

Dr Slobodan LAKIĆ

ADEKVATNOST REŽIMA MONETARNE POLITIKE I DEVIZNOG KURSA U SUSRET EVROPSKIM INTEGRACIJAMA

Tematika strategijskog izbora, uz problematiku transmisionog mehanizma i pitanje adekvatnosti instrumentarijuma, nalazi se u centru pažnje analize – teoretske i empirijske – monetarne politike. Ovo je pogotovo slučaj za zemlje Centralne i Istočne Evrope iz razloga izgleda pristupanja evropskim (monetarnim) integracijama, kada performanse inflacije, deviznog kursa, odnosno sadašnjih i budućih opcija monetarnog okvira, dobijaju na značaju. Takođe, pitanje kredibiliteta, transparentnosti i odgovornosti monetarnih vlasti, kao menadžera monetarnog sistema, dovodi se u vezu sa prethodno rečenim. U tom kontekstu, adekvatnost režima monetarne politike, odnosno deviznog kursa, konstituše posebnu naučnu i stručnu dimenziju i predstavlja predmet relativno uže koncipirane analize u ovom radu.¹

STRATEŠKI IZBOR I ULOGA MONETARNE POLITIKE

Strateški izbor monetarne politike podrazumijeva adekvatan odabir nominalnog sidra, tj. javno objavljene nominalne varijable koja služi kao target za monetarnu politiku. Nominalno sidro pospješuje stabil-

¹ Detaljnija analiza strategija monetarne politike prezentirana je u knjizi: S. Lakić, 2005, *Instrumentarijum monetarnog menadžemnta*, odnosno u publikovanim radovima autora.

nost cijena uticajem na vrijednost novca i time suzbijanjem inflacionih očekivanja. Uvjerljiva strategija pomaže da se stabilizuju inflaciona očekivanja na željeno niskom nivou. Nakon kriza tokom 90-ih,² zemlje u razvoju i tranziciji koje još održavaju fiksni devizni kurs potpadaju pod pritisak da se preusmjere prema fleksibilnijim aranžmanima ili ostalim ekstremnim oblicima kao što su valutni odbor ili kompletna dolarizacija. Izbor optimalne strategije, kojim se mogu inkorporirati elementi različitih pristupa, uglavnom zavisi od individualnih okolnosti u pojedinim zemljama – njihove veličine, inostranih trgovinskih veza, finansijske strukture.

Postoji konsenzus među ekonomistima i centralnim bankarima da je jedini dugoročni efekat koji monetarne vlasti mogu da ostvare na ekonomiju determinisanje održive, ili trendne, stope inflacije. Ta stopa će rezultirati iz stope po kojoj monetarne vlasti ubacuju novac u ekonomiju. Konsenzus je prisutan i u tome da je pogrešna monetarna politika proizvodila i nestabilnosti u ekonomiji. Takođe, centralne banke su odgovorne za djelovanje kreditora krajnje instance u slučaju opštih kriza likvidnosti kako bi održale čvrstinu i djelovanje mehanizma plaćanja.

Nema konsenzusa o veličini ili pouzdanosti kratkoročnog uticaja monetarne politike na ekonomiju. U značajnoj mjeri se tvrdi da akcije monetarne politike inicijalno utiču na output, nezaposlenost i realne kamatne stope, čak iako je dugoročni efekat na ove realne varijable nula. Nije se uspjelo ni sa obezbjeđenjem preciznog mjerenja uticaja, tj. sa kvantifikacijom ovih inicijalnih efekata. Mnogi autori smatraju da se uspjeh ili neuspjeh monetarne politike mora procijeniti prije svega na osnovu toga da li je centralna banka sposobna da ostvari nisko-inflatorno okruženje na održivoj osnovi. Dakle, doprinos centralne banke bi trebalo primarno ocijeniti na osnovu prosječne stope inflacije i sekundarno na osnovu stabilnosti ili manjkavosti cjelokupne ekonomije.

Makroekonomska politika je usmjerena na održavanje onog nivoa agregatne tražnje koji će obezbijediti visok stepen zaposlenosti u ekonomiji koja raste. Fiskalna i monetarna politika su za ovu svrhu dva glavna instrumenta (jaki stabilizatori ekonomije) koja stoje na raspo-

² Uslovi za održavanje sistema fiksnog deviznog kursa postali su mnogo zahtjevniji usljed rastuće integracije svjetskih tržišta kapitala, povećane nestabilnosti tokova kapitala (*capital flows*) nakon krize EMS-a 1992. godine, odnosno nakon finansijskih kriza u Aziji i Latinskoj Americi.

laganju kreatorima ekonomske politike. U zemljama u razvoju, monetarna politika posljednjih godina postaje sve više bitna, čak iako su računi kapitala progresivno liberalizovani. Razlog je u tome što su velika kretanja globalnog kapitala tokom druge polovine 90-ih prisilile mnoge od ovih zemalja da napuste fiksne ili gotovo upravljane režime deviznog kursa.

Izbor monetarnog režima/režima deviznog kursa posebno je bitan za zemlje Centralne i Istočne Evrope zbog njihovog učešća u evropskim (monetarnim) integracijama. Neke od ovih zemalja (Estonija, Letonija, Bugarska) u protekloj deceniji koristile su valutni odbor kao monetarnu vlast, postizuci zadovoljavajuće rezultate kada su u pitanju inflacija i ekonomski rast. Od centralno i istočno evropskih zemalja nijedna nije uvela stranu valutu kao zakonsko sredstvo plaćanja (forma zvanične dolarizacije), osim Crne Gore i Kosova, kao teritorija koje nemaju državni subjektivitet. Inflaciono targetiranje u nekim zemljama (Češka, Poljska, Mađarska) pojavilo se kao adekvatan i/ili alternativan režim.

