



Univerzitet Donja Gorica

Fakultet za međunarodne finansije, ekonomiju i biznis

Postdiplomske studije „Preduzetnička ekonomija“

Podgorica

Monetarna politika u dolarizovanoj ekonomiji

MAGISTARSKI RAD

Mentor: Dr. Maja Drakić-Grgur

Student: Miloš Duletić

Broj Dosijea: 09/002

Podgorica, decembar 2013. godine

PODACI I INFORMACIJE O MAGISTRANTU

Ime i prezime: Miloš Duletić

Datum i mjesto rođenja: 01.10.1985. Podgorica

Naziv završenog osnovnog studijskog programa i godina diplomiranja: Glion institut za hotelski menadžment, 2007.god.

INFORMACIJE O MAGISTARSKOM RADU

Fakultet za međunarodnu ekonomiju, finansije i biznis

Postdiplomske studije „Preduzetnička ekonomija“

Smjer: Preduzetnička ekonomija

Naslov rada: Monetarna politika u dolarizovanoj ekonomiji

OCJENA I ODBRANA MAGISTARSKOG RADA

Datum prijave magistarskog rada: 19.12.2013.

Datum sjednice Vijeća univerzitetske jedinice na kojoj je prihvaćena tema: 25.11.2011.

Komisija za ocjenu teme: Dr. Maja Drakić-Grgur, Dr. Petar Ivanović, Dr.Zoran Đikanović

Mentor: Dr. Maja Drakić-Grgur

Komisija za ocjenu rada: Dr. Maja Drakić-Grgur, Dr. Petar Ivanović, Dr.Zoran Đikanović

Komisija za odbranu rada: Dr. Maja Drakić, Dr. Petar Ivanović, Dr.Zoran Đikanović

Datum odbrane: **06.02.2014.**

Datum promocije: **11.11.2014.**

Apstrakt

Ovaj rad će dati uvid kako funkcionise monetarna politika u dolarizovanoj ekonomiji, šta zemlja dobija dolarizacijom, šta gubi, čega se odriče i na koncu kako takav režim funkcionise. U prvom dijelu rada stavljen je akcenat na monetarnu politiku i centralno bankarstvo. U drugoj polovini rada predstavljena je dolarizacija i sa teorijskog aspekta i na bazi iskustva dolarizovanih zemalja. Poseban osvrt je dat na Crnu Goru; zbog čega je Crna Gora dolarizovala ekonomiju, kako centralna banka Crne Gore sprovodi politiku u takvim uslovima i koji su efekti dolarizacije.

Ključne riječi: Dolarizacija, Monetarna Politika, Centralna Banka, Ekonomska politika

Abstract

This final work paper will get to a reader an insight into monetary policy in dollarized economies and the role of central bank in such an economy. In the first part of the work paper, emphasis is put on monetary policy and central banking system in general. In the second part of the paper the focus is put thoroughly on dollarization. It is explained the pros and cons of dollarization using theoretical and practical approach. The special emphasis is put on Montenegro, its monetary history and the reasons why the Montenegrin government decided to dollarize its economy and what the dollarization has brought itself.

Key words: Dollarization, Monetary policy, Central bank, Economic policy

Sadržaj

APSTRAKT.....	2
SADRŽAJ.....	3
POPIS TABELA, GRAFIKA I SLIKA.....	5
I Uvod.....	7
1.1. Predmet i cilj rada.....	7
1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja	7
1.3. Sadržaj i struktura rada	8
II Monetarna politika i centralno bankarstvo.....	9
2.1 Monetarna politika i njene karakteristike.....	9
2.2 Centralna Banka.....	11
2.2.1 Ciljevi centralne banke.....	15
2.2.1.1 Finansijska stabilnost kao cilj centralne banke.....	17
2.3 Funkcije centralne banke.....	20
2.3.1 Emisija Novca.....	20
2.3.2 Zajmodavac u krajnjoj instanci – „lander of last resort“	21
2.4 Savremena monetarna politika.....	22
2.5 Instrumenti monetarne politike.....	23
2.5.1 Operacije na otvorenom tržištu.....	23
2.5.2 Obvezna rezerva.....	24
2.5.3 Diskontna stopa.....	25
2.6 Režimi monetarne politike	26
2.6.1 Targetiranje deviznog kursa.....	26
2.7 Režimi deviznog kursa.....	27
2.7.1 Monetarna unija.....	29
2.7.2 Monetarna trilema – nemoguće trojstvo.....	29
2.7.3 Optimalno valutno područje.....	31
2.7.4 Primjer EMU i ECB.....	33

2.7.5 Valutni odbor.....	35
2.7.5.1 Valutni odbor Bosne i Hercegovine.....	36
2.7.6 Dolarizacija.....	37
III Dolarizacija.....	38
3.1 Pojam Dolarizacije i razlog njene adaptacije.....	38
3.2 Varijante dolarizacije i njene karakteristike.....	40
3.3 Prednosti i nedostaci dolarizacije.....	43
3.4 Dolarizacija u teoriji.....	46
IV Empirijska iskustva dolarizacije.....	48
4.1 Zvanična dolarizacija i valutni odbori: zvanična iskustva zemalja.....	48
4.2 Argentina.....	52
4.3 Ekvador.....	53
4.4 El Salvador.....	54
4.5 Panama.....	55
V Dolarizacija u Crnoj Gori.....	56
5.1 Monetarna istorija Crne Gore.....	56
5.2 Monetarna politika u Crnoj Gori.....	59
5.3 Rezultati dolarizacije crnogorske ekonomije.....	63
5.3.1 Bruto domaći proizvod.....	63
5.3.2 Tržište rada.....	65
5.3.3 Fiskalna politika.....	66
5.3.4 Inflacija.....	69
5.3.5 Razvoj tržišta kapitala.....	70
5.3.6 Bankarski sistem.....	71
5.4 Dolarizovana Crna Gora u ekonomskoj krizi.....	73
5.5 Kreditni rejting Crne Gore.....	75
5.6 De-dolarizacija kao opcija?.....	77
VI Zaključak.....	79

Literatura	82
-------------------------	----

Popis tabela, slika i grafika

Tabela 1 – Bilans stanja centralne banke.....	11
Tabela 2 – Korijeni centralnog bankarstva.....	12
Grafik 1 – Pravni status centralne banka.....	13
Grafik 2 – Vlasnički status centralnih banaka.....	14
Tabela 3 – Vrste šokova.....	19
Grafik 3 – Kontinuum fleksibilnosti.....	28
Slika 1 – Nemoguće trojstvo.....	30
Tabela 5 – Učešće depozita u stranj valuti u %.....	38
Tabela 6 – Zvanično dolarizovane ekonomije.....	41
Tabela 7 – Nezvanično dolarizovane ekonomije.....	42
Tabela 8 – SWOT analiza dolarizacije.....	43
Tabela 9 – Karakteristike zemalja čije se valute zvanično koriste van njenih granica.....	47
Tabela 10 – Karakteristike nezavisnih dolarizovanih zemalja.....	51
Tabela 11 – Kretanje inflacije u Ekvadoru 1999-2005.....	53
Tabela 12 – Kretanje inflacije u El Salvadoru 1999-2005.....	54
Tabela 13 – Monetarni instrumenti CBCG.....	61
Grafik 4 – Godišnja stopa rasta BDP-a u Crnoj Gori.....	63
Grafik 5 – Stopa nezaposlenosti u Crnoj Gori u periodu od 2002 do 2013.....	65
Tabela 14 – Fiskalni prihodi Crne Gore (u milionima €) u periodu od 2005. do 2012. godine...68	
Grafik 6 – Kretanje inflacione stope u Crnoj Gori 2001-2013.....	69
Tabela 15 – Depoziti stanovništva u Crnoj Gori u 000 000 Eura.....	70
Grafik 7 – Kretanje kredita i depozita u Crnoj Gori od 2000 do 2009 godine.....	72
Tabela 16 – Ekonomski indikatori od 2009. do 2012. Godine.....	74
Tabela 17 – Kreditni rejting država u regionu.....	76

Spisak upotrijebljenih skraćenica

HOV – Hartije od vrijdnosti

CB – Centralna Banka

FED – Sistem Federalnih Rezervi

CBCG – Centralna Banka Crne Gore

EMU – Evropska Monetarna Unija

MB – Monetarna baza

BDP – Bruto Domaći Proizvod

DM – Njemačka Marka

EU – Evropska Unija

ECB – Evropska Centralna Banka

BiH – Bosna i Hercegovina

I Uvod

1.1 Predmet i cilj rada

U poslednjih dvije decenije postoji trend smanjivanja broja valuta u svijetu usled lošeg vođenja monetarne politike. Kada zemlja u svojim formalnim ili neformalnim tokovima (transakcijama) koristi stranu valutu, usled odsustva povjerenja u domaći valutu i finansijski sistem, onda je zemlja izvršila dolarizaciju. Dolarizacija predstavlja režim fiksnog deviznog kursa koji, kada prihvaćen, lišava centralnu banku nezavisnog vođenja monetarne politike i funkcije emisije novca. Kada zvanično prihvaćena od Vlade države, strana valuta u takvoj situaciji postaje jedini legalan tender. Dolarizacija u suštini predstavlja odgovor na loše vođenje ekonomske politike i instrument pomoću kojeg država želi stati na kraj problemima poput visoke inflacije i valutne supstitucije.

Glavni zadatak rada je da se prikaže kako funkcioniše monetarna politika u dolarizovanoj ekonomiji. Cilj rada je se detaljno prikaze šta je dolarizacija i koje su to prednosti i nedostaci koje ona donosi. Radi potpunijeg shvatanja prikazani su primjeri država koje su dolarizovale svoje ekonomije, i njihov uspjeh uprkos veoma ograničenoj ulozi njihovih centralnih banaka u kreiranju monetarne politike zemlje.

1.2 Izvori podataka i metode prikupljanja

Bazičnu dokumentacionu osnovu čine ključna djela glavnih autora i nosilaca određenih pravaca u ekonomskoj teoriji. Od domaćih autora najviše su korištene knjige i djela od domaćih (Nikola Fabris, Veselin Vukotić, Miroslav Prokopijević, Željko Bogetić) i stranih autora (Frederic S. Mishkin, Frederico Sturzenegger, David Begg, Stanley Fischer,)

Drugi dio dokumentacione osnove predstavljaju radovi, istraživanja i eseji koji se bave pitanjima monetarne politike i dolarizacije. Veliki broj dokumentacije dobijen je iz biblioteke Univerziteta Donja Gorica, izvještaja i radnih studija Centralne Banke Crne Gore kao i sa interneta

1.3 Sadržaj i struktura rada

Struktura rada sastoji se iz četiri glavna dijela. Prvi dio rada prikazuje osnove centralnog bankarstva i monetarne politike. Drugi dio govori o dolarizaciji, njenim karakteristikama, kao i uslovima koji su neophodni za adaptaciju dolarizacije. Treći dio istraživanja zasniva se na empirijskim primjerima država koje su dolarizovane. Četvrti dio rada je detaljno posvećen dolarizaciji u Crnoj Gori. U ovom dijelu rada u potpunosti su predstavljeni i objašnjeni razlozi dolarizovanja ekonomije kao i njeni efekti na crnogorsku privredu

II Osnove monetarne politike i centralnog bankarstva

2.1 Monetarna politika i njene karakteristike

Ekonomska politika ima uticaj kako na pojedinca tako i na privredne subjekte i finansijske institucije. Kredibilna ekonomska politika sastoji se iz monetarne politike, fiskalne politike i dobrih ekonomskih odnosa sa inostranstvom. Monetarna politika utiče na realne tokove, odnosno njome se želi postići željena promjena agregatne tražnje pomoću određenih promjena novčane mase.¹ Monetarna politika se sastoji se iz emisione, kreditne i devizne politike.

Emisiona politika se odnosi na mogućnost kreatora monetarne politike da kroz emitovanje novca i hartija od vrijednosti direktno utiče na privredu i ekonomska kretanja. Emisija novca predstavlja najznačajniju funkciju centralne banke. Povećanje ponude novca na tržištu novca kao rezultat emisije od strane centralne banke direktno utiče na kamatne stope na bankarske kredite. Što je veća ponuda novca, kamatne stope na kredite padaju a to stimulatивно djeluje na porast investicija. Kada se emituju HOV, poput obveznica, državnih zapisnika i sl. direktno se utiče na dostupnost kredita i likvidnost banaka. Tri kanala preko kojih centralna banka može da emituje novac su:²

- Devizne transakcije – transakcije između zemlje i inostranstva.
- Krediti komercijalnim bankama
- Krediti državi

Kreditna politika je komponenta monetarne politike koja služi kao sredstvo i način za usmjeravanje novca i novčanih sredstava u kome preovlađuje kreditni odnos. Kreditna politika omogućava da se ostvare ciljne funkcije monetarne politike jer davanjem kredita kreira novac i vrši preraspoređivanje kupovnih snaga. Kreditna politika može da dovede do veće mobilizacije faktora proizvodnje koji su u prošlosti bili nedovoljno korišćeni, da utiče na obim spoljnotrgovinske djelatnosti kao i do smanjenja opšte i lične potrošnje i investicija.

¹ Vukotić, Veselin (2008), „*Makroekonomski računi i modeli*“ CID, Podgorica

² Dr. Fabris, Nikola (2006) „*Centralno Bankarstvo u teoriji i praksi*“, CBCG, Podgorica

Devizna politika se ondosi na vođenje deviznog kursa, kretanja deviza i međunarodnih plaćanja. Jednostavnije rečeno, devizna politika određuje devizni kurs, nivo likvidnosti zemlje prema inostranstvu i stvara devizne rezerve i određuje kako će se njima upravljati. Sa obzirom da monetarnu politiku kreira centralna banka stoga je devizna politika, kao komponenta monetarne politike, pod njenom ingerencijom. Zajedno monetarna i devizna politika imaju za cilj da obezbijede zdravo funkcionisanje robnih tokova na tržištu kao i ekonomske odnose sa inostranstvom. Dobra devizna politika se ogleda u stabilnim cijenama izraženim u domaćoj valuti na domaćem tržištu kao i stabilnim odnosom između domaće valute sa valutama iz inostranstva. Odnos između dvije valute naziva se devizni kurs. Promjena deviznog kursa direktno utiču na cijene domaćih i uvoznih proizvoda. Kada valuta apresira u odnosu na drugu cijene uvoznih proizvoda će biti niže; dok će cijene domaćih proizvoda biti skuplje za inostranstvo a samim tim privreda će biti manje konkurentna na svjetskom tržištu.

Jačanje ekonomije jača i kvalitet životnog standarda zemlje i njenih građanja. Da bi privreda jedne zemlje bila konkurentna i zdrava ona mora da ostvaruje privredan rast. Na privredni rast utiču faktori poput investicija, broj stanovništva i know-how vještine odnosno tehnički progress. Najviše korišćeni parametar kojim se iskazuje uspješnost privrede je Bruto Domaći Proizvod (BDP). Rast BDP-a znači rast životnog standarda; uobičajena mjera životnog standarda je BDP per capita.

2.2 Centralna Banka

Centralna banka je centralna monetarna ustanova države koja je odgovorna za sprovođenje monetarne politike i koja drži monopol nad emisijom novca i hartijama od vrijednosti. Centralna banka predstavlja glavni subjekat koji vrši monetarnu politiku i svojim akcijama treba da utiče na ostvarivanje pozitivnih rezultata za privredu. Razlikuje se od komercijalnih banaka po funkcijama koje obavlja, monopolom nad emisijom novca, po pravnom i vlasničkom statusu. Ponašanje centralne banke treba da bude u skladu sa makroekonomskim prognozama. Kao i svako preduzeće tako i centralna banka vodi računa o svom bilansu. U tabeli 1 prikazan je bilans centralne banke.

