону). Дугови предузећа (међусобни и државном бу-

цету) крајем првог тромјесечја износили су 62 милиона еура (што је у односу на мјесец раније више за 50%). Спољно-трговински биланс се погоршава из године у годину. Покривеност увоза извозом у 2002. години је износила 43,1% (подаци Централне банке). У периоду јануар-фебруар 2003. дефицит текућег рачуна је већи за 54% у односу на годину раније (подаци Централне банке). Буџет се налази у сталном и високом фискалном дефициту од око 40% или више. Енорман је и повећава се укупан унутрашњи дуг, као и потраживања између појединих предузећа (износ у милијардама). Девизне резерве Црне Горе до сада нису презентирани, односно не зна се колике су.

Званична доларизација (еуроизација) у Црној Гори са макро аспекта дефинитивно није оправдала свој аранжман. Однос трошкова и користи за давање оцјене успјешности овог монетарног режима је крајње неповољан, узимајући свакако у обзир макроекономске показатеље. Иако је, наводно, према адвокатима доларизације биланс пуне доларизације можда повољнији него раније, односно да се редуцира претпостављени губитак националног суверенитета због усвајања стране валуте, случај Црне Горе управо показује супротно. Стидљиво се помиње да су опредјељењу за систем доларизације умјесто валутног одбора кумовале политичке одлуке. Изгледа да се погрешни политичко-економски избори и експерименти јако лоше, практично катастрофално, одражавају на црногорску економију, па чињеница да је избор политички, а не економски, никако не може бити алиби. Евентуална дилема би се састојала у сљедећем: Да ли је Црна Гора изабрала погрешан монетарни режим, или је овај режим одабрао погрешну државу (територију). По свему судећи, и једно и друго је тачно.

ЛИТЕРАТУРА

Bennett, Adam G. 1995. *Currency Boards, Issues and Experiences*. Washington, D. C: International Monetary Fund. *Finance & Development No. 4* (Septembar).

Berg, Andrew, and Eduardo Borensztein. 2000. „The Dollarization Debate”. Washington, D. C: International Monetary Fund. *Finance & Development No. 1* (March).

Богетић, Жељко. 1998. *Валутни одбор као алтернатива централној банци*, Београд: Пословна политика (Новембар-Децембар): 33-46.

Bogetic, Zeljko. 2000. *Official Dollarization: Current Experiences and Issues*. Washington, D. C: Cato Institute. *Cato Journal № 2* (Fall).

Céspedes, Luis Felipe, and Roberto Chang. 2001. *Dollarization of Liabilities, Net Worth Effects, and Optimal Monetary Policy*. NBER Conference on Crisis Prevention, Islamorada, Florida (January).

Chang, Roberto, and Andres Velasco. 2002. *Dollarization: Analytical Issues*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (March).

Тировић, Милутин. 2000. *Девизни курсеви*. Београд: Bridge Company.

Edwards, Sebastian. 2001. *Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (October).

Edwards, Sebastian, and I. Igal Magendzo. 2001. *Dollarization, Inflation and Growth*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (December).

Enoch, Charles, and Anne-Marie Gulde. 1998. *Are Currency Board a Cure for All Monetary Problems?*. Washington, D. C: International Monetary Fund. *Finance & Development* № 4 (December).

Fontaine, Juan Andres. 2000. *Official versus Spontaneous Dollarization*. Washington, D. C: Cato Institute. *Cato Journal* № 1 (Spring/Summer).

Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, and Holger C. Wolf. 1998. *Currency Board: The Ultimate Fix*. Washington, D. C: International Monetary Fund. *Working Paper*. (January).

Hanke, Steve H., and Kurt Schuler. 1999. *A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization*. Washington, D. C: Cato Institute. *Cato Journal* № 3 (Winter).

Hanke, Steve H. 1999a. *Reflections on Exchange Rate Regimes*. Washington, D. C: Cato Institute. *Cato Journal* № 3 (Winter).

Hanke, Steve H. 2000. *The Disregard for Currency Board Realities*. Washington, D. C: Cato Institute. *Cato Journal* № 1 (Spring/Summer).

International Monetary Fund. Washington, D. C: *IMF Survey*. Разни бројеви.

Klein, Michael W. 2002. *Dollarization and Trade*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (April).

Лакић, Слободан. 1999. *Позиционирање централне банке у глобалном финансијском окружењу*. Нови Сад: Свет финансија 178: 19-28.

Mack, Connie. 2000. *Why the U. S. Should Encourage Dollarisation?*. Central Banking № 1 (August): 63-69.

Mendoza, Enrique G. 2002. *Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for 'Institutions Substitution*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (May).

Niskanen, William A. 2000. *Dollarization for Latin America?*. Washington, D. C: Cato Institute. *Cato Journal* № 1 (Spring/Summer).

Савин, Давор. 1995. *Оквири монетарне политике и валутни курс*. Нови Сад: Financing 9: 36-41.

Mr Slobodan LAKIĆ

A CONTROVERSE: DOLLARIZATION – CURRENCY BOARD

Summary

Official dollarization is an act of government intervention that demonetizes the national currency. Dollarization would involve benefits as well as costs for a developing country. Official dollarization implies that the government loses seignorage as a source of real revenue. Two potential disadvantages of full dollarization are the loss of an independent monetary policy and the loss of a central bank as a lender of last resort to the domestic financial system. Some findings suggest that dollarized countries have had a lower rate of economic growth than non-dollarized ones and that inflation has been significantly lower in dollarized economies than in non-dollarized economies. Smaller, non-independent economies are more likely to be dollarized. Also, more open economies that have a common border with a country with a convertible currency have a higher probability of being dollarized. The costs of official dollarization (euroization) in Montenegro are high, while the benefits are minor.

Currency board arrangements represent the most extreme form of exchange rate peg. A currency board system requires that domestic notes and coins, as well as deposit liabilities, be fully covered by foreign reserves denominated in foreign anchor currency, and that the domestic currency must trade, without restrictions, at an absolutely fixed exchange rate with the anchor currency. The suitability of a currency board arrangement is determined by weighting possible gains – the credibility that will come from tying the hands of the monetary authorities, against possible costs – the likelihood that countries with a currency board will be vulnerable to different shocks than the country whose currency is being used. The performance of currency board had been excellent. All had maintained full convertibility into their anchor countries. Countries with boards had achieved price stability, respectable economic growth and balanced government budgets.