INFLACIONO TARGETIRANJE KAO ADEKVATAN STRATEŠKI ODABIR

Tradicionalno, monetarna pravila bila su zasnovana na funkcionisanju monetarnih instrumenata. Međutim, u okruženju velikih međunarodnih tokova kapitala sa stalnim finansijskim inovacijama, i čak sofisticiranijim tržištima aktiva, postalo je teže implementirati pravila zasnovana na instrumentu, posebno ona koja su zasnovana na monetarnim agregatima. U skladu sa tim, centralne banke su sve više prihvatala pristup inflacionog targetiranja, koje bi po nekim autorima (Kan, 2003) moglo da riješi problem nemogućeg trojstva.³

U nekim slučajevima ovaj pristup je pomogao da monetarna politika postane dosljednija, transparentnija i kredibilnija. A ako bi inflaciono targetiranje bilo podržano odgovarajućim fiskalnim mjerama, pomoglo bi kreatorima politike da lagano održavaju stope inflacije na niskom nivou dozvoljavajući im izvjesnu diskreciju pri stabilizaciji out-

³ Slobodno mobilan kapital, samostalna monetarna politika i fiksni devizni kursevi formiraju „nemoguće trojstvo“. Moguće je imati bilo koje od ove dvije politike, ali ne sve tri.

puta. Ovaj monetarni režim je postao popularan sa rezultatima koji obećavaju, ali i sa ograničenjima – nedostacima kada se to tiče bankarskog sistema, fiskalnih performansi i nestabilnosti deviznog kursa.

Pristup za stabilizovanje cijena putem inflacionog targeta prihvaćen je od brojnih centralnih banaka tokom devedesetih, pri čemu su početni rezultati bili pozitivni. Transparentnost prema javnosti prednost je koju inflaciono targetiranje dijeli sa monetarnim i targetiranjem deviznog kursa. Obavezivanje na stabilnost cijena jasno se pokazuje, a odstupanja od postizanja inflacionog targeta su očigledna. Kao i kod targeta monetarnog agregata, inflacioni target takođe omogućava da monetarna politika sa potrebnom fleksibilnošću reaguje na ekonomske potrebe na kratak rok. Targetiranjem inflacije izbjegava se problem šokova brzine optičaja budući da monetarna politika nije više zavisna od odnosa novac-inflacija.

Monetarne vlasti ne mogu direktno ili čak jednostavno kontrolisati inflaciju. Uticaji politike na postizanje inflacionog targeta imaju efekat sa zakašnjenjem, tako da se ne može brzo ostvariti uspjeh sa pogađanjem targeta. Ovo nije problem koji je prisutan kod monetarnog targetiranja i targetiranja deviznog kursa. Ove poteškoće mogu značiti da se target katkad ne može striktno postići, što makar minimalno može dovesti do rasta inflacionih očekivanja. Ipak, zemljama koje nisu u mogućnosti ili ne žele da fiksiraju svoj devizni kurs za kurs druge zemlje i koje ne mogu računati na stabilne odnose između monetarnih agregata i ciljeva, pristup inflacionog targeta predstavlja transparentan način obavezivanja tokom dužeg roka.

Inflaciono targetiranje je čak jedno vrijeme predlagano kao bolji način za postizanje konvergencije za monetarnu uniju nego ERM. Ipak, da bi se generisale koristi od čvrstog sidra za monetarnu politiku u kontekstu transparentnog i kredibilnog operativnog okvira neophodno je da inflaciono targetiranje uključi više od dvosmislene obaveze spuštanja inflacije na nivoe EU. Četvrti dio Strategije za ispunjavanje kriterijuma Mاستrihta je izbor monetarnog režima. Idealno, zemlje bi trebalo da nastave i u nekim slučajevima poboljšaju okvire inflacionog targetiranja do ulaska u ERM II.

Nakon ulaska u ERM II biće potrebno artikulirati okvire koji poboljšavaju stabilizujuće efekte dobro izabranog pariteta, maksimizirati šanse za realizaciju kriterijuma stabilnosti deviznog kursa i inflacije, i uključiti strategiju za upravljanje rizikom. U sklopu strategije ulaska u ERM II, prema jednom pristupu, važi: za neke zemlje bi kontinuu-

iranost inflacionog targetiranja bila vjerovatno poželjna unutar zone od 15% od dogovorenog centralnog pariteta, iako bi došlo do suštinskih promptnih promjena pariteta ako bi granice bile dovedene u pitanje. Zemlje se, pak, mogu preusmjeriti na neki oblik targetiranja deviznog kursa što takođe znači upotrebu širih margina, ali usmjerava politike ka srednjoročnom targetu deviznog kursa umjesto ka inflacionom targetu.

PERFORMANSE ARANŽMANA VALUTNOG ODBORA

Polemika prilikom izbora monetarnog režima u Crnoj Gori, prije nekoliko godina, između valutnog odbora i dolarizacije završila se izborom ovog drugog strateškog rješenja. Uvođenje valutnog odbora kod nas, kao potencijalno i/ili faktički superiornije institucije u odnosu na centralnu banku u tranzitornim uslovima, trebalo je da ima za cilj izbjegavanje ingerencija i zloupotreba države, pojedinih interesnih i političkih grupa i manipulacija centralne banke, stvaranje preduslova za obezbjeđivanje cjenovne i valutne stabilnosti, potenciranje budžetske ravnoteže, uspostavljanje konvertibilnosti i kredibiliteti ekonomske politike, pospješivanje spoljne trgovine, štednje i investicija (posebno stranih – direktnih i portfolio), privlačenje stranih banaka, finansijsko integrisanje sa razvijenim zemljama i slično.

Pokazuje se da smanjivanjem očekivane inflacije i efekta negativne zaposlenosti, kao rezultat očekivane ali nerealizovane inflacije, valutni odbori mogu da produkuju manju nezaposlenost nego vezani režimi koji se uzdržavaju od devalvacije. Istorijski, zemlje sa valutnim odborima imale su u prosjeku nižu inflaciju u poređenju sa plivajućim režimima i običnim vezivanjima. Analize su takođe pokazale da je rast otuputa bio veći nego u zemljama sa drugim režimima deviznog kursa.