Tabela 1. Bilans stanja centralne banke

Aktiva (Sredstva)	Pasiva (izvori sredstava)
1 Zlato i rezerve	1 Novac u opticaju (gotovina)
2 Krediti bankama	2 Depoziti ostalih banaka
3 Krediti državi (Vladi)	3 Depoziti države
	4 Kapital i rezerve
Ukupno:	Ukupno:

Izvor: Vukotić, Veselin (2007), „*Makroekonomski računi i modeli*“, str. 470 CID, Podgorica

Zadaci centralne banke su³:

- vođenje monetarne politike i
- osiguravanje zdravog funkcionisanja finansijskog sistema u državi.

Prva centralna banka osnovana je 1668 godine u Švedskoj kada je švedski parlament stavio banku pod svoj nadzor zbog poteškoća u kojim se banka nalazila. U tabeli 2 prikazane su prve centralne banke, godine osnivanja i njihovi primarni zadaci.

³ Dr. Fabris, Nikola (2006) „*Centralno Bankarstvo u teoriji i praksi*“, CBCG, Podgorica

Tabela 2. Korijeni centralnog bankarstva

Godina osnivanja	Zemlja	Naziv u trenutku osnivanja	Cilj Osnivanja
1668	Švedska	Riksbank	Finansiranje rata
1694	Engleska	Banka Engleske	Finansiranje rata
1782	Španije	Banka Španije	Finansiranje rata
1800	Francuska	Banka Francuske	Finansiranje rata i upravljanje javnim dugom
1811	Finska	Banka Finske	Monetarna suverenost
1814	Holandija	Banka Holandije	Podsticanje ekonomskog rasta
1816	Austrija	Nacionalna banka Austrije	Upravljanje javnim dugom radi finansiranja rata
1816	Norveška	Banka Norveške	Monetarna reforma radi sprečavanja presipanja krize iz Danske
1818	Danska	Danska nacionalna banka	Uspostavljanje stabilnosti nakon rata
1846	Portugal	Banka Portugala	Povratak kredibiliteta monetarnog režima
1850	Belgija	Belgijska nacionalna banka	Kriza bankarskog sistema
1876	Njemačka	Reichbank	Konsolidacija emisione funkcije
1882	Japan	Banka Japana	Monernizacija režima
1893	Italija	Banka Italije	Konsolidacija emisione funkcije
1907	Švajcarska	Švajcarska nacionalna banka	Eliminisanje konkurencije u emisiji novca
1911	Australija	Komonveltova banka Australije	Kreiranje emisione funkcije
1913	SAD	Sistem federalnih rezervi	Finansijska i bankarska kriza
1934	Kanada	Banka Kanade	Zajmodavac u posljednoj instanci
1934	Novi Zeland	Banka rezervi Novog Zelanda	Zajmodavac u posljednoj instanci
1942	Irska	Banka Irske	Zajmodavac u posljednoj instanci
1999	EU	Evropska centralna banka	Stvaranje monetarne unije

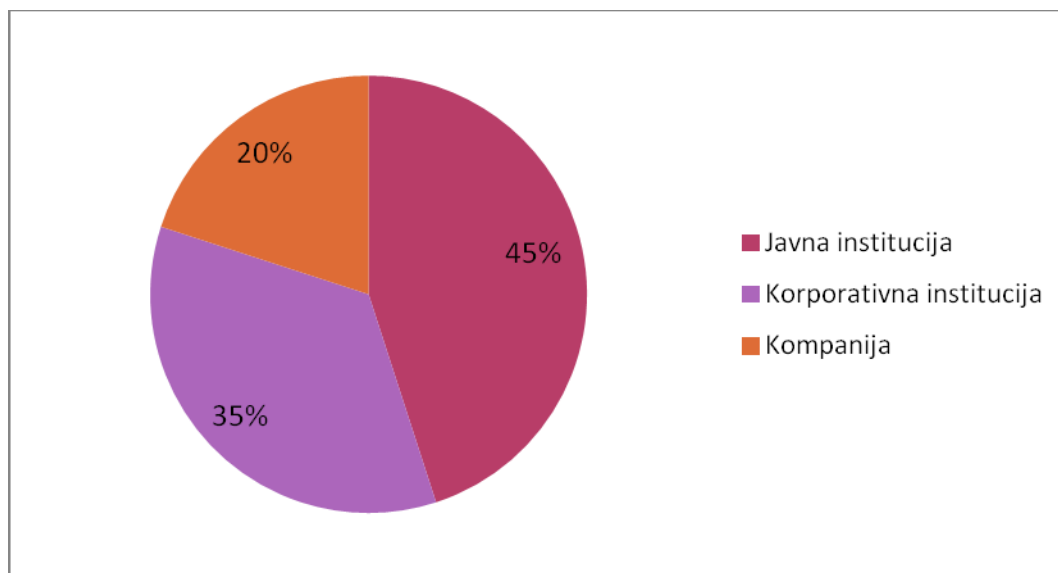
Izvor: Capie F, Fisher S, Godhart C. A. E i Schnadt N (1994) „The future of Central Banking“ Cambridge University Press

Iz tabele 2 zaključuje se da su u početku gotovo sve centralne banke osnovane iz potrebe da konsoliduje državne finansije i da stabilizaciono djeluju na privredu zemlje usled ratova i kriza.

Po pitanju pravnog statusa CB se nalaze:

- u većini kao javne institucije – 45%
- korporativna institucija – 35%
- kompanija – 20%

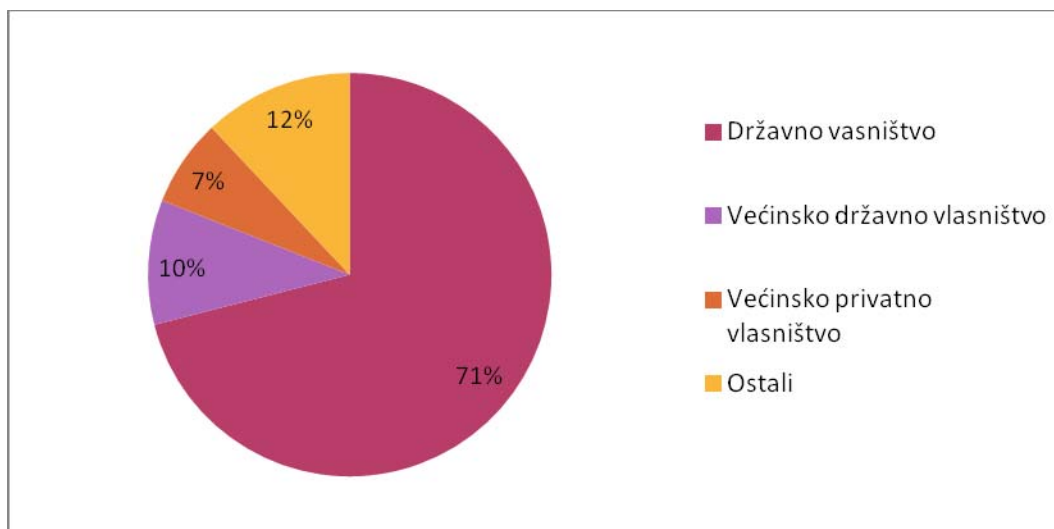
Grafik 1. Pravni status centralnih banaka



Izvor: Bank of International Settlements, „The legal status and ownership of central banks“ 2001

Što se tiče vlasničkog statusa, centralne banke su u najvećem broju slučajeva u vlasništvu države. U nekim državama centralne banke se nalaze u pšrivatnom vlasništvu, dok je jedan broj banaka u privatno-javnom vlasništvu. Na grafiku 2 je prikazan vlasnički status centralnih banaka:

Grafik 2. Vlasnički status centralnih banaka



Izvor: Bank of International Settlements, „The legal status and ownership of central banks“ 2001

Fabris (2003) ističe da osjedovanje centralne banke ne znači i upravljanje njenom politikom. Akcionari imaju samo pravo na dividendu ali ne mogu uticati na rad centrane banke. Kada je u je država vlasnik, profit centralne banke se alocira državi, ministarstvu finansija, trezoru i slično

2.2.1 Ciljevi centralne banke

U zavisnosti od situaciji u državi ili regionu, centralna banka postavlja svoje ciljeve koje želi dostići u jasno određenom vremenskom periodu. Ciljevi monetarne politike mogu⁴:

1. Visoka zaposlenost
2. Privredni rast
3. Stabilnost cijena
4. Stabilnost kamatnih stopa
5. Stabilnost finansijskih tržišta
6. Stabilnost na deviznim tržištima

1. Visoka zaposlenost.

Visoka zaposlenost je važan cilj iz dva osnovna razloga:

1. U slučaju kada je stopa zaposlenosti mala tada se država suočava sa lošim stanjem u društvu, poljuljanim samopouzdanjem stanovništva i ne rijetko povećanom stopom kriminala.
2. Kada stopa zaposlenosti opada, privreda se suočava sa resursima koji nisu u funkciji. (Zatvorene fabrike i oprema koja nije u funkciji), a to za rezultat ima smanjenje proizvodnje a samim tim i smanjenje državnog outputa odnosno bruto domaćeg proizvoda.

2. Privredni rast

Privredan rast je usko povezan sa visokom stopom zaposlenosti. Privredni rast se ostvaruje novim investicijama to jeste stvaranjem povoljnog poslovnog ambijenta koji je potrebna za

⁴ Više detalja naći u radu: Mishkin, Frederic S. (2010) „*Ekonomija novca bankarstva i finansijskih tržišta*“, MATE D.O.O Zagreb, str. 472

investitore. Nove investicije otvaraju nova radna mjesta a nova radna mjesta podižu stopu zaposlenosti.

3. Stabilnost cijena

Stabilnost cijena kod mnogih ekonomista važi kao najvažniji cilj monetarne politike. Kada raste nivo cijena, to jeste kada imamo inflaciju, dolazi do veće nesigurnosti i neizvjesnosti u privredi jer se teže utvrđuju cijene dobara i usluga; što utiče na teže donošenje odluka. Ovakva situacija ugrožava privredni rast.

4. Stabilnost kamatnih stopa

Kao i kod stabilnosti cijena, tako i stabilnost kamatnih stopa česte promjene dovode do neizvjesnosti. Fluktuacije kamatnih stopa otežavaju kupcima donošenje odluka a investitorima planove kada i koliko treba investirati.

5. Stabilnost finansijskih tržišta

Stabilna finansijska tržišta omogućuju da se sredstva usmjere licima koja imaju dobre investicione prilike. U slučaju finansijske krize, kako zbog panike tako i zbog neizvjesnosti, sužava se ekonomska aktivnost.

6. Stabilnost deviznih tržišta

Međunarodna privreda igra veoma bitnu ulogu za privredu zemlje. Na primjer, porast dolara čini da američka industrija bude manje konkurentna jer njeni proizvodi postaju skuplji u inostranstvu i obrnuto.

Centralna banka Engleske može da ima potpuno druge ciljeve od centralne banke Rusije. Dr Fabris (2006) takodje ističe da još uvijek prisutna debata o ciljevima centralne banke; glavna dilema je da li monetarna politka treba da vodi isključivo računa o cenovnoj stabilnosti ili svojim instrumentima treba da podržava i druge ciljeve kao što su zaposlenost i ekonomski rast.

Prema Dr. Fabrisu (2006) ciljevi CB mogu se definisati:

- kvalitativno – na primjer finansijska stabilnost
- kvantitativno – na primjer promjena nekog indeksa (povezanog sa cijenama)

Ključni cilj većine centralnih banaka je da održavaju nisku i predvidivu stopu inflacije koje to ostvaruju kroz svoje instrumente.

Ciljevi najpoznatijih centralnih banaka u svijetu⁵:

Evropska centralna banka (ECB) je za cilj odredila cjenovnu stabilnost. Cjenovnu stabilnost održava tako što cilja inflacionu stopu na malo manje od 2% ECB takođe vodi podržava ekonomske politke evropske unije koje imaju za cilj visok nivo zaposlenosti održivog i neinflatornog ekonomskog rasta, visokog nivoa konkurentnosti i konvergencije performansi.

Federal Reserve System (FED) (Federelni sistem rezervi) za ciljeve postavio maksimalnu zaposlenost, stabilana nivo cijena i umjerene kamatane stope.

Bank of Enland (Banka engleske) – održavanje cjenovne stabilnosti i podrška ekonomskoj politici koja uključuje ciljeve ekonomskog rasta i zaposlenosti.

Najvažniji faktori koje utiču na definisanje ciljeva odnose se još i na: veličinu zemlje stepen otvorenosti zemlje, režim deviznog kursa, razvijenost i implementaciju prudencione regulative kredibilitet kreatora ekonomske politike, nezavisnost centralne banke, stepen ekonomske razvijenosti, eventualne inflacione epizode iz prošlosti, prisustvo dolarizacije i drugo.

2.2.1.1 Finansijska stabilnost kao cilj centralne banke

Razvijenost zemlje se, između ostalog, ogleda kroz zdrav finansijski sistem. Stabilnost finansijskog sistema je cilj rukovodećeg tijela zemlje, obično ministarstva finansija, centralne banke i supervizorskih agencija koje dijele odgovornost. Dr. Fabris (2006) ističe da finansijska stabilnost i cjenovna stabilnost uvijek ide u paru i da je raspostranjeno mišljenje da finansijska stabilnost jeste primarni cilj centralne banke. Finansijska stabilnost u zemlji garantuje prosperitet i nove investicije a samim ti i ekonomski rast.

„U suštini pristup finansijskoj stabilnosti podrazumeva da kreatori monetarne politike analiziraju i da mjerama monetarne politike sprečavaju sve one pojave koje mogu predstavljati prijetnju finansijskoj stabilnosti. Ovaj pristup podrazumijeva dvije dimenzije finansijske stabilnosti: mikrodimenziju koja posmatra rizike sa aspekta pojedinačnih finansijskih institucija

⁵ Dr Kozarić, Kemal, (2012) „*Monetarno kreditna politika*“ Štamparija Fojnica, Sarajevo

makrodimenziju koja posmatra rizike sa aspekta cjelokupnog finansijskog sistema.“⁶ Ovaj dvodimenzionalni pristup omogućava da se jasno procijeni kako sistemski rizik tako i rizik da se problem nelikvidnosti ili solventnosti neke pojedinačne institucije prelije na cijeli sistem. Najčešći primjer gdje rizik od prelivanja krize postoji je upravo u bankarskom sektoru. Sjećamo se problema sa nelikvidnošću „Prve Banke Crne Gore“ koja je potpomognuta od strane države Crne Gore sa višemilionskim kreditom kako bi spriječila rizik od prelivanja krize na čitav bankarski sistem usled eventualnog bankrota Prve Banke.

Finansijski sistem se sastoji od niza međusobno povezanih komponenti kao što su: (Fabris 2006)

- infrastruktura (pravni sistem, platni promet, računovodstveni sistem i dr.)
- institucije (banke, osiguravajuće kuće, institucionalne investitore i dr.)
- tržište

Bilo koja od ove tri pomenute komponente može ugroziti finansijsku stabilnost ako loše funkcioniše. Da do toga nebi došlo potrebno da se identifikuju potencijalni rizici na vrijeme i minimizirati ih u najvećem mogućem obimu. Način testiranja finansijske stabilnosti je takozvano stresno testiranje. Ono pokazuje koliko su pojedine institucije ili sistem sposobni da amortizuju (apsorbuju) različite šokove.

⁶ Citat je iz sljedećeg izvora: Dr. Fabris, Nikola (2006) „*Centralno Bankarstvo u teoriji i praksi*“ str. 46

Tabela 3. Vrste šokova

Endogeni šokovi	Egzogeni šokovi
<p>Institucionalni</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ <i>Finansijski rizik</i> ○ <i>Operacioni</i> ○ <i>Poslovni</i> ○ <i>Rizik adekvatnosti kapitala</i> ○ <i>Rizik reputacije slabosti informacionih tehnologija</i> <p>Tržišni</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ <i>Rizik partnera, upravljanja sredstvima i širenja gubitka kredibiliteta</i> ○ <i>Kreditni rizik</i> ○ <i>Rizik likvidnosti</i> <p>Infrakstruturni</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ <i>Rizik od platnog sistem; klirinškog sistema</i> ○ <i>Regulatorni rizik</i> ○ <i>Pravni rizik</i> ○ <i>Rizik neadekvatne supervizije</i> 	<p>Makroekonomski poremećaji</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ <i>Rizik makroekonomskog okruženja</i> ○ <i>Rizik makroekonomskih politika</i> <p>Razni događaji</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ <i>Ratovi</i> ○ <i>Prirodne katastrofe</i> ○ <i>Velika bankrostva</i>

Izvor: Schinassy, J. (2006), „Safeguarding Financial Stability“.

Na osnovu rezultata stresnog testiranja finansijske institucije kao MMF, BIS banke, svjetske banke kao i veći broj centralnih banaka pišu izvještaj o finansijskoj stabilnosti takozvani „*Financial Stability Report*“.

Kako god, mnogi ekonomisti tvrde da je malo vjerovatno da će finansijska stabilnost postati eksplicitni cilj centralne banke jer nije jasno definisan, razumljiv javnosti i kao takav nije pod kontrolom centralne banke. Sa druge strane možemo zaključiti i biti saglasni da je cilj gotovo svake centralne banke porast društvenog blagostanja. Taj porast blagostanja centralna banka ostvaruje održavanjem dugorečne stabilnosti cijena uz poštovanje hijerarhije ciljeva u prilog cjenovne stabilnosti.

2.3 Funkcije centralna banka

Centralna banka predstavlja najvažnijeg učesnika na finansijskim tržištima čije akcije utiču na kamatne stope, količinu kredita i novčanu masu. Stoga centralna banka ima uticaj i na ukupnu proizvodnju i inflaciju. Centralna banka stoga ima veliku ulogu a ljudi koji je vode veliku odgovornost zbog činjenice da njihove akcije direktno utiču na život kako države tako i građanja.

Osnovne funkcije CB⁷ su:

- emisija novca
- zajmodavac u kranjoj instanci ili „lender of last resort“
- supervizija poslovnih banaka
- banka banaka. CB daje kredite bankama.
- banka države. CB ima kod sebe račun države i ona vrši sva državna plaćanja.
- upravljanje deviznim rezervama, spoljnim dugom i deviznim kursem
- donošenje pravnih propisa
- uloga fiskalnog agenta
- istraživanje i statistika

2.3.1 Emisija novca

Emisija novca predstavlja prvu i najbitniju funkciju centralne banke. Tri kanala preko kojih centralna banka može da emituje novac su⁸:

- **Devizne transakcije** – transakcije između zemlje i inostranstva.
- **Kreditni komercijalnim bankama** – centralne banke daje kredite komercijalnim bankama radi sprečavanja bankrota banaka zbog smanjenja ili gubitka likvidnosti. Dva osnovna oblika kredita koje centralna banka odobrava su:

⁷ Dr. Kozarić, Nikola, Dr, Fabris, Nikola (2012), „Monetarno kreditna politika“, Sarajevo, str. 3

⁸ Više detalja naći u radu Fabris, N. „Centralno Bankarstvo u teoriji i praksi“ str. 114

- rediskontni krediti – kredit koji centralna banka odobri komercijalnoj banki kao vid prikupljanja likvidnosti otkupom mjenice prije njihovog dospijea..
 - repo operacije – transakciona operacija gdje centralna banka kupuje visokokredibilne HOV od strane banke a istovremeno se obavezuje da će prodati kupljene HOV istoj komercijalnoj banci po unaprijed određenoj reotkupnoj cijeni u unaprijed određenom datumu.
- **Krediti državi** – Centralna banka vrši državna plaćanja i daje kredite državi. Kada država počne da troši kredit koji je dobila od centralne banke dolazi do povećavanja monetarne baze. Ranije su centralne banke davale kredite državi da bi se pokrio budžetski deficit. Međutim takva vrsta kreditiranja je obično dovelo do hiperinflacije pa je u većini zemalja zakonski zabranjeno direktno kreditiranje države od strane centralne banke.

2.3.2 Zajmodavac u krajnjoj instanci (lender of last resort)

Zajmodavac u krajnjoj instanci je institucija koja je spremna da da kredit onda kad niko drugi nije spreman na takav poduhvat. Centralna banka vrši ovu funkciju onda kada nema drugog načina za zaustavljanje krize nelikvidnosti u bankarskom sektoru i to čini isključivo radi očuvanja finansijske stabilnosti u zemlji. Centralna banka će ponuditi likvidna sredstva bankarskom sistemu i tako pokušati da podspiješi oporavak bankarskog sistema. Dodatna likvidna sredstva bankarskom sektoru centralna banka „prikuplja“ putem emisije novca. Emitovani novac se zatim plasira kao kredit i takva vrsta kredita bi trebala da vodi ka oporavku i otklanjanje potencijalne krize u finansijskom sistemu. Nakon odobravanja kredita Centralna banka prati jasno određenu izlaznu strategiju iz krize bankarskog sektora. Važno je istaći da u dolarizovanim ekonomijama zajmodavac u krajnjoj instanci nije moguć jer emisiona funkcija ne postoji te se dodatna sredstva likvidnosti ne mogu dobiti.

2.4 Savremena monetarna politika

Danas je kod mnogih ekonomista rasprostranjeno mišljenje da je određivanje kratkoročne kamatne stope glavna funkcija centralne banke. Savremena monetarna politika koristi kratkoročne kamatne stope kao sredstvo za prognozu inflacije. Kada centralna banka promijeni visinu kratkoročne kamatne stope tada dolazi do promjena u proizvodnji i nivoa cijena. Povećanje kamatne stope vodi smanjenju ponude novca i obrnuto. Kada je kratkoročna kamatna stopa ne promijenjena onda je i ponuda novca takodje nepromijenjena ali pod uslovom da se izuzmu eksterni uticaji. Mijenjanje kratkoročne kamatne stope utiče na niz akcija prilagođavanja ekonomskih subjekata. Taj proces prilagođavanja se naziva monetarna transmisija. Centralna banka mijenja zvaničnu kamatnu stopu onda kada želi da ubrzala ili usporila monetarni rast.

Savremena monetarna politika danas kao svoj glavni cilj ističe cjenovnu stabilnost. Mnogi ekonomisti su složni da za ostvarivanje takvog cilja važnu ulogu igra fiskalna politika. Kredibilitet centralne banke je nerazdvojivo povezan sa kredibilitetom fiskalne politike.⁹

Centralne banke najčešće nijesu dovoljno nezavisne, kompetentne ili zbog kostelacije političkih snaga interesno motivisane, a ne rijetko i spriječene, da obezbijede cjenovnu i valutnu stabilnost.¹⁰

Centralne banke nemaju savršene informacije i saznanja te ne mogu stopostotno predvidjeti kretanja ekonomskih varijabli. Takođe, promjene u monetarnoj politici ne utiču promptno na već na dužem roku. Savremena monetarna politika okrenuta je uvijek ka budućnosti.

⁹ Siklos, P. (2002) „*The Changing Face of Bentral Banking*“, Cambridge University Press

¹⁰ Bogetić, Željko (1998) “*Valutni odbori u teoriji i međunarodnoj praksi*”, Podgorica

2.5 Instrumenti monetarne politike

Centralna banka utiče na kamatne stope, kredite i novčanu masu, što ima veliki i direktan uticaj kako na finansijska tržišta tako i na cjelokupnu privredu, koristeći sljedeće instrumente¹¹:

1. Operacije na otvorenom tržištu
2. Obavezna rezerva
3. Diskontna stopa

Koristeći ove instrumente CB kontroliše monetarnu bazu, stopu obaveznih rezervi i stopu gotovog novca u odnosu na depozite. Korisnost ovih instrumenata se ogleda i u tome što CB može direktno da utiče na kamatne stope i privrednu aktivnost.

2.5.1 Operacije na otvorenom tržištu

Operacije na otvorenom tržištu predstavljaju prodaje i kupovine državnih obaveza. Operacije na otvorenom tržištu su najvažniji instrument monetarne politike zbog činjenice da predstavlja glavnu determinantu promjene u kamatnoj stopi i monetarnoj bazi.

Kada centralna banka kupuje na otvorenom tržištu tada utiče na povećanje rezervi i monetarne baze; čime povećavaju novčanu masu i smanjuju kratkoročne kamatne stope. Kada ih prodaje tada centralna banka smanjuje količinu novca iz optičaja a time smanjuje i ponudu novca i povećava kamatne stope.

Postoje dvije vrste operacija na otvorenom tržištu¹²:

1. Ofanzivne – imaju za cilj promjenu rezervi i monetarne baze
2. Defanzivne – imaju za cilj eliminisanje promjena u drugim faktorima koji utiču na rezerve i monetarnu bazu

¹¹ Više detalja naći u radu Vukotić, Veselin (2008), „Makroekonomski računi i modeli“ str.472

¹² Mishkin, Frederic S. (2010) „Ekonomija novca bankarstva i finansijskih tržišta. MATE D.O.O Zagreb, str 378

Operacije na otvorenom tržištu imaju prednost u odnosu na ostale instrumente zbog sljedećih činjenica¹³:

- ✓ Operacije na otvorenom tržištu vrše se na inicijativu Centralne Banke koja ima potpunu kontrolu nad njihovim obimom
- ✓ Fleksibilne su i precizne. Mogu se koristiti u bilo kojoj mjeri.
- ✓ Lako se mogu korigovati. Ukoliko Centralna Banka smatra da je kamatna stopa na prekonoćne kredit preniska zbog velike kupovina na tržištu, on automatski može to korigovati prodajom na otvorenom tržištu.
- ✓ Brzo se sprovode i nema administrativnih odlaganja. Nalog se da dilerima i o trgovina se promptno obavlja

2.5.2 Obavezna rezerva

Obavezna rezerva se označava kao procenat depozita koje banka drži kod sebe a ne koristi ga za proces multiplikacije novca. Centralna banka određuje kolika će visina te obavezne rezerve iznositi i tako utiče na monetarnu politiku države. Kad je obavezna rezerva manja znači da banke imaju veći dio depozita za plasman novih kredita. Kad je veća obrnuto. Da pojednostavnimo. Ako je na depozit od 100 eura obavezna rezerva $rr = 10\%$ onda banka „zadržava“ 10 eura na čuvanje a ostalih 90 može plasirati dalje.

Po Mishkinu (2010) glavne karakteristike obavezne rezerve su:

- Glavna prednost obavezne rezerve u kontroli novčane mase i kamatnih stopa je u tome što jednako utiče na sve banke.
- Male promjene u novčanoj masi i kamatnim stopa se teško postižu promjenom obavezne rezerve. Na primjer, čak i promjena od pola procenta može smanjiti višak u jakim ekonomijama i po nekoliko desetina milijardi.
- Eventualno povećanje stope obavezne rezerve moglo bi ugroziti likvidnost banaka koje imaju mali višak rezervi.
- Izmjene u obaveznim rezervama se ne preporučuju i rijetko se koriste.

¹³ Mishkin, Frederic S. (2010) „Ekonomija novca bankarstva i finansijskih tržišta. MATE D.O.O Zagreb, str 385

2.5.3 Diskontne stope (eskontne stope)

Diskontne stope predstavljaju kamatne stope koje centralna banka naplaćuje bankama i depozitnim institucijama. Centralna banka, između ostalih, vrši funkciju „bankar banaka“. Ona svojim kreditima pomaže bankama da pospiješe ili oporave svoje poslovanje. Davanjem kredita omogućava se veća likvidnost banaka.

Mijenjanjem eskontne kamatne stope direktno utiče na na visinu kamatne stope bankinih kredita koje plasiraju svojim zajmoprimcima. Što su kamatne stope niže to su krediti povoljniji a samim ti i investicije više isplativije.

FED, na primjer, daje 3 vrste eskontnih kredita¹⁴:

1. *Primarni kredit* - ima najvažniju ulogu u monetarnoj politici. Primarnim kredit zovu još i trajno eskontni kredit – stalno raspoloživa mogućnost pozajmljivanja po eskontnoj stopi. Daje se dobrim bankama i one mogu da se zaduže koliko žele. Kamatna stopa na ove kredite, to jeste eskontna stopa je nešto viša u odnosu na kamatnu stopu na federalne fondove.
2. *Sekundarni kredit* - se daje bankama koje su u teškoćama i u problemima sa likvidnošću. Diskontna stopa stopa je veća od diskotne stope kod primarnog kredita.
3. *Sezonski kredit* - daje se manjem broju banaka čije je poslovanje vezano za poljoprivredu i slično.

Ovim instrumentom (diskontnom stopom) banka utiče na monetarnu politiku. Kad hoće da uspori/ubrza privrednu aktivnost CB će povećati/smanjiti eskontnu stopu.

¹⁴ Ibidem, str. 381

2.6 Režimi monetarne politike

Svaka centralna banka bira koju strategiju da primijeni kada vodi monetarnu politiku; odnosno koji režim monetarne politike da prihvati. Osnovno obelježje monetarne strategije je korštenje takozvanog **nominalnog sidra**¹⁵. Nominalno sidro je nominalana varijabla koju centralna banka koristi da bi održala odgovarajuću stopu inflacije, devizni kurs ili novčanu masu.

Tri osnovna režima monetarne politike su¹⁶:

1. targetiranje deviznog kursa,
2. monetarno targetiranje
3. targetiranje inflacije

2.6.1 Targetiranje deviznog kursa

Targetiranje deviznog kursa može biti vezivanje vrijednosti valute za neku vrstu dobara poput zlata ili za valutu neke zemlje. Vezivanje vrijednosti valute za zlato bila je osnovna karakteristika "Zlatnog Standarda". Danas targetiranje deviznog kursa podrazumijeva vezivanje vrijednosti valute za vrijednost valute neke druge države. Ta država je uglavnom velika, sa niskom stopom inflacije i naziva se *sidro-državom*.

Prednosti targetiranja deviznog kursa

- Nominalno sidro targetiranog deviznog kursa dovodi pod kontrolu inflaciju u zemlji jer stopa inflacije vezuje za onu koja je u sidro-državi.
- Nudi automatsko pravilo za implementiranje monetarne politike. Ono ublažava problem vremenske konzistentnosti.¹⁷
- Ovakva strategija je lako razumljiva za javnost.

¹⁵Ibidem, poglavlje 8

¹⁶ Više detalja naći u radu: Farbis, N. (2006), *Centralno Bankarstvo u teoriji i praksi*, str. 214 i dalje

¹⁷Problem vremenske konzistentnosti se dešava kada je broj ciljeva ekonomske politike veći od instrumenata ekonomske politike. Kreatori ekonomske politike mogu biti podstaknuti da ex ponte promijene ex ante formulisane ekonomsku politiku.