U bilo kom slučaju ovi aranžmani su pružili važno oruđe za ostvarivanje kredibiliteta i postizanje makroekonomske stabilizacije i održivog rasta. Iskustva sa Estonijom, Litvanijom i kasnije Bugarskom generalno su bila povoljna – jednocifrena inflacija, a u prve dvije zemlje i solidan ekonomski rast. Nije jasno da li odsustvo aktivne politike deviznog kursa i ograničenja koja postavlja odbor pogoršavaju efekte šokova koje su ove zemlje iskusile tokom tranzicije. Ipak, disciplina koju obezbjeđuju odbori može podstaći zemlje da održe fiskalnu disciplinu i sprovedu obuhvatne strukturne reforme, pomažući da se stvori osnova za održivi brzi rast.

Postavilo se i pitanje da li ovaj aranžman može da posluži zemlji na putu ka uvođenju eura, tj. da li je valutni odbor kompatibilan sa učešćem u ERM II. Pojedine analize (i praktična iskustva) su pokazale da odbor u principu može zadovoljiti sve uslove i da bi, ukoliko politike i okolnosti ostanu dobre, direktna tranzicija od odbora ka EMU, bez bilo kog tranzicionog perioda veće fleksibilnosti deviznog kursa, mogla da bude najbolja politika za izgled članica EU sa valutnim odborom. Potrebno je da se ostvari striktna disciplina politike koju zahtijeva odbor i hvatanje u koštac sa mogućim velikim prilivom kapitala i asimetričnim eksternim šokovima. Savremeni odbori nemaju unaprijed definisanu izlaznu strategiju jer praktično nije bilo razloga da se napusti ovaj aranžman prije pristupanja EU.

EUROIZACIJA U CRNOJ GORI – EFEKTI I KREIRANI EKONOMSKI AMBIJENT

Makroekonomske varijable su jedan od pokazatelja uspješnosti strateškog izbora monetarne politike, bez obzira da li je u pitanju razvijenija ili manje razvijena ekonomija. Čak unutar istog režima deviznog kursa postoje značajne razlike kada je u pitanju postizanje stope rasta, stope inflacije, budžetske discipline, institucionalnog kredibiliteta, što pokazuje primjer rigidnih (superfiksni) deviznih kurseva – zvanične dolarizacije, valutnog odbora i valutne unije. Ipak, izboru monetarnog režima, odnosno režima deviznog kursa, ne mogu se u potpunosti pripisati sve pozitivnosti ili negativne karakteristike stanja u posmatranoj ekonomiji. Kredibilne institucije sistema mogu biti odlučujuće u postizanju zadovoljavajućih ekonomskih rezultata.

Izborom režima dolarizacije, koja nije ni bila (i ne može biti) garant čvrste ekonomske politike, Crna Gora je pristala na izvjesne troškove (gubitke) poput gubitka senjoraže, gubitka funkcije kreditora krajnje instance (problem nije prevaziđen), fleksibilne monetarne i kursne politike, odnosno samostalne (suverene) monetarne politike.⁴ Stopa inflacije je smanjena u odnosu na njen ekstremno visok nivo od prije nekoliko godina, ali su ostala prilično visoka inflaciona očekivanja, a

⁴ Fiskalna politika i politika javne potrošnje bi, pri takvom stanju stvari, trebalo više da doprinesu makroekonomskoj (unutrašnjoj) ravnoteži, stabilnosti cijena i stvaranju pretpostavke (ambijenta) za rast proizvodnje.

uzrok inflacije – monopoli, ponašanje određenih društvenih grupa, velikih firmi i odluke državnih organa – nije otklonjen. Istovremeno, stopa ekonomskog rasta je nezadovoljavajuća (i krajnje upozoravajuća) i među najlošijim (ako ne i najlošija) u Istočnoj Evropi.⁵

Postavlja se pitanje koliko snižavanje inflacije može biti od makroekonomske koristi, ukoliko se ugrozi privredni rast i osjetnije oslabi fiskalni bilans, sa daljim socijalnim reperkusijama. Povećanje ekonomske aktivnosti u tranzicionim zemljama, zasnovano na tržišnim principima poslovanja, praćeno porastom raspoloživog dohotka stanovništva i privatne potrošnje (što nije baš slučaj kod nas) utiče na povećanje cijena. Inflacija nije dominantno pod uticajem činilaca na strani tražnje i troškova (prisutni i dalje psihološki faktori u kontekstu pozicije dominacije), sa daljim konsekvencama na inflatorna očekivanja i inflatornu stabilnost, odnosno prisutno je stanje stagnacije.

Kamatne stope su na visokom nivou i nedovoljno snižene, a nije ni ostvarena njihova stabilnost koju bi režim dolarizacije trebalo da postigne. Kamatne stope se i dalje negativno odražavaju na: usporavanje privredne aktivnosti, visoku nezaposlenost i učešće javnog duga u BDP, sa dodatnim destabilizujućim uticajem na finansijski sistem i privredu. Podsjećamo da su kriterijumi inflacije i kamatne stope najvažniji kada je u pitanju ispunjenje mastrihtskih kriterijuma. Standardna funkcionalna veza: strukturne reforme u privredi – sniženje inflacije – smanjenje kratkoročnih kamatnih stopa dobiće dodatni podsticaj priključivanjem novih članica.

U sferi javnih finansija brojni su problemi koji se mogu evidentirati. Prisutna je značajna poreska evazija, a poseban problem je činjenica da je Crna Gora jedina teritorija u okruženju u kojoj u značajnoj mjeri nije legalizovana prodaja cigareta, od koje (u skladu sa više procjena) državni budžet godišnje gubi najvjerovatnije 30-35 miliona eura. Degresivno i asocijativno dejstvo poreza na promet i potrošnju, koji dominiraju u poreskoj strukturi sa oko 75% usmjereno je prije svega na dalje osiromašenje već egzistencijalno ugroženog građanstva, koje trpi visoko poresko opterećenje. Redistribucija bogatstva u korist „finansij-

⁵ Kao izrazito nerazvijenoj zemlji, Crnoj Gori je potreban dinamičan razvoj uz znatno veću stopu privrednog rasta. Ostvarena stopa ekonomskog rasta u Crnoj Gori jedva da dostiže stopu globalnog ekonomskog rasta. Stopa investicija, kao osnovni faktor razvoja, je na prilično niskom nivou.

ski sofisticiranih i bogatih”, umjesto da je prekinuta u režimu zvanične dolarizacije, još više dobija na zamahu.

Nepoštovanje Zakona o budžetu i budžetskih načela produkuje neobjektivno i smanjeno iskazivanje budžeta i budžetskog deficita. Nepoštovanje osnovnih poreskih načela dovodi do toga da je u strukturi prilično nisko učešće neposrednih poreza na razne dohotke, prihode, dobit, imovinu i bogatstvo. Nelogična su i protivrječna kretanja nekih poreskih prihoda. Budžet je opterećen i još više se opterećuje glomaznom i neefikasnom administracijom i institucijama. Takođe, stabilizacioni i razvojni elementi Budžeta su zapostavljeni.⁶

Prisutni su i dalje u značajnoj mjeri uslovi i uzroci sive ekonomije: ekonomski, psihološki i faktori oportuniteta. Posljedice su prije svega na državni budžet. Kako su uzroci sive ekonomije sistemske prirode, primarni značaj za smanjenje sive ekonomije trebalo bi, osim kratkoročnih, da imaju sistemske promjene. Time bi se doprinijelo da se najveći dio sive ekonomije uvede u krug regularne privrede i regularno poslovanje preduzeća. Na taj način bi se doprinijelo da se obezbijedi pravna sigurnost u poslovanju ekonomskih subjekata, poboljša finansijska disciplina, zaštiti svojina i ugovor, postigne stabilnost uslova privređivanja na tržištima i, svakako, doprinese efikasnosti ekonomske politike.

Ne pokazuje se, barem do sada, da je proces privatizacije služio svojoj osnovnoj svrsi. Suština privatizacije jeste rast efikasnosti, pri čemu su prihvatanje rizika, transparentna kontrola i odgovornost za rezultate, pretpostavke rasta efikasnosti. Privatizaciju bi trebalo posmatrati samo kao prvi korak (ali najvažniji) u rješavanju ogromnih problema naših preduzeća. Očigledno da se u Crnoj Gori, s obzirom na prisutnost i uticaj dominantnog kriminogenog i koruptivnog faktora na privatizacioni tok, zloupotrebljava proces privatizacije. Proces privatizacije prati „dimna zavjesa” koja omogućava nesmetanu zloupotrebu položaja i tekuće ekonomske politike.

Svakako, faktičko stanje ukazuje da je opravdano i pitanje – da li žrtvovati privredni rast i zaposlenost, odnosno dalje zaostajanje, zbog postojanja valute koju emituje druga centralna banka, a koja je isključivo zakonsko sredstvo plaćanja. Ili, da li bi euro trebalo da služi zbog nekon-

⁶ Autonomija kursne politike je bitna budući da se promjenom kursa mogu donekle kompenzovati budžetske teškoće. Naime, kurs je u neposrednoj vezi sa kamatnom stopom, koja određuje cijenu finansiranja deficita javne potrošnje.

trolisanog kretanja kapitala po osnovu špekulativnih interesa, a nasuprot nacionalnom (ekonomskom) interesu. Monetarna politika u kompletno dolarizovanoj ekonomiji *de facto* i *de jure* ne može spriječiti da novac bude glavni uzrok ekonomskog poremećaja, makar i kada je u pitanju čvrsta valuta kao legalni tender. Ne može ni doprinijeti da se kompenziraju glavni poremećaji u ekonomskom sistemu koji potiču iz drugih izvora. Izgleda kao da je euroizacija u Crnoj Gori bila unaprijed osuđena na neuspjeh kada je u pitanju obezbjeđenje stabilne podloge za ekonomiju.

„NESPORAZUMI I DILEME” OKO IMPLEMENTACIJE MONETARNE POLITIKE

Monetarni sistem je skup načela, metoda, mjera, instrumenata i institucija kojima se kreira (stvara) i povlači novac i regulišu monetarni tokovi u društvenoj reprodukciji. Monetarna politika je skup pravila, propisa, mjera i instrumenata kojima se u monetarnoj sferi društvene reprodukcije reguliše nivo, struktura i dinamika novčane mase, kao i cirkulacija novca u prometnim kanalima reprodukcije. Monetarna politika predstavlja primijenjenu naučnu oblast koja se sastoji iz emisio- ne, kreditne i devizne politike, a usko je povezana sa fiskalnom politikom u sklopu finansijske, odnosno makroekonomske politike.

Poznavanje makroekonomske politike često nije dovoljno da bi se u potpunosti (na adekvatan način) shvatilo prethodno rečeno, odnosno validno razmotrili monetarni fenomeni, problemi monetarne nestabilnosti i strategije ostvarenja monetarne ravnoteže, monetarni instrumentarijum i monetarno regulisanje. Monetarna analiza, monetarna teorija, monetarna politika, monetarna statistika, monetarno pravo i monetarna istorija zaokružuju koncept efikasnog kreiranja i implementacije jednog važnog segmenta ekonomske politike u bilo kojoj zemlji.