Nedostaci targetiranja deviznog kursa

- Najveći nedostatak za zemlju koja targetira devizni kurs je gubljenje nezavisnosti u sprovođenju monetarne politike.
- Izloženost spekulativnim napadima
- Gubi se devizni kurs kao pokazatelj

Targetiranje deviznog kursa je poželjno za zemlje gdje su monetarne institucije slabe i suočavaju se često sa hiperinflacijom. Ovakve probleme često nalazimo u zemljama u tranziciji. Primjer možemo naći u svome “dvorištu” – Crnoj Gori. Targetiranje deviznog kursa ponekad može predstavljati jedinu strategiju za stabilizaciju privrede. Međutim, kada režim targetiranog deviznog kursa u zemljama u tranziciji i zemljama sa tržištima u nastajanju nije transparentan i nema dovoljnu posvećenost može dovesti do teških finansijskih kriza. Postoje dvije strategije deviznog kursa kojim se može spriječiti takav neuspjeh. To su:

✚ valutni odbori

✚ dolarizacija

2.7 Režimi deviznog kursa

Centralna banka u saradnji sa vladom države može izabrati koji će vid ekonomske politike voditi. Veoma bitan faktor koji utiče na privredu je režim deviznog kursa.

Kod izbora režima deviznog kursa u literaturi se pronalaze mnogobrojne klasifikacije režima. Između dva pola, odnosno, dve ekstremne varijante režima deviznog kursa, postoji niz različitih deviznih aranžmana što implicira situaciju u izboru režima deviznog kursa opisanu kao kontinuum fleksibilnosti¹⁸. (Grafik 3)

Frenkel (2003) je definisao devet aranžmana počevši od rigidnih ka aranžmanima sa rastućom fleksibilnošću i to sledećim redosledom

Fiksni devizni režimi:

1. Monetarna unija (monetary union)

¹⁸ Beker, E. 2006. “Devizno-kursni aranžmani – od ekstrema do “normale”, Panoeconomicus, 1, str, 31-49.

2. Dolarizacija (dollarization);
3. Valutni odbor (currency board);

Središnji devizni režimi:

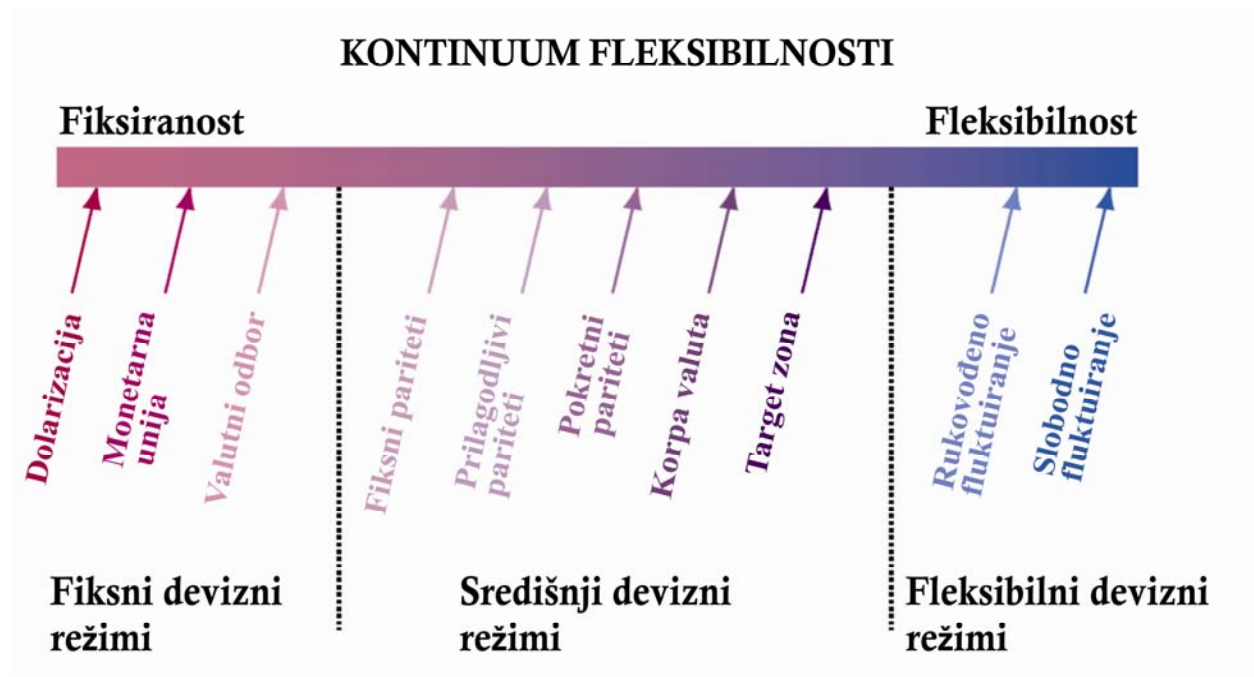
4. Prilagodljivi pariteti (adjustable peg);
5. Pokretni pariteti (crawling peg);
6. Korpa valuta (basket peg);
7. Target zona (target zone);

Fleksibilni devizni režimi:

8. Rukovođeno ili kontrolisano fluktuiranje (managed floating);
9. Slobodno fluktuiranje (clean floating)

Grafik 3.

Kontinuum Fleksibilnosti



Izvor: Krgović, Ljubiša "Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti i nedostaci ekonomske implikacije" Centralna Banka Crne Gore.

2.7.1 Monetarna Unija

Monetarna unija je situacija u kojoj dvije ili više zemalja koriste istu valutu, s tim što ne moraju ići u dalju ekonomsku integraciju. Monetarna unija može biti: formalna, neformalna, i formalna sa zajedničkom politikom.¹⁹

Monetarna uniju u suštini predstavlja režim nepovratnog fiksiranja deviznog kursa i ukidanja nekog dozvoljenog opsega fluktuacija između zemalja.²⁰

U monetarnoj uniji centralne banke članica gube svoje ingerencije i nezavisnost. Monetarnom unijom upravlja Centralna Banka unije koja upravlja zajedničkom valutom i kontroliše ponudu novca.

Članice monetarne unije zajednički utiču na politiku deviznog kursa. Najpoznatiji korisnik ovog režima je Evropska monetarna unija i ona bi predstavljala formalnu monetarnu uniju sa zajedničkom politikom.

2.7.1.1 Monetarna trilema – nemoguće trojstvo

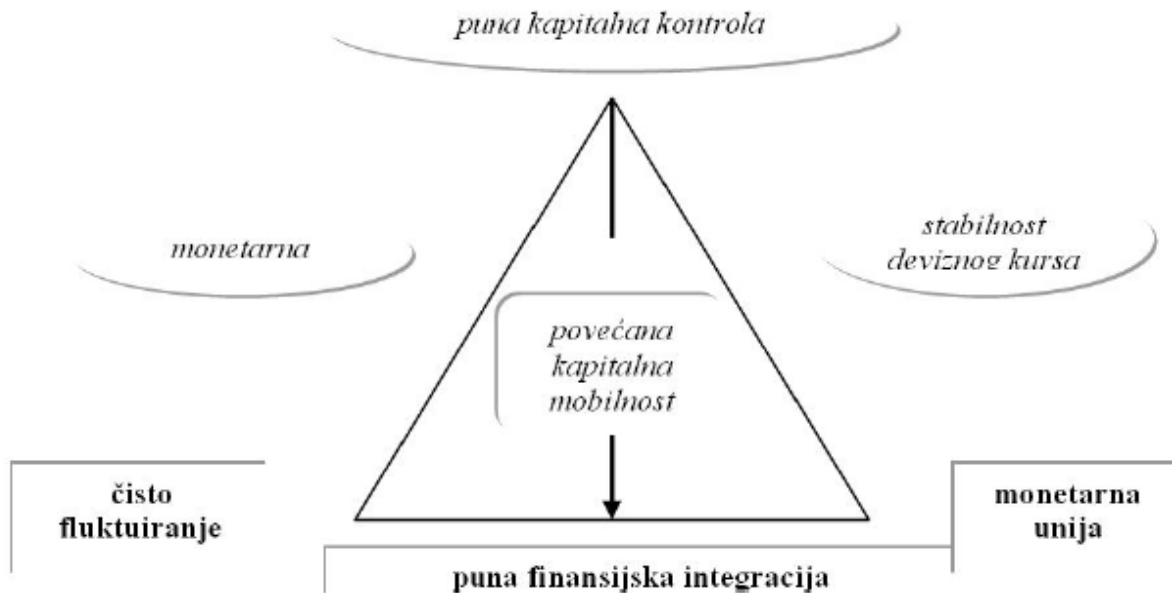
Monetarna trilema implicira nemogućnost simultanog postizanja monetarne nezavisnosti, stabilnosti deviznog kursa i pune finansijske integracije odnosno na nemogućnost simultanog postizanja tri primamljiva cilja ekonomske politike: deviznu stabilnost (karakteristika fiksnih deviznih kurseva), autonomnost monetarne politike (karakteristika fleksibilnih deviznih kurseva) i potpunu integraciju u međunarodno kapitalno tržište.²¹

¹⁹ Bogetić, Željko (1998) *Valutni odbori u teoriji i međunarodnoj praksi*, 1998, Podgorica

²⁰ Burda, Majkl i Viploš, Čarls (2005), *Makroekonomija*, Publikum, Beograd

²¹ Beker, E. (2006) *Devizno-kursni aranžmani – od ekstrema do "normale"*, *Panoeconomicus*, 1, str, 31-49.

Slika 1. Nemoguće trojstvo



Izvor: Frenkel, Jeffrey, (1999) *No single currency regime is right for all countries at all time*, <http://www.nber.org/papers/w7338.pdf>

Kada se kapital slobodno kreće a devizni kurs je fiksiran onda dolazi do gubitka nezavisnosti u vođenju monetarne politike; monetarnu politiku će određivati sidro-zemlja tj. zemlja za čiju valutu je fiksirana valuta zemlje.

Teorija optimalnog valutnog područja objašnjava koji kriterijumi treba da postoje za stvaranje monetarne unije i objašnjeni su u sledećem poglavlju

2.7.1.2 Teorija optimalnog valutnog područja – OCA (Optimal Currency Area)

Teorija valutnog područja daje kriterijume za stvaranje monetarne unije. Teorija optimalnog valutnog područja razvila se šezdesetih godina, a razvili su je Mundell (1961), McKinnon i Kenen (1969). Teorija optimalnog valutnog područja ukazuje koji uslovi su potrebni da bi zemlja prihvatila takvu vrstu fiksnog deviznog režima; odnosno kada bi države mogle formirati monetarnu uniju i koliko će monetarna unija biti isplativija za njenu članicu.²² Za sada jedini pravi primjer monetarne unije je Evropska Monetarna Unija – EMU. Takođe postoji mogućnost da se u budućnosti formira monetarna unija na američkom kontinentu. Monetarna unija pogodna za grupu zemalja koje imaju veoma razvijenu međusobnu trgovinu roba i usluga i faktora proizvodnje.

Da bi zemlja postala članica monetarne unije, treba sagledati koliko je taj potez isplativ za njeno ekonomsko blagostanje. Po teoriji valutnog područja postoje 6 kriterijuma koji određuju ovu teoriju.

Tri kriterijuma su ekonomskog a tri političkog karaktera. Ekonomski kriterijumi su²³:

1. *Mobilnost radne snage u okviru regiona zajedničke valute.* Ovo je kriterijum koji je isticao Mundell. Po njemu, ovaj kriterijum podrazumijeva da radna snaga prilikom kretanja iz jedne u drugu zemlju OCA je mobilna, bez pravnih i jezičkih barijera. Uz slobodno kretanje radne snage asimetrični šokovi u regionu se eliminišu tako što se višak radne snage iz jedne države seli tamo gdje postoji manjak radne snage. Na primjer, u evropskoj monetarnoj uniji, ako je Grčka u recesiji, kao što danas i jeste slučaj, nezaposlenost raste. Taj problem se rešava tako što će na primjer, dio nezaposlenih u Grčkoj preći u Njemačku koja je takođe dio evropske monetarne unije. Takva kretanja rezultiraju vraćanjem u ravnotežu.
2. *Otvorenost ekonomije.* Otvorenost ekonomije za međunarodnu saradnju rezultira smanjivanjem manipulisanja nominalnim deviznim kursom.²⁴

²² Bogetić, Ž. 2000. "Official Dollarization: Current Experiences and Issues", Cato Journal, Vol. 20, br. 2., str, 204

²³ Beker, E. 2006. "Devizno-kursni aranžmani – od ekstrema do "normale", Panoeconomicus, 1, str, 31-49.

²⁴ Nominalni devizni kurs je kvantitativni odnos valuta koje se upoređuju. Ovakav devizni kurs, za razliku od realnog, ne uzima u obzir kupovne moći valuta.

3. Diverzifikacija ekonomije i sličnost privrednih struktura. Kod diverzifikovane ekonomije uticaj asimetričnih šokova se smanjuje. „Izostanak asimetričnih šokova. Najveći broj asimetričnih šokova utiče na ponudu i tražnju lokalnih dobara i usluga. Sa rastom sličnosti privrednih struktura, pada vjerovatnoća asimetričnog šoka. Isto važi i za zemlje koje su deverzifikovane; u tom slučaju, pojedinačni šok biće od premalog značaja za cijelu privredu.“²⁵ U EMU ekonomije vodećih članica poput Njemačke, Francuske, Italije su sličnih privrednih struktura te su ispunjavali kriterijum za stvaranje monetarne unije.

Tri politička kriterijuma čine:

1. Fiskalni transferi. Fiskalni transferi smanjuju uticaj asimetričnih šokova. Kada bi članica monetarne unije bila pogođena zbog uticaja negativnih šokova, interes ostalih zemalja članica bi bio da pomognu u smanjenju negativnih šokova. Ta pomoć može biti u vidu finansijskih kompezacija. Takvi fiskalni transferi reduciraju asimetrične troškove.
2. Homogenost preferencija. Kada se koristi ista valuta u okviru nekog regiona ili unije onda zemlje članice imaju homogenost preferencija da prebace svoje instrumente ekonomske politike sa nacionalnih institucija na supernacionalne institucije.
3. Kriterijum solidarnosti. Zemlje koje su u okviru područija iste valute spremne su na veću međusobnu solidarnost i dijeljenje iste sudbine. Zemlje članice stoga prebacaju svoje ingerencije sa nacionalnih na supernacionalne institucije

²⁵ Burda Majkl i Viploš Čarls (2005), *Makroekonomija*, Publikum, Beograd

2.7.1.3 EMU – Evropska Monetarna unija i ECB – Evropska Centralna Banka

Evropska Monetarna Unija (EMU)

EMU je osnovana ugovorom iz Maastrichta (Maastricht treaty) 1992 godine i sastavljena je od 17 članica zemalja iz Evropske Unije (EU). Prihvatanjem eura, zemlje članice dobrovoljno su se odrekle od sopstvene valute i nezavisnog vođenja monetarne politike. Članice EMU-a su: Austrija, Belgija, Kipar, Estonija, Finska, Francuska, Grčka, Irska, Italija, Luksemburg, Holandija, Njemačka, Malta, Portugal, Slovačka, Slovenija i Španija.

Prvog januara 1999 godine, napravljen je jedan od najvećih koraka ka evropskom ujedinjenju sa introdukcijom eura kao oficijalne valute u jedanaest zemalja: Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Njemačka, Irska, Italija, Luksemburg, Holandija, Portugal i Španije. Euro predstavlja oficijelnju valutu Eurozone i institucija unutar evropske unije. Euro (€) je druga najveća rezervna valuta i druga valuta sa kojom se najviše trguje u svijetu posle američkog dolara. Zemlje koje koriste euro pored zemalja eurozone su još: Andora, Crna Gora, Monako, San Marino, Vatikan i Kosovo dok 23 su zemlje fiksirali svoj devizni kurs za euro.

Evropska monetarna unija počiva na²⁶:

- Harmonizaciji monetarnih politika zemalja članica – zemlje koje uđu u monetarnu uniju ne mogu samostalno voditi monetarnu politiku
- Zajedničkoj centralnoj banci – jedinstvena valuta mora imati jedinstvenu centralnu banku.
da ima ustanovu koja će obavljati zajedničke poslove.
- Zajedničkim rezervama – zemlje unutar monetarne unije mogu imati svoje rezerve, ali sa njima mogu raspolagati usklađeno sa drugim zemljama članicama.

Dakle, države koje su ušle u monetarnu uniju izgubile su potpunu nezavisnost u vođenju monetarne politike jer su ovlašćenja nad monetarnom politikom prešla sa nacionalnog na supranacionalni na nivo, pa je kreiranje i sprovođenje zajedničke monetarne politike pripao Evropskoj centralnoj banci. “Za sada je Evropska monetarna unija jedini pravi primjer ove vrste,

²⁶ Prokopijević, Miroslav (2009) *Evropska Unija*, Službeni glasnik, Beograd, str. 310

iako postoje neke najave da bi u budućnosti monetarna unija mogla nastati i na američkom kontinentu.²⁷

Evropska centralna banka (ECB)

ECB je odgovorna institucija za evropsku monetarnu politiku. Osnovana je Ugovorom iz Amsterdama 1998 godine i sjedište joj se nalazi u Frankfurtu. Evropska centralna banka upravlja monetarnom unijom u saradnji sa nacionalnim centralnim bankama u okviru Evropskog sistema centralnih banaka. ECB se sastoji se od 3 tijela²⁸:

- Upravni odbor (ili upravni savjet) – je najvažnije tijelo u ECB-u. Upravni odbor donosi glavne odluke vezane za monetarnu politiku. Sastoji se od 6 članova izvršnog odbora i guvernera centralnih banaka iz zemalja članica evropske monetarne unije.
- Izvršni odbor – predsjednik izvršnog odbora je i predsjednik ECB. Sastoji se od 8 članova, njihov mandat traje 3 godine i nemaju opciju reizbora. Izvršni odbor postavlja upravni odbor u saradnji sa evropskim parlamentom i evropskim sistemom centralnih banaka ESCB.
- Opšti savjet – ove najmanje važno tijelo u ECB. Služi za saradnju između ECB i zemalja EU koje nisu Članice EMU-a.

Evropska centralna banka ima sljedeće funkcije: (Prokopijević 2009)

- nadzire količinu novca u opticaju,
- upravlja kursom eura,
- zajedno sa centralnim bankama država članica, drži i upravlja službenim deviznim rezervama.

Ciljevi ECB-e su:

- ❖ očuvanje stabilnosti cijena i
- ❖ očuvanje kupovne moći evra.

²⁷ Krgović, Ljubiša, *Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti nedostaci i ekonomske implikacije* Centralna Banka Crne Gore, str. 6

²⁸ Prokopijević, Miroslav (2009) „*Evropska Unija*“, Službeni lasnik, Beograd, str. 106 - 108

Do ostvarivanja ovih ciljeva ECB dolazi kroz rigidnu kontrolu inflacije. Fabris (2006) ističe da je cilj da godišnja stopa inflacije bude manja od 2%. Prokopijević (2009) ukazuje da najsnažnije oruđe svake centralne banke pa i ECB-a jeste visina osnovne tj. eskontne stope. To je jedna od tri ključne kategorije cijene po kojoj centralna banka daje novac na korišćenje komercijalnim bankama. Druge dvije su cijena za depozite i osnovne operacije refinansiranja.

2.7.2 Valutni odbor

Valutni odbori (currency boards) predstavljaju oblik monetarnih vlasti. „Valutni odbor je monetarno-devizna institucija koja emituje banknote i kovani novac koji je u potpunosti kovertibilan u stranu, odnosno „rezervnu“ valutu po permanentno fiksnom kursu koji se obično određuje aktom parlamenta. U valutnom odboru postoji 100-procentno pokriće domaće valute u cirkulaciji „rezervnom“ konvertabilnom valutom, šta omogućava permanentno održavanje fiksiranog deviznog kursa.“²⁹ Valutni odbor ne može da vodi nezavisnu monetarnu politiku kao centralna banka. Ponuda novca kod ovakvog režima direktno zavisi od uliva ili izliva novca jer za razliku od CB valutni odbor ne može biti „bankar banaka“ to jeste ne može davati kredite bankama i preduzećima. Stoga u ovakvom sistemu valutnog odbora nema mjesta za slabe banke već samo one koje su snažne i opstaju zahvaljujući zdravom poslovanju. Zaključak je da valutni odbor podstiče jačanje bankarskog sistema u dugom roku.

Valutni odbor nije u mogućnosti da bude banka države te mogućnost finansiranja budžetskog deficita nije opcija. U takvom slučaju, kao i kod dolarizacije, dolazi do jačanja fiskalne discipline, a fiskalna politika postaje sve značajnija ekonomska poluga.

Valutni odbori su u suštini kredibilne institucije. Valutni odbor može dati značajnu dozu kredibilitnosti domaćoj politici. Ovakav režim se obično usvaja kada zemlja ima konstantni niski ugled, visoke inflacije, nestabilne valute i budžetske deficite.

Četiri osnovne razlike između valutnog odbora i centralne banke su³⁰:

1. **Način vođenja monetarne i fiskalne politike** – za razliku od centralne banke Valutni odbor emituje domaću valutu u istoj mjeri u kojoj pritiče priliv

²⁹ Dr. Bogetić, Željko (1998), „Valutni odbori u teoriji i međunarodnoj praksi“, Podgorica, str. 13

³⁰ Ibidem, str. 23

rezervne valute. Monetarna politika se sprovodi jednostavno i bez uticaja Vlade ili Guvernera što jeste ponekad slučaj kod centralne banke.

2. **Kredibilnost i stabilnost.** Monetarna politika koju sprovodi valutni odbor je razumljiva, trivijalna i potpuno transparentna.
3. **Devizno pokriće.** Da bi valutni odbor bi valutni odbor znači da u svakom trenu postoji stoprocentno pokriće domaćeg primarnog novca u rezervnoj valuti.
4. **Konvertibilnost.** Valuta u zemlji koja se nalazi u sistemu valutnog odbora, ima permanentno fiksiran devizni kurs te je valutni rizik sveden na nulu. Sa obzirom da je odlika valutnog odbora stoprocentno pokriće domaće valute u čvrstoj (rezervnoj) valuti, vjerovatnoća nekonvertabilnosti je svedena na nulu.

Zbog potpune kovertabilnosti domaće valute, zemlje sa valutnim odborom privlače više investicija i spoljno-trgovinskih transakcija. Valutni odbor, zajedno sa dolarizacijom, predstavlja i jedinu kartu za izlaz za zemlje (pogotovo zemlje u tranziciji) za napuštanje loše monetarne politike i način za vraćanje zemlje na prvi ekonomski kolosjek.

2.7.2.1 Valutni odbor u Bosni i Hercegovini

Bosna i Hercegovina je prihvatila valutni odbor kao odgovor na loše ekonomsko i sve opšte stanje u državi. Valutni odbor u BiH je definisan Dejtonskim Sporazumom 21. Novembra 1995 godine. Devizni kurs je fiksiran zakonom za euro u odnosu 1.96 konvertibilnih maraka KM naspram 1 eura. Valutni odbor garantuje konvertibilnost za plaćanja i međunarodne transakcije.

Uvođenjem valutnog odbora stvorili su se stabilni uslovi za predviđanje dok su se transakcioni troškovi smanjili. U BiH obavezna stopa rezerve može da iznosi maksimalno do 20 % ukupnog depozita.

Uloga Centralne banke Bosne i Hercegovine u režimu valutnog odbora:³¹

- CBBiH nema emisionu funkciju i mogućnost davanja kredita.
- Na likvidost banaka i na stabilnost bankarskog sistema utiče najviše preko instrumenta obvezne rezerve.

³¹ Fabris, Nikola (2006), *Centralno bankarstvo u teoriji i praksi*, Centralna Banka Crne Gore, str 297

- CBBiH je ne smije obavljati operacije na otvorenom tržištu jer bi one bile suprotne duhu valutnog odbora
- Ulogu fiskalnog agenta države obavlja CBBiH.
- Zbog komplikovane političke situacije u BiH, CBBiH ne obavlja superviziju bankarskog sistema već tu funkciju vrše dvije nezavisne entitetske agencije.

Očigledno je da je valutni odbor kao režim monetarne politike ostvario pozitivne rezultate poput niske inflacije i relativno dobrog povjerenja stanovništva u finansijski sistem zemlje. Valutni odbor vjerovatno predstavlja i jedini način da BiH ima nezavisnu i jaku monetarnu ustanovu. Sa obzirom na ratna razaranja i postratne traume, kao i velike entitetske i nacionalne podjele sa velikim međusobnim nepovjerenjem i skepticizmom, veoma bi bilo rizično uspostaviti CB BiH koja na raspolaganje ima sve funkcije. Na primjer vođenje diskrecione monetarne politike u uslovima ekonomski i socijalno razorene zemlje i sa velikim potrebama za finansiranje obnove i rekonstrukcije, kao i veoma izraženim socijalnim potrebama, stavila bi CB BiH neprelazne barijere, kako u definisanju takve monetarne politike tako i u njenom sprovođenju. Vrlo vjerovatno bi centralna banka pod velikim pritiscima za finansiranjem vršila nepokrivenu emisiju novca što bi rezultiralo velikom inflacijom i makroekonomskom nestabilnošću. Takva situacija bi demotivisala direktne strane investicije a time i oporavak zemlje i uspješnu tranziciju.

2.7.3 Dolarizacija

Dolarizacija predestavlja najrigidniji oblik jer nema mogućnosti da utiče na devizni kurs. Pojam dolarizacije nije nov i u posljednje dvije decenije sve više postaje instrument ekonomske politike koji preporučuje sve veći broje ekonomiste.³² U sljedećem poglavlju dolarizacija je detaljno objašnjena.

³² Ibidem, str 9

III Dolarizacija

3.1 Pojam Dolarizacije i razlog njene adaptacije

Dolarizacija podrazumijeva monetarni sistem u kome se kao legalno sredstvo plaćanja koristi strana valuta, odnosno kada domaći monetarni autoritet nema emisionu funkciju to jeste funkciju štampanja novca.

Dolarizacija je dobila ime po američkom dolaru koji je najrasprostranjenija i najstabilnija valuta u svijetu. Dolar se, kao najjača i najstabilnija valuta u svijetu, koristio u zemljama koje ne pripadaju SAD-u. Danas pored dolara imamo i euro kojeg koriste mnoge zemlje kao svoje platežno sredstvo između kojih je i Crna Gora. (Ujedno euro je poslednjih godina postao i najveći konkurent dolaru za preuzimanje mjesta broj 1 valute u svijetu) Stoga možemo reći da je Crna Gora eurizovala svoju ekonomiju. Ali zvanični termin za ovakav instrument ekonomske politike nosi ime dolarizacija tako da će samo on i biti korišten u daljem tekstu.

Fenomen dolarizacije je u kontinuiranom porastu o čemu svjedoče i podaci MMF-a o kontinuiranom porastu depozita u stranoj valuti u odnosu na ukupne depozite, koji su predstavljeni u tabeli 5

Tabela 5. Učešće depozita u stranoj valuti u %.

Region	Broj zemalja	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Južna Amerika	8	45,8	46,1	49,4	53,2	54	55,9
PUT	26	37,3	38,9	43,5	44,3	46,9	47,7
Bliski istok	7	36,5	37,2	37,7	37,5	38,2	41,9
Afrika	14	27,9	27,3	27,8	28,9	32,7	33,2
Azija	13	24,9	28	26,8	28,8	28,2	28,2
Centralna Amerika i Meksiko	7	20,6	20,8	22	22,1	22,5	24,7
Karibi	10	6,3	7,6	6,8	6,7	6,1	6,2
Razvijene zemlje	14	7,4	7,5	7,5	6,7	7	6,6

Izvor: IMF Working Paper, Nicolo, Honohan, Ize: Dollarization of the banking system: Good or Bad?

Tabela 5 ukazuje na jasan trend porasta dolarizacije. Izuzetak su razvijene zemlje što je i očekivano s obzirom da dolarizacija predstavlja odgovor na loše vođenje ekonomske politike.

U svome radu “Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti nedostaci i ekonomske implikacije” Ljubiša Krgović ističe da pod pojmom dolarizacije podrazumijeva se nekoliko monetarnih sistema koji su međusobno vrlo različiti, ali imaju zajedničku karakteristiku da je u formalnim ili neformalnim transakcijama strana valuta široko rasprostranjena, kao platežno sredstvo. Dvije najrasprostranjenije rezervne valute su američki dolar i euro. Interesantan je podatak da oko dvije trećine emitovanih dolara se nalazi van SAD³³.

Dolarizacija je najrigidniji oblik režima deviznog kursa. Zemlje koje adaptiraju takav režim žele da dostignu nivo veće ekonomske stabilnosti koji se ogleda kroz stabilnu valutu i smanjenu inflacionu stopu. Dolarizacija predstavlja spontan odgovor privrede i stanovništva na nestabilno ekonomsko okruženje. Nestabilno ekonomsko okruženje karakterišu problemi poput visoke inflacije, niski kredibilitet ekonomske politike, visokih kamatnih stopa, uništene štednje, visokih transakcionih troškova u nezvaničnoj supstituciji i visoki nivo monetizacije fiskalnog duga.

Dolarizacija ima smisla ukoliko³⁴:

- Zemlja je relativno mala i u velikoj mjeri zavisna od spoljne trgovine
- Ako je u bliskoj prošlosti imala hiperinflaciju
- Ako su prihodi od sinjoraža mali zbog prisustva nezvanične dolarizacije
- Postoje devizne rezerve koje bi omogućile zamjenu nacionalne valute sa stranom.

Kada se zemlja odluči da prihvati dolarizaciju takođe treba donijeti u odluku koju stranu valutu da privati kao platežno sredstvo. Kako ističe Dr. Nikola Fabris, preporučuje se da valuta koja je najrasprostranjenija u period nezvanične dolarizacije bude prihvaćena, s obzirom da ona kod stanovništva ima najviše povjerenja. Štaviše, prihvatanjem valute koja se koristila u toku nezvanične dolarizacije i u kojoj se obavlja većina spoljnotrgovnske razmjene smanjuje transakcione troškove, i kreira bolji ekonomski ambijent.

³³ Aguado, S. (2000), *Transatlantic Perspectives on the Euro and the Dollar Dollarization and other Issues*, University of Alcalá, Spain.

³⁴ Krgovic, Ljubiša, “*Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti, nedostaci i ekonomske implikacije*”, Centralna Banka Crne Gore, Podgorica, str. 6

3.2 Varijante dolarizacije i njene karakteristike

Dolarizacija postaje sve veći fenomen u svijetu a posebno je popularan zemljama u tranziciji sa malim i otvorenim tržištima. Najjednostavnije rečeno dolarizacije je pojava u kojoj se strana valuta više ili manje koristi u domaćim okvirima. Proces dolarizacije može biti manje ili više spontan, djelimičan i potpun.

Vrste dolarizacije shodno Krgoviću³⁵ su:

- Zvanična
- Zvanična djelimična dolarizacija
- Nezvanična dolarizacija

Zvanična dolarizacija

U situaciji gdje imamo zvaničnu dolarizaciju strana valuta predstavlja jedino legitimno platežno sredstvo. U zvaničnoj dolarizacije ne postoji domaća valuta³⁶, valutni rizik stog ni rizik od valutne krize. Takođe postoji opcija gdje se više stranih valuta koriste kao platežno sredstvo kao što je to radila Andora koristeći i španski pezo i francuski franak. Prihvatanjem zvanične dolarizacije, zemlja se odriče nezavisnog vođenja monetarne politike, uticaja na devizni kurs i u takvoj situaciji kao jedini instrument makroekonomskog upravljanja ostaje fiskalna politika.