Polemički tonovi na bilo kom naučnom skupu visokog ranga trebalo bi da doprinesu razjašnjavanju problema vezanih za datu tematiku i davanju mogućeg rješenja, ali ne i da predstavljaju stil profesionalnog ophođenja koji kao krajnji rezultat ima puko teoretisanje oko elementarnih terminoloških i konceptijskih „nedoumica i dilema”. Dru- gim riječima, oko naučnog i empirijskog okvira koji bi trebalo da bude predmet analize na redovnim i postdiplomskim ekonomskim studija- ma. Možda prethodno rečeno predstavlja rezultat nedovoljne upuće-

nosti (familijarnosti, informisanosti) u tematiku, nedovoljno dubokog promišljanja ili jednostranog pristupa analizi polemičara.

Na konstatacije autora ovih redova koje se odnose na funkcionisanje režima tvrdog vezivanja deviznog kursa – valutnog odbora i dolarizacije, odnosno na implementaciju monetarne politike upućeno je nekoliko kritičkih opaski – suprotnih mišljenja,⁷ što bi se moglo sublimirati u dva segmenta:

1. Primjedba kojom replikanti tvrde da: a) oficijelno dolarizovani režimi omogućavaju veću samostalnost monetarne politike u odnosu na valutni odbor; b) valutni odbori ne mogu imati kursnu politiku. Moj odgovor je djelimično prezentiran u ranije publikovanim radovima, ali ću zbog otklanjanja nedoumice ukratko ponovo dati validno obrazloženje, dopunjeno novijim teoretskim i praktičnim dokazom.

Kada je u pitanju prvi dio primjedbe, teoretska i empirijska verifikacija nedvosmisleno ide u prilog mojim stavovima. Mišljenja prominentnih autora, između ostalih, to i potvrđuju. Na primjer, Ćirović (20002), Hanke i Šuler (1999) ili Gvartni, Šuler i Štajn (2001) tvrde da kompletno dolarizovana ekonomija kompletno gubi monetarnu suverenost, tj. suverenost monetarne politike. Slično, Bogetić (2002) i Mek (2000) ukazuju da kod zvanične dolarizacije ne postoji nezavisnost monetarne politike.⁸ Edvards i Magendzo (2004) ističu da u uslovima dolarizacije zemlja koja je u pitanju kompletno gubi monetarnu nezavisnost (samostalnost), uz posebnu ulogu centralne banke razvijene zemlje kada je u pitanju monetarna politika.

Trošak gubitka fleksibilne monetarne i devizne politike u režimima oficijelne dolarizacije sastoji se u tome da se ne može izvršiti devalvacija valute ili finansiranje deficita budžeta kreiranjem inflacije što u pojedinim težim, iako rijetkim okolnostima, može biti jako bitno.⁹ Berg, Borenštajn i Mauro (2002) napominju da zemlja koja izabere da uvede dolar napušta mogućnost postavljanja sopstvene monetarne politi-

⁷ U pitanju su reakcije – primjedbe i tumačenja dr Božidara Cerovića, dr Milana R. Kovačevića i dr Nikole Fabrisa.

⁸ Svakako, to može da važi (generalno) i kod određenih tipova valutnih odbora, ali ne i u svim slučajevima ovog monetarno-deviznog aranžmana.

⁹ U situacijama nezvanične, parcijalne dolarizacije, valutna supstitucija komplikuje, ali ne onemogućuje vođenje monetarne politike. Centralna banka može instrumentima monetarne politike da reguliše željene promjene u nivou ukupne likvidnosti domaće ekonomije.

ke kao odgovor domaćoj ekonomiji i prepušta stranoj centralnoj banci profite od štampanja novca (senjoraža).

Dakle, u dolarizovanom sistemu ne postoji domaća monetarna vlast ili posebni domaći bazni novac, ne uzimajući u obzir minorne domaće valute poput balboe (kovani novac) u Panami. Svakako, potrebno je izvršiti generalnu distinkciju između monetarnog menadžmenta uopšte i menadžmenta likvidnosti centralne banke. U dolarizovanom režimu, centralna banka može biti uključena u menadžment likvidnosti, ali ne i u potpunosti u monetarni menadžment, tj. centralna banka nije na adekvatan način menadžer monetarnog sistema. Šuler potvrđuje da je teško zamisliti jednostavniji monetarni sistem od korišćenja valute nekog drugog – ne postoji centralna banka, nezavisni devizni kurs i nezavisna monetarna politika.¹⁰ Od 90-ih, monetarni režimi u mnogim zemljama zajednički su nazvani valutni odbor, gdje su monetarne vlasti uključene u sterilizaciju i ostale oblike diskrecione politike.¹¹

Klasična (čista) varijanta monetarnog odbora zasniva se na institucionalizovanoj vlasti pri čemu centralna banka nije ni potrebna. Povećanjem rezervi stranog novca povećava se i količina novca, dok je kamatna stopa determinisana tržišnim automatizmom. Obim zajmova zavisi od raspoloživog obima inostranih rezervi kod poslovnih banaka. Vlast se odriče kontrole kretanja kamatnih stopa operacijama na otvorenom tržištu ili sterilizacijom monetarnog efekta promjena inostranih rezervi, čime se dobija robustniji devizni kurs. Ipak, bilo je slučajeva da se upotrebom odgovarajućih mjera i instrumenata monetarno-kreditnog regulisanja vrši postepeno udaljavanje od striktno varijante i približavanje valutnog odbora konvencionalnoj centralnoj banci.¹²

¹⁰ Vidjeti: Schuler, 2005, Cato Journal (No 1): 115-125.

¹¹ Najadekvatniji primjer je monetarni sistem Argentine od aprila 1992. do januara 2002, koji je nazvan sistem konvertibilnosti. Imao je rigidni devizni kurs jedan pesos za dolar i bez deviznih kontrola tokom većine perioda važenja. Argentinska centralna banka je sterilizovala 59 centi svakog dolara stranih rezervi koji su priticali ili oticali kvartalno.

¹² To je upravo bio slučaj sa Hong-Kongom, gdje su vršene povremene intervencije sa ciljem uravnoteženja fluktuacija kamatnih stopa. U početku se to obavljalo direktno, na deviznom tržištu, a kasnije je Valutni fond počeo da emituje utržive hartije kako bi se osposobio i za konvencionalnije operacije na otvorenom tržištu. Nekoliko godina kasnije uvedena je mogućnost zaduživanja uz olakšice čime je došlo do djelimičnog napuštanja klasičnog valutnog odbora.

U blažoj (konvencionalnijoj) varijanti valutnog odbora centralna banka zadržava neke od svojih regulatornih funkcija, a pored kontrolisanja obima novca utiče i na rezervni potencijal komercijalnih banaka. Takođe, obuhvat rezervi kojima se emituje domaći novac je širi od deviznih sredstava, a uključuje monetarno zlato i prvorazredne hartije od vrijednosti koje su denominovane u inostranoj valuti. Za razliku od klasične varijante u kojoj nisu prisutne operacije na otvorenom tržištu, ovom varijantom je dozvoljen uticaj na visinu kamatnih stopa centralnih banaka operacijama na otvorenom tržištu i primarnim kamatnim stopama (eskontnom, lombardnom, repo) i to isključivo unutar raspoloživih rezervi inostranog novca.¹³ Monetarna vlast Hong Konga (HKMA) ustanovljena je 1993. godine i odgovorna je za održavanje monetarne i bankarske samostalnosti. Jedan od ciljeva HKMA je održavanje valutne stabilnosti unutar okvira „Sistema vezanog deviznog kursa”, preko snažnog upravljanja Deviznim Fondom, operacijama monetarne politike i ostalim načinima koji se pokazuju neophodnim.

Ponovimo, valutni odbor, za razliku od pune dolarizacije ima kursnu politiku. Ćirović (2000) ističe da valutni rizik ne bi trebalo da postoji u režimu valutnog odbora, ali da praksa pokazuje da on ipak može da postoji, ukoliko investitori strahuju od devalvacije domaće valute. U režimu valutne uprave, koja apriori ne eliminiše centralnu banku, centralna banka ima pravo da izvrši revalvaciju deviznog kursa. (slučaj Litvanije). Generalno, tokom vremena sve više dolazi do izražaja nedostatak valutnog odbora – nedovoljna fleksibilnost monetarne politike, zbog čega i dolazi do sofistifikacije ovog režima. Ipak, činjenica je da pojedini valutni odbori mogu da izvrše devalvaciju svojih valuta i da budu predmet špekulativnih ataka, što potvrđuju i pojedini analitičari poput Selgina,¹⁴ a aktive koje su denominovane u lokalnoj valuti u sistemu valutnog odbora teže da nose (*bear*) premiju rizika u odnosu na slične aktive koje su denominovane u dolarima.¹⁵

Kako se vrši odbrana valute (normalizacija valute) od špekulativnih napada pokazuje slučaj Monetarne vlasti Hong Konga. Nakon prvog

¹³ Vidjeti: Savin, 1995, Financing (br. 9): 36-41.

¹⁴ Vidjeti: Selgin, 2005, Cato Journal (No 1): 141-151.

¹⁵ Dolarizacija eliminiše bilo koji rizik devalvacije monetarne baze u odnosu na dolar, premda ne eliminiše mogućnost depresijacije IOUs (usljed jednog ili više bankarskih lomova) komercijalnih banaka u odnosu na dolar.

napada kojim su špekulanti prodavali domaću valutu na domaćem deviznom tržištu, a vlasti reagovale efikasno podizanjem kamatnih stopa, uslijedio je drugi napad. Cilj špekulacije je bio da se preko jake prodaje hongkonškog dolara, preko privremenog skoka kamatnih stopa izvrši pritisak na obaranje cijena akcija na berzi u Hong Kongu. Monetarna agencija je dijelom svojih ogromnih rezervi kupila veću količinu akcija. Preko visokih kamatnih stopa i korišćenjem visokih deviznih rezervi monetarna agencija je efektivno odbranila hongkonški dolar. U suprotnom, valutne špekulacije bi vjerovatno dovele do valutnog sloma hongkonškog dolara.

U zemljama gdje je režim deviznog kursa „tvrdo” fiksiran, kao što je to slučaj u Hong Kongu, intervencione operacije bile su nesterilizovane uz puno prilagođavanje međubankarskih kamatnih stopa. U Singapuru, koji takođe ima valutni odbor, slijeđenje targetne zone za devizni kurs je glavni instrument monetarne politike, a odluka centralne banke o tome da li da sterilizuje intervenciju biće donešena u skladu sa uslovima na domaćem tržištu novca. HKMA objavljuje sve svoje operacije na deviznom tržištu što je moguće prije, budući da ova transparentnost služi da pojača kredibilitet obavezivanja ka vezivanju.

Nesterilizovana intervencija na deviznom tržištu uključuje kupovinu ili prodaju US dolara od strane HKMA i, u obračunu, ubacivanje ili povlačenje odgovarajućeg iznosa HK dolara u ili od Agregatnog bilansa. Tržišne operacije unutar Zone konvertibilnosti¹⁶ od strane HKMA adresiraju anomalnosti i podržavaju mirno funkcionisanje tržišta novca i deviznih tržišta u skladu sa aranžmanima valutnog odbora. Na primjer, HKMA je sproveo svoju operaciju unutar Zone konvertibilnosti 25. maja kada je HK dolar ojačao. Kupljeni su US dolari za HK dolare. Ova operacija je sprovedena u striktnoj saglasnosti sa principima Valutnog odbora – povećanje monetarne baze bilo je prilagođeno ekvivalentnom povećanju deviznih rezervi.

S obzirom da mogućnost male apresijacije HK dolara pomaže da se smanje silazni špekulativni pritisci, mnogo teže je odbraniti fiksni devizni kurs na slabijoj strani nego na snažnijoj strani.¹⁷ Pomenimo i da HK-

¹⁶ Zona konvertibilnosti (*Convertibility Zone*) leži između dva Preduzimanja (obavezivanja) konvertibilnosti (*Convertibility Undertaking*) i oko Vezanog kursa (*Linked Rate*).