Zvanična djelimična dolarizacija

Kada bi zemlja prihvatila zvanično djelimičnu dolarizaciju, podrazumijevalo bi se da se kao legalno platežno sredstvo koriste i domaća i strana valuta ali je značenje strane valute u odnosu na nacionalnu sekundarno. Iako strana valut dominira u bankarskim depozitima, isplata zarada, poreza i svakodnevnih transakcija se vrši u domaćoj valuti. U zvaničnoj djelimičnoj dolarizaciji zemlja još uvijek ima centralnu banku i vodi samostalnu monetarnu politiku.

Ovakvu situaciju je imala Crna Gora na početku monetarne reforme iz 1999. godine kada su se koristile njemačka marka i jugoslovenski dinar istovremeno. Danas ovakav sistem je prisutan i u Haitiju, Liebriji, Bahaamima, Laosu i Kambodži

³⁵ Ibidem, str 5-6

³⁶ Jedan broj dolarizovanih zemalja emituje sopstveni kovani novac.

U tabeli 6 prikazane su zemlje koje su izvršile zvaničnu i zvanično djelimičnu dolarizaciju.

Tabela 6. Zvanično dolarizovane ekonomije

Puna dolarizacija – USD platežno sredstvo: a) nezavisne države: Istočni Timor, Maršalska ostrva, Mikronezija, Palau, Panama, Ekvador, El Salvador b) zavisne države: Pitcairns Ostrva (Novi Zeland), Ostrva Kokoa (Velika Britanija), Britanska Djevičanska ostrva (Velika Britanija); c) teritorije SAD: Guam, Američka Djevičanska ostrva, Portoriko, Američka Samoa, Severna Marijanska ostrva.

Puna dolarizacija – ostale valute: a) nezavisne države: Andora (euro), Sjeverni Kipar (turska lira), Kirbati (australijski dolar), Lihtenštajn švajcarski frank), Monako (euro), Nauru (australijski dolar), San Marino (euro), Tuvalu (australijski dolar), Vatikan (euro); b) zavisne države: Ostrva Kokoa (australijski dolar), Kukova ostrva (novozelandski dolar), Greenland (danska kruna), Niue (novozelandski dolar), Norfolška ostrva (australijski dolar), Sveta Helena (britanska funta), Tokelau (novozelandski dolar); c) ostala područja: Crna Gora (euro), Kosovo (euro).

Zvanična djelimična dolarizacija – dolar platežno sredstvo: Bahami, Kambodža, Laos, Haiti i Liberija.

Zvanična djelimična dolarizacija – druge valute: Butan (indijski rupi), Bruneji (singapurski dolar), Kanarska ostrva (britanska funta), Isle of Man (britanska funta), Lesoto (južnoafrički rand), Namibija (južnoafrički rand), Tadžikistan (dozvoljena upotreba stranih valuta).

Izvor: Schuler, K. (2000), "Basics of Dollarization" Joint Economic Committee Staff Report, USA

Nezvanična dolarizacija

Nezvanična dolarizacija je situacija kada se koristi strana valuta kao sredstvo plaćanja, sredstvo obračuna ili vrijednosti u uslovima kada strana valuta nije zvanično platežno sredstvo usljed odsustva povjerenja u domaću valutu. Bogetić³⁷ navodi da nezvanična dolarizacija uključuje držanje aktive nominirane u stranoj valuti kao npr.:

- držanje obveznica i nemonetrane imovine u inostranstvu,
- držanje depozita u inostranstvu (u stranoj valuti),
- držanje depozita u stranoj valuti u domaćim bankama,
- držanje novčanica u stranoj valuti u novčaniku i u “slamarcama”.

Ovaj oblik dolarizacije je mnogo rasprostranjeniji od zvanične dolarizacije i uvijek je prethodio zvaničnoj dolarizaciji. U tabeli 7 su prikazane zemlje koje nisu zvanično prihvatili dolarizaciju ali usljed raznih faktora, poput slabog kredibiliteta prema domaćoj valuti, koriste stranu valutu kao sredstvo plaćanja.

Tabela 7. Nezvanično dolarizovane zemlje

Nezvanično dolarizovane zemlje – dolar platežno sredstvo: Većina Latino Američkih zemalja (naročito Argentina, Bolivija, Meksiko, Peru i sve zemlje centralne Amerike), većina Karipskih zemalja, većina bivših sovjetskih republika (naročito: Jermenija, Azerbejdžan, Gruzija, Rusija i Ukrajina), Hong-Kong, Mongolija, Mozambik, Rumunija, Turska, Vijetnam.

Nezvanično dolarizovane zemlje – druge valute kao platežno sredstvo: Bivše Francuske kolonije u Africi (euro), Većina zemalja Balkana (euro), Makao, dijelovi Kine, Bjelorusija (ruska rublja).

Napomena: lista nezvanično dolarizovanih zemalja nije konačna imajući u vidu teškoće mjerenja ove pojave.

Izvor: Schuler, K. (2000), “Basics of Dollarization” Joint Economic Committee Staff Report, USA

³⁷ Bogetić, Ž. (2000), *Official Dollarization: Current Experiences and Issues*, Cato Journal, Vol. 20, br. 2., str. 181.

3.3 Prednosti i nedostaci dolarizacije

Dolarizovanjem sopstvene ekonomije država šalje signal da želi da stane na kraj vođenju loše monetarne politike. Sama dolarizacije nije garancija za ekonomski prosperitet već čvrsto opredjeljenje za nisku inflaciju, fiskalnu odgovornost i transparentost.

Dolarizacija, kao i svaka akcija, biznis potez ili investicija, ima svoj rizik, svoje koristi/potencijal i nedostatke. U tabeli 8 prikazana je SWOT analiza dolarizacija. (SWOT je engleski akronim za Strength Weaknesses Opportunities Threats)

Tabela 8: SWOT analiza dolarizacije

Prednosti	Nedostaci
<ol style="list-style-type: none">1. Jačanje nezavisnosti Centralne banke2. Povećanje kredibiliteta3. Smanjenje inflacije – stabilnost cijena4. Smanjenje kamatnih stopa5. Budžetska disciplina	<ol style="list-style-type: none">1. Limitirane mogućnosti za vođenje monetarne politike2. Gubitak senioraža3. Otkrivanje fiskalne pozicije4. Moguće smanjenje likvidnosti u sistemu5. Nepostojanje uloge Centralne banke kao poslednjeg utočišta za banke
Šanse	Prijetnje
<ol style="list-style-type: none">1. Eliminacija valutnog rizika2. Smanjenje rizika zemlje3. Smanjenje transakcionih troškova4. Povećanje spoljne trgovine5. Rast stranih investicija usljed povećanog kredibiliteta	<ol style="list-style-type: none">1. Deficit platnog bilansa2. Nepostojanje politike deviznog kursa kao instrumenta za ublažavanje inostranih šokova3. Povećanje zaduženosti zemlje

Izvor: Krgovic, Ljubiša *“Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti, nedostaci i ekonomske implikacije”*, Centralna Banka Crne Gore, Podgorica

Prednosti dolarizacije

Evidentno je da puna dolarizacija nosi niz prednosti. Dolarizacije prije svega predstavlja signal za nepovratno opredjeljenje za nisku inflaciju, fiskalnu odgovornost i transparentost. Uvođenjem stabilne valute uvozi se kredibilna monetarna politika, uvozi se stabilnost i finansijska tržišta se integrišu.

Svakako jedna od najvećih dobiti koje zemlja dobija dolarizacijom je niska stopa inflacije.³⁸ Moguće da u inicijalnoj fazi dolarizacije dođe do nešto više stope inflacije kao posljedica izjednačavanja cijena, pa da se u drugoj fazi ostvari cijenovna stabilnost. Iako ne nestupa automatski gotovo svaki primjer dolarizovane ekonomije kao glavnu karakteristiku ima nisku stopu inflacije.

Dolarizacije stvara preduslove za priliv stranih investicija jer stabilnost valute je jedan od prvih zahtjeva stranih investitora.³⁹ Dolarizacija dovodi do smanjivanja rizika valute i rizika zemlje uopšte i na taj način šalje signal za strane investitore i kreditore.

Fabris (2004) dodaje da smanjivanje valutnog rizika dovodi do lakšeg servisiranja inostranih dugova koji ne rijetko zemlju košta mnogo. Pošto je valutni rizik često jedan od glavnih uzroka ranjivosti bankarskog i finansijskog sistema uticaj dolarizacije na bankarski sistem i kreditni rejting zemlje je velik.

Dolarizacija ostvaruje pozitivne rezultate kada su u pitanju kamatne stope kako u zemlji tako u inostranstvu. Zemlja može dobiti kredite po nižim kamatnim stopama. Izvjesne su niže kamatne stope i veća stabilnost međunarodnih tokova kapitala. Takođe treba istaći da sama dolarizacija ne garantuje niže kamatne stope. Mann C. ističe da dolarizacija uopšte ne mora da dovede do sniženja kamatnih stopa, jer će premija za rizik biti prisutna u zavisnosti od budžetskog deficita, razvijenosti finansijskog sistema, fleksibilnosti robnog i tržišta rada.⁴⁰

³⁸ Krgovic, Ljubiša "Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti, nedostaci i ekonomske implikacije", Centralna Banka Crne Gore, Podgorica, str 7

³⁹ Fabris, Nikola (2004) „*Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu goru*“, Podgorica, Str. 16

⁴⁰ Mann C. (1999) "Dollarization as Diet", Institute for International Economics, www.iie.com/publications/papers/mann0499.htm

Dolarizacija dovodi do značajnog smanjivanja rizika zemlje. Neophodno je par godina da bi se kompletni rizik zemlje stabilizovao. Na ovo utiče više faktora političkog i ekonomskog karaktera.

Znatno povećava značaj fiskalne politike i fiskalna odgovornost i dovodi do veće transparentnosti, jer nema zamagljivanja budžetskog deficita putem manipulacije deviznim kursom. (Fischer 1982) Pošto ne postoji mogućnost primarne emisije iz koje bi se pokrio budžetski deficit, Vlada države vodi se politiku sa malim budžetskim deficitom ili politike uravnoteženog budžeta.

Dolarizacija ističe značaj fiskalne politike i fiskalne discipline. Puna dolarizacija doprinosi većoj budžetskoj disciplini u odnosu na fleksibilni devizni režim pod uslovom da su fiskalne vlasti dovoljno svjesne i da imaju strah od budućnosti.⁴¹

Bogetić (2000) ističe da dolarizacija smanjuje transakcione troškove međunarodne razmjene i omogućava veću integraciju i lak pristup tržištu zemlje čija se valuta uvodi pod pretpostavkom da nema posebnih carinskih i vancarinskih ograničenja.

Nedostaci dolarizacije

Dolarizacijom zemlja gubi nezavisnost i limitira mogućnosti u vođenju monetarne politike. Prvi gubitak sa kojim se susreće je gubitak deviznih rezervi koje se moraju utrošiti radi zamjene nacionalne valute.⁴²

U dolarizovanoj zemlji centralna banka ne vrši funkciju emisije novca tako da mogućnost pokrivanja budžetskog deficita iz primarne emisije ne postoji. Bez primarne funkcije »emisije novca«, centralna banka nije u mogućnosti da vrši funkciju zajmodavca u poslednjoj istanci (lender of last resort) U slučaju sistematskih problema u bankarskom sektoru centralna banka ne može reagovati osim ako ne obezbijedi sredstva iz drugih izvora. Backe i Wojcik ističu da u takvim uslovima rješenje može biti propisivanje visokih standarda likvidnosti.⁴³ Treba istaći da propisivanje visokih standarda likvidnosti može uticati na povećanje troškova za bankarski sistem pa stoga i što može dovesti do rasta kamatnih stopa.

⁴¹ Tornell, A. i Velasco, A. (1995), "Fiscal Discipline and choice of Exchange Rate Regime", European Economic Review, br. 39.

⁴² Krgovic, Ljubiša "Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti, nedostaci i ekonomske implikacije", Centralna Banka Crne Gore, Podgorica, str 7

⁴³ Backe, P. i Wojcik C. (2002), "Unilateral Euroisation: a Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries?"

Gubitkom emisione funkcije, zemlja ne ostvaruje prihod od *senioraža*⁴⁴, već svu emisionu dobit povlači sidro-zemlja. Fabris (2004) napominje da podjela emisione dobiti sa zemljom čija se valuta koristi bi mogla predstavljati kompenzaciju za gubitak sinjoriža. Ovu mogućnost trenutno koriste samo Lesoto i Namibija koje imaju sporazum sa Južnoafričkom Republikom o podjeli emisione dobiti južnoafričkog randa.

Dolarizacija eliminiše mogućnost korištenja deviznog kursa kao ekonomskog instrumenta. Stoga je ograničena mogućnost reagovanja na egzogene šokove u cilju prilagođavanja. (Becker 2006)

Dolarizacija proizvodi jednokratne troškove u vidu konverzije valute, prilagođavanja softvera, računovodstvenih sistema, kao i gubitak prihoda po osnovu konverzije valuta.⁴⁵

Do danas ne postoji jasna strategija kojom bi zemlja mogla napustiti dolarizaciju.

3.4 Dolarizacija u teoriji

Proces dolarizacije stvara stabilne i predvidljive uslove za poslovanje i pomaže malim i otvorenim ekonomijama da se stabilizuju kako u ekonomskom tako i u finansijskom smislu. (Bogetić 2000) Sama dolarizacija ekonomije ne može predstavljati supstitut ekonomskim reformama niti garanciju za uspješnost privrede. Stabilna i jaka valuta je od bitnog značaja ali samo ona nije dovoljan uslov za brz ekonomski razvoj ili oporavak.

Kada zemlja odluči da prihvati dolarizaciju, logično je da očekuje da će taj zaokret u ekonomskoj politici imati pozitivne makro uticaje na zemlju. Jedan od prvih koraka u sprovođenju dolarizacije je izbor sidro države čiju će valutu zemlja koristiti. Po pravilu sidro-zemlja je ekonomski jaka i velika zemlja čija je valuta najrasprostranjenija u neformalnim tokovima. Najpoznatija sidro-zemlja u svijetu je SAD, ali EMU sa eurom je sve više prisutna. Pošto prihvati stranu valutu kao jedino legalno sredstvo plaćanja, manevarski prostor za vođenje monetarne politike je znatno sužen. U tabeli 9 prikazane su karakteristike najpoznatijih sidro zemalja.

⁴⁴ Senioraž – emisiona dobit. Predstavlja razliku između troškova štampanja novca i njegove nominalne vrijednosti.

⁴⁵ Fabris, Nikola (2004) „*Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu goru*“, Podgorica, Str. 16

Tabela 9. Karakteristike zemalja čije se valute zvanično koriste van njenih granica

Zemlja	Broj stanovnika	Valuta	BDP (izražen u milionima US \$) 2012. godina	Stopa Inflacije 2012. godina
SAD	317,042,000	Amrički Dolar	16,244,575	2.1%
Japan	127,300,000	Jen	5,960,269	0%
Velika Britanija	63,705,000	Funta	2,476,665	2.8%
Australija	23,244,422	Australijski Dolar	1,541,700	1.8%
Indija	1,236,290,000	Rupi	1,841,717	9.3%
EU	507,890,191	Euro	16,673,333	2.6%

Izvor: sopstveni, podaci se mogu naći pojedninačno na: www.imf.org i www.tradingeconomics.com

Dolarizacija predstavlja instrument ekonomske politike koji bi omogućio zemlji da se oslobodi pogrešnog vođenja ekonomske politike kao što je zloupotreba u sprovođenju monetarne politike koji zemlju vodi ka većim kamatnim stopama, inflaciji i smanjivanju kredibiliteta zemlje u inostranstvu.