¹⁷ Kada su prisutni snažni špekulativni pritisci ili devizni kurs jače apresira, proaktivni pristup se uvodi da bi se pariralo mogućem strategijskom ponašanju velikih tržišnih igrača, odnosno da bi se obezbijedilo sidro za devizni kurs.

MA sprovodi svoje (nesterilizovane) devizne operacije samo na spot tržištu HK dolara širom različitih vremenskih zona. O načinu na koji HKMA sprovodi tržišne operacije radi stabilizovanja deviznog kursa u uslovima aranžmana deviznog kursa, tj. o operacionoj strategiji sa nedavnim iskustvima, vidjeti, između ostalih: *Pang (2005)*, *Gerlach, Ho, Leung (2004)*, *Gruenwald (2004)*. Takođe, na pretraživaču *Google* moguće je pronaći 781 naslov koji eksplicitno ili implicitno tretira tematiku intervencija HKMA na deviznom tržištu.

2. Polemika koja se odnosi na ulogu obaveznih rezervi u monetarnoj politici, s posebnim osvrtom na Crnu Goru. Instrumenti monetarnog menadžmenta nisu korišćeni u Crnoj Gori, niti će to biti slučaj ubuduće u oficijelno dolarizovanom režimu.

Mogu se navesti nekoliko argumenata u prilog obaveznim rezervama: a) poboljšavaju preciznost kojom se može sprovesti monetarna politika; b) varijacije u obaveznim rezervama mogu biti upotrijebljene za implementaciju monetarne politike; c) zahtijevanje od banaka da drže rezerve koje donose male ili nikakve kamatne iznose nametanju poreza koristan je dodatak setu instrumenata fiskalne politike; d) rezerve mogu biti potrebne da obezbijede da banke uvijek imaju dovoljno „dobrog“ novca – depozita kod klirinške institucije koji su trenutno raspoloživi da bi se izvršila plaćanja – kako bi se obezbijedila njihova likvidnost i funkcionisanje klirinškog sistema.¹⁸

a) *Obavezne rezerve i monetarna kontrola*. Obavezne rezerve doprinose sposobnosti monetarnih vlasti da kontrolišu ponudu novca i time ispune svoju odgovornost za održavanje stabilnih monetarnih uslova. Pozitivne obavezne rezerve dobrim dijelom determinisaće tražnju za baznim novcem, i time: poboljšati preduslove likvidnosti komercijanih banaka koje su potrebne za operacije na otvorenom tržištu; doprinijeti da se stabilizuje monetarni multiplikator. Tako obavezne rezerve mogu da omoguće da drugi instrumenti centralne banke budu pouzdani i snažniji, odnosno da odluke o stavu monetarne politike i o implementaciji budu donešene s većim povjerenjem.

¹⁸ Dakle, obavezne rezerve mogu obavljati barem četiri funkcije: a) funkciju tampona; b) funkciju menadžmenta likvidnosti; c) funkciju monetarne kontrole; d) funkciju dohotka ili poreza. Vidjeti detaljnije, na primjer, Van't dack, 2000, str. 46-60, BIS.

b) *Obavezne rezerve kao monetarni instrument.* Obavezne rezerve mogu doprinijeti preciznosti drugih monetarnih instrumenata, ali se takođe mogu izmijeniti radi obezbjeđenja ili povlačenja likvidnosti. Povećanje rezervi prisiljava banke da kupe privremenu likvidnost od centralne banke, čime se povećavaju njihovi troškovi, smanjuje njihova kreditna aktivnost, odnosno snižavaju depoziti publike. Konveržno, redukcija dopušta ekspanziju depozita za bilo koju datu monetarnu bazu. Mijenjanje obaveznih rezervi s ciljem uticaja na agregatnu ponudu novca smatra se grubim i neefikasnim načinom za implementaciju monetarne politike. Čak male promjene u obavezama mogle bi da nametnu velika prilagođavanja u bankarskim portfolijima.

Promjene obaveznih rezervi predstavljaju unilateralnu akciju centralne banke. Promjene se ne mogu brzo iskoristiti da se kompenziraju kratkoročne monetarne fluktuacije, uzimajući u obzir kašnjenja u definisanju osnove rezerve i dužine perioda držanja. Ukoliko se obaveze često mijenjaju i bez dovoljnog upozorenja, banke će imati veći podsticaj da drže višak rezervi koji služi kao zaliha i da pronalaze supstitute za depozite koji nisu predmet ovih nepouzdanih nameta. Stoga, monetarni multiplikator može da postane manje osjetljiv na promjene obaveznih rezervi, a veza do krajnjih targeta biće oslabljena. Varijacije u obaveznim rezervama obično se koriste za implementaciju monetarne politike kao drugi najbolji pristup kada drugi instrumenti nisu raspoloživi ili su skupi za korišćenje.

c) *Obavezne rezerve kao fiskalni instrument.* Obavezne rezerve, kao komponenta monetarne baze, doprinose prihodu senjoraže koji je generisan monetarnom ekspanzijom i mogu irektno doprinijeti dohotku ukoliko centralna banka investira sredstava u aktive koje donose zaradu, što je obično slučaj kada centralna banka ostvaruje kamatu na svoje holdinge blagajničkih zapisa i zajmova vlade. Obavezne rezerve ne samo da utiču na reakciju banaka na poremećaje, već takođe smanjuju njihove profite sve dok se obavezne rezerve manje nadoknađuju nego što su njihovi oportunitetni troškovi. Implicitno poresko opterećenje u ispod-nadoknađenim rezervama biće prenešeno na klijente banke, tj. zajmotražioce i kreditore, u obliku marže između kreditnih i depozitnih stopa.

d) *Obavezne rezerve i likvidnost.* U nekim zemljama, poput Crne Gore, obavezne rezerve imaju originalnu funkciju prudencione mjere dizajnirane da održavaju likvidnost bankarskog sistema. Argument

je vjerovatno bio da, čak ako bi pojedinačna banka mogla počivati na međubankarskim zajmovima kako bi pokrila neočekivane odlive likvidnosti, bankarskom sistemu kao cjelini potrebne su izvjesne rezerve koje bi djelovale kao tampon. Pored opšte potrebe za likvidnošću, klirinški sistem može zahtijevati da banke imaju „dobar novac”. Rezerve moraju da budu regulisane budući da: prvo, međupovezana priroda finansijskih odnosa kreira eksternalnost (stvarnost) sistemskog rizika; drugo, nespremnost centralne banke da djeluje kao kreditor krajnje instance može dovesti do problema moralnog hazarda.