Eventualno napuštanje oficijelne dolarizacije bio bi veoma skup jer bi iziskivalo velike troškove počevši od administrativnih troškova zamjene valute pa na dalje. Za sada jedina država koja je napustila dolarizaciju kao oficijalan valutni režim je Liberija.

IV Empirijska iskustva dolarizacije

4.1 Zvanična dolarizacija: trenutna iskustva i problemi

Dosadašnja iskustva ukazuju da zvaničnoj dolarizaciji je uvijek prethodila nezvanična dolarizacija. Važno je istaći da koristi od dolarizacije imaju i sidro-zemlje, zemlje čije se valute koriste u dolarizovanim ekonomijama, jer one ostvaruju dodatni profit od senioraže. Trenutno u svijetu 16 nezavisnih država je dolarizovano.

Problemi koja zemlja sa zvanično dolarizovanom ekonomijom može da se suoči su:

- Očekivanja da će zemlja samom dolarizacijom odmah ostvariti ekonomski progres
- Izbor valute. Da li je euro valuta koja je najbolja za Crnu Goru?⁴⁶
- Opasnost od preliivanja krize iz sidra-zemlje na domaće tržište.
- Nepostojanje izlazne strategije.

Bogetić (1998) ističe da iskustva dolarizacije kao i iskustva valutnih odbora su pokazali da takvi režimi (fiksni) deviznih kurseva gotovo uvijek ostvaruju uspjeh u početnim fazama monetarne reforme. To mogu potvrditi iskustva valutnih odbora u Bosni i Hercegovini i Bugarskoj, te dolarizacija u Panami kao i uvođenje nove valute u Brazilu.

Zemlje koje su oficijelno dolarizovane u prosjeku imaju veći bruto domaći proizvod per capita u odnosu na zemlje sa sopstvenom valutom⁴⁷. Dvanaest nezavisnih zemalja sa dolarizovanim ekonomijama spadaju u grupu od 40 najbogatijih zemalja u svijetu. U zajedničkom radu S. Edwards i I. Magendozo pokazuju da dolarizovane zemlje, po pravilu, imaju manju stopu rasta cijena nego one sa kojima se mogu porediti, a koje nisu dolarizovane. Sa druge strane, došlo se do zaključka da su zemlje koje su izvršile supstituciju valute imale nižu stopu privrednog rasta nego one komparativne koje to nisu uradile. Razlog nižeg privrednog rasta može se opravdati

⁴⁶ Miroslav Prokopijević u svom djelu "Evropska Unija" ističe da je euro najveći monetarni eksperiment u istoriji. Rođen je kao unikatna valuta i nikada ranije nije bilo valute kao euro iza kojeg ne stoji jedinstveni politički autoritet ili "zlatna podloga"

⁴⁷ Krgovic, Ljubiša "Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti, nedostaci i ekonomske implikacije", Centralna Banka Crne Gore, Podgorica, str 9

nemogućnošću ovih zemalja da se prilagođavaju spoljnim poremećajima kao što su šokovi izazvani tokovima kapitala i trgovine.⁴⁸

Jedan broj dolarizovanih zemalja ostvaruje relativno loše ekonomske rezultate.⁴⁹ Odgovor za takvo stanje je upravo u činjenici da dolarizacija ne dovodi sama po sebi do oporavka ekonomije već je samo dobar preduslov za monetarne reforme i cilju stabilizovanja privrede.

Gomis-Porquiras⁵⁰ i njegovi saradnici su na bazi empirijske studije u 13 zemalja Latinske Amerike utvrdili da, kada se u uslovima dolarizovane ekonomije pojavi kriza u bankarskom sistemu, ona duže traje u odnosu na slučajeve zemalja koje koriste nacionalnu valutu. U zemljama sa nacionalnom valutom centralna banka će kreditima iz primarne misije pokušati smanjiti teret bankarskom sektoru.

Većina dolarizovanih zemalja ima platnobilansne probleme. Prema analizi Evropske centralne banke, od 50 zemalja sa najvećim spoljnotrgovinskim deficitom, dvadeset pet zemalja su dolarizovane.⁵¹

Napuštanje dolarizacije je se do sada desilo samo jednom. Liberija je jedini primjer; napustila je dolarizaciju usljed krvavog građanskog rata.

Dolarizacija uopšte ne mora da dovede do sniženja kamatnih stopa, jer će premija za rizik biti prisutna u zavisnosti od budžetskog deficita, razvijenosti finansijskog sistema, fleksibilnosti robnog i tržišta rada. Ovim argumentima se dodaje i uticaj razvijenosti ekonomije i efikasnosti pravnog sistema. Ipak realno je očekivati da će dolarizacija dovesti do postepenog sniženja kamatnih stopa, a imajući u vidu navedene razloge, vrlo je mala verovatnoća da će doći do automatskog izjednačavanja sa kamatnim stopama zemlje čija se valuta koristi.⁵²

⁴⁸ Fabris, Nikola(2004) *Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu Goru*, Centračna Banka Crne Gore, Podgorica

⁴⁹ Krgovic, Ljubiša "Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti, nedostaci i ekonomske implikacije", Centralna Banka Crne Gore, Podgorica, str 9

⁵⁰ Gomis-Porquiras, P., Serrano, C. (1997), *Currency Substitution in Latin America: Lessons from 1990s*, World Bank,

⁵¹ Winkler, A., Mazzafero, F., Nerkich, H. i Thimann C. (2004), *Official Dollarisation/Eurisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases*, Occasional Paper Series, No 11, European Central Bank.

⁵² Fabris, Nikola(2004) *Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu Goru*, Centračna Banka Crne Gore, Podgorica

Jedan broj dolarizovanih zemalja, poput Paname, ukinuo je centralnu banku. Odatle postoji i dilema da li je centralna banka uopšte potrebna u dolarizovanim ekonomijama. Jedan od najvećih argumenata za prisustvo centralne banke jeste činjenica da je iskustvo većine dolarizovanih zemalja koje su ukinule centralne banke pokazalo je da su u tim zemljama češće bankarske krize.

Bogetić (2000) ističe da prisustvo centralne banke je potrebno jer ona i dalje obavlja važne funkcije poput:

- Vodjenje računa o platnom bilansu države;
- Supervizija bankarskog sistema;
- U izuzetnim uslovima može biti i bankar banaka;
- Savjetodavac Vladi u vodjenju finansija zemlje;
- Određuje obaveznu stopu reserve; Može vršiti operacije na otvorenom tržištu tako što će se vršiti kupovinu ili prodaju hartija od vrijednosti.

U tabeli 10, prikazane su nezavisne zemlje koje su dolarizovale ekonomiju, njihov politički status, broj stanovnika, BDP i valutu koju koriste. (U tabeli je izostavljena Crna Gora)

Tabela 10. Karakteristike nezavisnih dolarizovanih zemalja

Zemlja	Broj stanovnika	GDP (mlrd USD)	Valuta	Godina dolarizacije
Andora	73 000	1,2	Euro, sopstveni kovani novac	1278
Severni Kipar	180 000	1,4	Turska lira	1974
Istočni Timor	857 000	0,2	Američki dolar	2000
Salvador	6 100 000	12,2	Američki dolar	2001
Ekvador	12 400 000	18,7	Američki dolar	2000
Kiribati	82 000	0,1	Australijski dolar, sopstveni kovani novac	1943
Lihenštajn	31 000	0,7	Švajcarski franak	1921
Maršalska ostrva	61 000	0,1	Američki dolar	1944
Mikronezija	120 000	0,2	Američki dolar	1944
Monako	32 000	0,8	Euro	1865
Nauru	10 000	0,1	Australijski dolar	1914
Palau	17 000	0,2	Američki dolar	1944
Panama	2 700 000	8,7	Američki dolar, sopstveni kovani novac	1904
San Marino	26 000	0,1	Euro, sopstveni kovani novac	1897
Tuvalu	11 000	/	Australijski dolar, sopstveni kovani novac	1892
Vatikan	1 000	/	Euro, sopstveni kovani novac	1929

Izvor: Fabris, Nikola (2004) "Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu Goru", Centralna Banka Crne Gore, Podgorica

4.2 Argentina - valutni odbor

Argentina je država koju je karakterisao dug istorijat monetarne nestabilnosti. Ona je uvela valutni odbor 1991 kao pokušaj stabilizacije i zaustavljanja vrtoglavog rasta inflacije. Argentinski pezo je vezan za američki dolar u odnosu 1:1⁵³. Obije valute su bile konvertibilne i mogle su se lako mijenjati u argentinskim bankama. Za samo 3 godine, u periodu od 1991-1994 inflacija je pala sa 800% na 5 % dok je stopa privrednog rasta na godišnjem nivou iznosila 8 %. Međutim, posle kratkog vremenskog perioda, usled straha od prelivanja meksičke krize, javnost je počela da povlači depozite iz banaka i masovno počela da konvertuje domaću valutu u dolare. To je uslovalo pad BDP od 5% što je doprinjelo porastu nezaposlti od preko 15 %. Kao i u dolarizaciji, Argentina je i u valutnom odboru izgubila mogućnost nezavisnog vođenja politike te nije mogla da reaguje na ovakvu krizu restriktivnom monetarnom politikom. Pošto u valutnom odboru ne postoji mogućnost direktnog kreditiranja države, izlazak iz krize Argentina je našla u vidu pomoći od međunarodnom monetarnog fonda koji je tim činom omogućio opstanak takvog sistema.⁵⁴ Usljed nove recesije 1998 godine došlo je do porasta nezaposlenosti na 20 % a time i velikog negodovanja građana što je rezultiralo padom vlade i jake bankarske krize. Valutni odbor nije dozvoljavao CB da emituje pezose i daje kredite tako da centralna banka nije mogla ni biti „lender of last resort“. 2002 godine valutni odbor je doživio kolaps a domaća valuta je depresirala za 70 %

Sa obzirom na veoma jaku inflatornu prošlost, Argentina bi trebala u budućnosti prihvatiti fiksni devizni kurs. Dolarizacija bi definitivno predstavljala jasan korak koji bi konačno prekinuo turbulentnu monetarnu prošlost i nastojao da povrati povjerenje građana u finansijski sistem države; jer za razliku od valutnog odbora, mogućnost napuštanja nepostoji.

⁵³ Dr. Kozarić, Nikola, Dr, Fabris, Nikola (2012), „*Monetarno kreditna politika*“, Sarajevo, str. 219

⁵⁴ Bogetić, Ž. 2000. *Official Dollarization: Current Experiences and Issues*, Cato Journal, Vol. 20, br. 2. Str. 207

4.3 Ekvador – dolarizacija

Usljed finasijske krize 1999 godine, vlada Ekvadora je odlučila dolarizovati ekonomiju zarad stvaranja preduslova stabilizacije inflacije i oporavka privrede. Već 2000. godine dolar je postao legalni tender, s tim što centralna banka Ekvadora emituje sopstveni kovani novac.⁵⁵ Korist dolarizacije u Ekvadoru se osjetila odmah jer se zaustavio vrtoglavi rast inflacije odnosno inflaciona stopa se dovela u normalu. Inflacija 2000. godine iznosila je 96% da bi već naredne godine, uvodjenjem dolarizacije, stopa inflacije pača za skoro 4 puta. Tabela 11 prikazuje kretanje inflacije uoči i posle dolarizacije.

Tabela 11. Kretanje inflacije u Ekvadoru 1999-2005

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
59%	96%	22%	12.5%	7.9%	2.1%	2.0%

Izvor: Index Mundi, (2011) <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ec&v=71>

Dolarizacija je stabilizovala ekonomiju zemlje, ojačalo kupovnu moć građana. Već u prvim godinama dolarizacije Ekvador je doživio privredni rast. Na primjer BDP za 2000 iznosio je 19.6 milijardi eura da bi 2002. Godine BDP- iznosio 24.5 milijarde dolara.

Zaključak je da je Ekvador dolarizacijom stao na put pogrešnom vodjenju monetarne politike i stabilizovao ekonomiju što je omogućilo početak oporavka privrede.

⁵⁵ Ibidem, str. 206

4.4 El Salvador - dolarizacija

El Salvador je zvanično dolarizovao ekonomiju 2001. godine. Dolarizaciji je prethodio dugogodišnji fiksirani devizni kurs domaće valute za američki dolar u iznosu od 2.5 poena naspram 1 USD. Razlog dolarizacije je bila prvenstveno želja za provođenje seta reformi kako bi se podržala ekonomska stabilnost i privukli strani investitori.⁵⁶ Za razliku od Ekvadora, El Salvador nije uveo dolarizaciju kao odgovor na ekonomsku krizu i nestabilnost.

Uloga centralne banka se ne razlikuje od drugih centralnih banaka u zvanično dolarizovanim ekonomijama. Ima sljedeće funkcije: prati stabilnost i razvoj finansijskog sistema, vođenje monetarnih integracija, određuje stopu obaveznih rezervi, savjetodac vladi i sl.

Mnogi ekonomisti smatraju da dolarizacija u El Salvadoru nije donijela očekivane rezultate. Razlozi koji su uticali na to su: elementarne nepogode neduga nakon dolarizacije, pad cijene kafe na svjetskom tržištu, kao i skuplje cijene nafte.⁵⁷ Svi ovi razlozi usporili su ekonomski rast zemlje. U tabeli 12 prikazano je kretanje inflacije za period 1999.-2005.

Tabela 12. Kretanje inflacije u El Savadoru 1999-2005

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1.3%	2.5%	3.8%	n.a	5.4%	4.7%	4.7%

Izvor: Index Mundi, (2011) <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ec&v=71>

U tabele 12 se vidi da El Salvador uživa relativno nisku stopu inflacije. Sa druge strane, dolarizacija je smanjila kamatne stope i smanjila rizik zemlje. Dolarizacija je donijela poboljšanje u bankarskom sistemu u vidu veće stabilnosti i modernizacije bankovnog sistema.

Gledajući kretanja ekonomskih indikatora prije i posle dolarizovanja zaključuje se da je El Salvador mogao ostvariviti slične rezultate i korištenjem režima valutnog odbora bez ostvarivanja troškova koju dolarizacija donosi. Stoga i ne čudi što jedan broj ekonomista nije zadovoljan efektima dolarizacije u El Salvadoru.

⁵⁶ Ibidem, str. 208

⁵⁷ Federal bank of Atlanta (2006), *Official Dollarization and the Banking System in Ecuador and El Salvador*, Economic Review

4.5 Panama - dolarizacija

Panama je najpoznatiji primjer zemlje u svijetu koja je oficijelno prihvatila dolarizaciju kao instrument ekonomske politike. Panama je ujedno i najveća oficijelno dolarizovana ekonomija koja je specifična i po tome jer koristi ovaj aranžman duže od jednog vijeka.

Panama je dolarizovala svoju ekonomiju 1904 godine i od tada koristi američki Dolar (\$) kao domaću valutu u obliku papira dok za kovani novac koristi "Balbou" koju sama emituje. U Panami je prisutan veliki broj stranih banaka. Razlog tome leži u činjenici da je bankarki zakon liberalizovao finansijska tržišta i omogućio puni pristup stranim bankama. Strane banke, uglavnom one iz SAD, imaju specifičnu ulogu jer su de facto bankar u posljednoj istanci.⁵⁸

Bogetić (2000) ističe sljedeće karakteristike dolarizacije u Panami:

- U monetarnom sistemu Paname ne postoji Centralna Banka i centralizovane strane rezerve. Doduše, neku vrstu uloge centralne banke ima " Banco Nacional de Panama" (nacionalna banka Paname) koja je u biti komercijalna banka i u vlasništvu Vlade republike Paname.
- U Panami funkciju bankara u krajnjoj instanci obavljaju strane banke i to uglavnom američke.
- Što se tiče makroekonomskog performansa zemlje, Panama je ostvarila solidne rezultate. Do sada se nisu dešavale značajnije bankarske krize
- Kamatne stope su među najmanjima kako u regionu tako i u Latinskoj Americi. Realne kamatne stope su takodje niske.
- Panama ostvaruje malu prihod od sinjoraže na domaći kovani novac Balboa

⁵⁸ Goldfajn I., and Olivares, G., *Full dollarization: Case of Panama*, Pontificia Universidade Catolica – Rio De Janeiro.