Čak i kada su nadoknađene, banke mogu da teže da drže manje visoko likvidnih rezervi nego što je društveno optimalno. Ovakav način rezonovanja naglašava potrebu za prudencionim likvidnosnim rezervama, ne obaveznim rezervama kakve su se konvencionalno implementirale. Napomenimo da ako se obavezne rezerve nameću da održe bankarsku likvidnost, moraju se pažljivo dizajnirati kako bi se omogućilo da ispune svoju funkciju. Loše dizajnirane obavezne rezerve mogu čak da redukuju bankarsku likvidnost prikupljanjem bankarskih sredstava, sprečavanjem razvoja finansijskih tržišta ili kreiranjem fluktuacija.

Centralna banka ima glavnu ulogu u razvoju i implementaciji monetarne politike, uslovljeno političkim i zakonskim sistemom unutar kojeg funkcionišu. One generalno moraju biti uključene u dva aspekta monetarne politike: ekonomski menadžment i menadžment likvidnosti. Ekonomski menadžment uključuje unapređenje održivog ekonomskog rasta tokom dužeg perioda održavanjem monetarne i kreditne ekspanzije ukorak sa ekonomskim ne-inflatornim output potencijalom. To zahtijeva operacionisanje uz ograničenja koja nameću devizne rezerve, spoljni dug i raspoloživost stranom pomoći i kreditima.

Menadžment likvidnosti, zauzvrat, ima kratkoročniji horizont. Uključuje osiguranje da bankarski sistem može da obezbijedi fleksibilnost na kraći rok za gotovinske i potrebe plaćanja društva. Centralne banke imaju ostale važne funkcije koje se odnose na obaveze njihove monetarne politike – snaga i sigurnost sistema plaćanja regulisanjem i supervizorstvom operacionisanja komercijalnih banaka i povremeno ostalih finansijskih institucija. Pretpostavljajući da postoje preduslovi, centralne banke mogu potpomoći razvoj tržišta novca načinom na koji sprovode svoju funkciju menadžmenta likvidnosti.¹⁹

¹⁹ O ovoj tematici vidjeti, između ostalih: Meek, 1993, str. 15-35, BIS.

Početak šezdesetih, među ekonomistima je vladalo opšte mišljenje da bi centralne banke mogle i trebalo da budu značajan subjekt u naporu da se ostvare višestruki društveni ciljevi: niska inflacija, visoki rast, niska nezaposlenost i niske nominalne kamatne stope. Tokom devedesetih prisutan je konsenzus između ekonomista i centralnih banaka da je determinisanje održive (ili trendne) stope inflacije jedini dugoročni efekat koji monetarne vlasti imaju na ekonomiju. Saglasnost postoji i oko toga da usljed pogrešne monetarne politike može doći do nestabilnosti u ekonomiji. Opšte je prihvaćeno i da su centralne banke odgovorne djelujući kao kreditor krajnje instance u slučaju opštih kriza likvidnosti, kako bi se održala pouzdanost i funkcionisanje mehanizma plaćanja.

Ipak, nema saglasnosti oko veličine ili pouzdanosti kratkoročnog uticaja monetarne politike na ekonomiju. Značajan dio naučne i stručne javnosti zastupa stav da akcije monetarne politike inicijalno utiču na output, nezaposlenost i realne kamatne stope, čak iako nema dugoročnog uticaja na ove realne varijable. Nije postignut uspjeh prilikom kvantifikovanja ovih inicijalnih efekata, tj. istraživači nisu obezbijedili precizne mjere uticaja. Prominentni ekonomisti smatraju da se uspjeh ili neuspjeh monetarne politike mora procjenjivati prije svega na osnovu toga da li je centralna banka sposobna da postigne niskoinflatorno okruženje na održivoj osnovi. U ovom kontekstu, dakle, doprinos centralne banke trebalo bi primarno ocijeniti na osnovu prosječne stope inflacije, a sekundarno prema stabilnosti cjelokupne ekonomije.

Dr Slobodan LAKIĆ

ADEQUACY OF MONETARY POLICY AND EXCHANGE RATE REGIME IN THE VIEW OF EUROPEAN INTEGRATIONS

Summary

In this paper we analyse monetary policy strategies and point out a number of criteria that an efficient monetary policy strategies must satisfy. We deal with currency board, official dollarization and inflation targeting and look at the advantages and disadvantages of each strategy. Under dollarization the country in question completely gives up monetary independence. There is no central bank, no independent exc-

hange rate and no independent monetary policy. We examines the costs of official dollarization in Montenegro. Some currency boards may be capable of devaluating their currencies. The HKMA conducted market operations to stabilise the exchange rate under the currency board arrangement. Several arguments can be made in favor of reserve requirements. The foremost argument is that they enhance the ability of the monetary authority to control the money supply and thus fulfill its responsibility for maintaining stable monetary conditions. Central banks must be concerned with two aspects of monetary policy: economic management and liquidity management.

Key words: monetary policy strategies, central bank, currency board, official dollarization, inflation targeting, monetary policy instruments, reserve requirements, monetary management, exchange rate regimes, foreign exchange market operations, european integration