V Dolarizacija u Crnoj Gori

5.1 Monetarna istorija Crne Gore

Da bi se shvatio razlog zašto je Crna Gora dolarzovala ekonomiju, mora se pogledati i istorija njenog monetarnog sistema. Prije sticanja nezavisnosti 2006. godine Crna Gora je bila dio zajednice Srbije i Crne Gore odnosno Savezne Republike Jugoslavije, a prije toga i dio Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije. Kroz sve ove zemlje i zajednice, mijenjao se i monetarni sistem u Crnoj Gori kao i uloga Crne Gore u monetarnom sistemu.

Od 1945. do 1991. godine Crna Gora je bila jedna od šest republika koje su sačinjavale Socijalističku Federativnu Republiku Jugoslaviju – SFRJ. Valuta koja se koristila je bio jugoslovenski dinar.

“Finansijski sistem u SFRJ bio je dvostepen i sastojao se od centralne monetarne institucije – Narodne banke Jugoslavije koja je bila srce sistema, sa šest narodnih banaka republika članica i dvije narodne banke u autonomnim pokrajinama. Komercijalne banke postojale su u formi osnovnih banaka, specijalizovanih finansijskih institucija, poštanskih štedionica, štednih i kreditnih zadruga, kao i tzv. internih banaka koje su bile finansijski servisi velikih preduzeća sa ograničenom finansijskom autonomijom. Služba društvenog knjigovodstva (SDK), kao »nezavisna« agencija države, obezbjeđivala je finansijsku kontrolu nad svim preduzećima, a istovremeno je vršila i funkciju državnog trezora i revizora.“⁵⁹

Ono što je obilježilo finansijski sistem SFRJ jesu visoka inflacija, slaba valuta kao i nelikvidnost i nesolventnost banka. Pogotovo tokom 70.ih i 80.ih godina prošlog vijeka ovi problemi su došli do izražaja. U periodu od 1971. do 1991. prosječna godišnja inflacija iznosila je 76 % što je svrstavalo SFRJ na samom dnu tabele u grupi od 108 zemalja tek samo ispred Zaira i Brazila.

Visoka inflacija kao i česta devalvacija valute rezultirali su gubitakom povjerenja stanovništva u domaću valutu. Stoga je došlo do pada depozita u dinarima zbog njihove zamjene u depozitima u čvrstoj stranoj valuti. Ta strana valuta je uglavnom bila njemačka marka DM. Tim činom SFRJ je postalo nezvanično dolarizovana zemlja.

⁵⁹ Fabris, Nikola (2004) “*Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu Goru*“, Centračna Banka Crne Gore, Podgorica, str. 25

Godine 1989. došlo je do hiperinflacije koja je iznosila 2040 %. Da bi stabilizovala stanje u zemlji, Vlada SFRJ je vezala svoj kurs za njemačku marku u odnosu 7:1 tim obezbijedila djelimičnu konvertabilnost domaće valute. Da bi ovaj fiksirani devizni kurs bio održiv, SFRJ je morala da podigne kamatne stope na kredite komercijalnih banaka na 40 %. Sa druge strane u Njemačkoj, na čiju valutu se fiksirao dinar, kamatne stope su bile između 3 i 4 procenta. Ovaj stabilizacioni program koja je uvela Vlada SFRJ, je doživio neuspjeh jer je održavanje fiksnog deviznog kursa i vođenje nezavisne monetarne politike bilo moguće samo u krakom roku. Naime, rezultata je bilo samo do juna naredne godine gdje je došlo do opadanja inflacije ali na kraju godine inflacija je došla na 300 %. To je rezultiralo porastom realnog efektivnog kursa dinara od 85 % što je uticalo na pad izvoza i bruto domaćeg proizvoda od 7,6 %. Nedugo zatim došlo je i do rata u SFRJ koji je označio kraj njenog postojanja.

Crna Gora i Srbija formirale su Saveznu Republiku Jugoslaviju – SRJ 28. aprila 1992 godine. Odmah je došlo do reorganizacije monetarnog sistema koji je karakterisao visok stepen monetarne i finansijske centralizacije.⁶⁰ “U novoj državi monetarni sistem je recentralizovan, i u njemu je Narodna banka Crne Gore (NBCG) izgubila autonomiju i postala regionalna kancelarija NBJ čiji je centar bio u Beogradu. Tako Narodnom bankom Crne Gore više nije upravljao Guverner kojeg je u prethodnom sistemu postavljao parlament RCG ili Vlada RCG, već direktor kojeg je imenovao Guverner NBJ u Beogradu. Novi monetarni sistem implicirao je još nekoliko promjena. Služba društvenog knjigovodstva prestala je da postoji, a platni promet je prešao u Zavod za obračun i plaćanja (ZOP), koji je funkcionisao u sastavu NBJ. Platni sistem, kao »nervni« sistem finansijskog sistema u SRJ, činilo je nekoliko subjekata: NBJ/ZOP, banke, pošta i dr. Pri tome, NBJ je upravljala žiro-računima ovih subjekata odnosno nosilaca platnog prometa, kao i sa žiro računima privrednih i drugih pravnih lica, računima za međusobna plaćanja. NBJ je vršila dnevni i periodični kliring obaveza po računima, upravljala računima za emitovanje novca, depozita i kredita. Uloga banaka i pošte bila je daleko manje značajna (primanje uplata i vršenje isplata po računima fizičkih lica i slični poslovi za fizička lica). Učesnik u platnom prometu (preduzeće, institucija i druga pravna lica, fizička osoba) moglo je imati samo jedan poslovni

⁶⁰ Krgovic, Ljubiša “*Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti, nedostaci i ekonomske implikacije*, Centralna Banka Crne Gore, Podgorica, str 10

račun.”⁶¹ U ovakvim uslovima u kojim je vođena monetarna politika SRJ bila su podložna svakojakim manipulacijama i prevarama. Već u prvim godinama svog postojanja, tačnije u periodu između 1992-1994 došlo je do hiperinflacije. Inflacija je strmoglavo rasla iz mjeseca u mjesec, što zbog sloma tržišta što zbog ratova u republikama bivše Jugoslavije što zbog sankcija koje su SRJ nametnule Ujedinjene Nacije. Na kraju 1993 godine inflacije je dostigla čak nevjerovatnih 3 508 091 786 746 %

1994. godine sprovedena je monetarna reforma. Uveden je superdinar i vezan je za njemačku marku u odnosu 1:1. Ovakva reforma imala je nalik uvođenja valutnog odbora u SRJ; ali reformom nije uvedeno institucionalno ograničenje emisije superdinara, što je osnovna karakteristika valutnog odbora. Monetarna reforma je smanjila inflaciju i donijela olakšanje od devastacione hiperinflacije. Kakogod, superdinar nije dobio veliko povjerenje javnosti već je narod nastavio da koristi njemačku marku DM te su se transakcije i štenje vršile u stranoj valuti. Posle svega nekoliko mjeseci od uvođenja superdinara i inicijalnog rasta u dinarskim depozitima ubrzo došlo do njihovog pada. Dakle, nezvanična dolarizacija je bila prisutna i u SRJ.

U oktobru 1999. godine službena vrijednost dinara naspram njemačke marke bila je 6:1 ali je na crnom tržištu dinar je vrednovan 15:1 što je više nego duplo slabije u odnosu na službeni kurs.

Zbog svih tih okolnosti koji su gore navedeni, još i početkom 1999. godine Vlada Crne Gore je počela da traži način za monetarno osamostaljenje Crne Gore. Monetarno osamostaljenje je pronađeno u vidu modela dolarizacije to jeste korišćenjem njemačke marke kao domaće nacionalne valute.

Dana 2. novembra 1999. godine, Crnogorska vlada je odlukom o upotrebi njemačke marke kao sredstva plaćanja radi zaštite ekonomskih interesa Crne Gore⁶² uvela dvovalutni sistem sa njemačkom markom i dinarom uz slobodno fluktuiranje dinara prema marki. Process dolarizacije sproveden je brzo i već 1. Januara 2001. godine jedino sredstvo plaćanja u Crnoj Gori postaje njemačka marka. Njemačka marka je zamijenjena eurom €. Euro je uveden je na osnovu Zakona o Centralnoj banci kao zamjena za njemačku marku koja je 2000. godine zamijenila dinar.

⁶¹Fabris, Nikola (2004), “*Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu Goru*“, Centralna Banka Crne Gore, Podgorica, str 27 i 28

⁶²SL.list RCgG, br. 41/99 i 22/00

Tokom 2000. i 2001. godine narodnom bankom upravljao je monetarni savjet sve do osnivanja CBCG – Centralne Banke Crne Gore.

Zaključak je da je Crne Gora ispunjavala sve predušlove za adaptaciju dolarizacije. Sa 620 000 stanovnika čini malu zemlju, u velikoj mjeri otvorena, u bliskoj prošlosti je doživjela hiperinflaciju i zavisi od spoljnotrgovinske razmjene sa Evropskom Unijom; dok prihoda od sinjoriže nisu ni postojali.

5.2 Monetarna politika u Crnoj Gori

Zvanično sredstvo plaćanja u Crnoj Gori je euro. Izdaje ga Evropska centralna banka, čije je sjedište u Frankfurtu. Uvođenjem eura (€) Crna Gora je izbjegla rizik sopstvene valute (valutni rizik), olakšala promet roba i usluga sa međunarodnom zajednicom i olakšala pristupe evropskim ekonomskim tokovima.

Centralna Banka Crne Gore je samostalna organizacija koja je utvrđena Ustavom, ima sjedište u Podgorici i predstavlja je Guverner. “U skladu sa novim Zakonom, Centralna banka je nezavisna u ostvarivanju ciljeva i izvršavanju utvrđenih funkcija. Centralna banka, članovi njenih organa i zaposleni u Centralnoj banci nezavisni su u izvršavanju funkcija i obavljanju poslova utvrđenih Zakonom (i drugim zakonima) i ne smiju primati, niti tražiti uputstva od državnih i drugih organa i organizacija ili drugih lica. Državni i drugi organi i organizacije i druga lica ne smiju vršiti uticaj na rad i odlučivanje članova organa Centralne banke.”⁶³ CBCG djeluje u skladu sa načelima slobodnog i otvorenog tržišta i slobodne konkurencije. Osnovni cilj CBCG je očuvanje stabilnosti finansijskog sistema i održavanje stabilnosti cijena.

CBCG nalazi se u atipičnoj situaciji jer je Crna Gora država sa zvanično dolarizovanom ekonomijom. CBCG nema mogućnost primarne emisije, kao ni mogućnost izdavanja vlastitih hartija od vrednosti, čime je praktično onemogućena i politika upravljanja rediskonotnom stopom. Jedini realni instrument predstavlja politika obavezne rezerve, dok posredno postoji mogućnost uticaja na visinu kamatne stope preko emisije treasury bills.⁶⁴

⁶³ Centralna Banka Crne Gore, “Monetarna politika”, http://www.cbmn.org/index.php?mn1=monetarna_politika&mn2=nezavisnost_cbcg

⁶⁴ Krgović, Ljubiša “Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti nedostaci i ekonomske implikacije” Centralna Banka Crne Gore

Shodno zakonu⁶⁵ o centralnoj banci CBCG vrši sljedeće funkcije:

- Statistička funkcija – proizvodnja i distribucija podataka
- Makroekonomske analize
- Savjetodavna funkcija u izradi nemonetarnih odluka koje imaju velike ekonomske posledice
- Obavezna rezerva
- Regulativa kapitalnih transakcija
- Prudenciona regulativa. Regulativa likvidnosti. LOLR (poslednje utočište)
- Kvalitetan partner u znanju ka međunarodnim finansijskim institucijama, stranim investitorima, rejting agencijama
- Finansijska stabilnost
- Distribucija novca u opticaju
- Povećanje ljudskog kapitala
- Supervizija platnog prometa
- Supervizija banaka
- Fiskalni agent i/ili savjetnik vlade i vladinih institucija

Sa eurom kao monetarnim uporištem, fiskalna politika predstavlja jedini instrument makroekonomskog menadžmenta. Fiskalna politika koju vodi Crna Gora je transparentna i jasna za javnost jer se ne može „zamagliti“ korišćenjem deviznog kursa.

Zakonom o Centralnoj banci Crne Gore⁶⁶ propisani su osnovni instrumenti monetarne politike Centralne banke Instrumenti monetarne politike CBCG su:

- *Operacije na otvorenom tržištu*
- *Kreditni za likvidnost*
- *Kreditor u krajnjoj instanci*
- *Obavezna rezerva*

⁶⁵ Sl. list RCG", br. 52/00, 53/00, 47/01

⁶⁶ Sl. list CG", br. 40/10, 46/10

U tabeli 13 prikazani su monetarni instrumenti CBCG i njihovi ciljevi:

Tabela 13. Monetarni instrumenti CBCG⁶⁷

Instrumenti monetarne politike	Posredan cilj	Osnovni cilj monetarne politike
Stopa obavezne rezerve	Ponuda novca	Cjenovna stabilnost, (kreditna aktivnost, likvidnost)
Kreditni za likvidnost	Likvidnost	Likvidnost bankarskog sektora /finansijska stabilnost
Kreditor u krajnjoj instanci	Likvidnost	Finansijska stabilnost
Operacije na otvorenom tržištu	Cijene i raspoloživost sredstava	Cjenovna stabilnost i finansijska stabilnost

Iako zakonski moguće CBCG nije sprovodio operacije na otvorenom tržištu jer bankarski sistem i makroekonomska stabilnost do sad nijesu zahtijevali aktiviranje ovog instrumenta.

Kreditni za redovnu likvidnost kao i zajmodavac u krajnjoj instanci su instrumenti kojima se garantuje likvidnost sistema. U slučajevima smanjenja likvidnosti, a sa ciljem očuvanja stabilnosti sistema CBCG može odobravati dnevne, noćne, 15 dnevne i u krajnjoj instanci šestomjesečne kredite (90 dana + 90 dana). Kao kreditor u krajnjoj instanci, na odobreni iznos finansijske pomoći Centralna banka naplaćuje kamatu po kamatnoj stopi Evropske centralne banke za glavne operacije refinansiranja, uvećanoj za 3 procentna poena. Ukoliko banka ne vrati pomoć u dogovorenom roku, Centralna banka će naplatiti kamatu u visini stope zakonske zatezne kamate.

⁶⁷ Više informacija može se naći na: Centralna banka Crne Gore, "Instrumenti monetarne politike", http://www.cbmn.org/index.php?mn1=monetarna_politika&mn2=instrumenti_monetarne_politike_cbcg

Obavezna rezerva je osnovni instrument CBCG, zbog dolarizacije, i utiče na likvidnost bankarskog sistema. Sa adekvatnim nivoom likvidnosti CBCG čuva stabilnost bankarskog sektora i povjerenje ljudi u bankarski sektor. Promjenom stope obvezne rezerve CBCG utiče na nivo kreditne aktivnosti banaka, a time i na proces multiplikacije novca. Promjenom stope obvezne rezerve može se uticati i na ročnu strukturu depozita. Stopa obvezne rezerve obračunava se po osnovici koju čine depoziti po viđenju i oročeni depoziti. “Stopa za obračun obvezne rezerve je 9,5% na dio osnovice koju čine depoziti po viđenju i depoziti ugovoreni sa ročnošću do jedne godine, odnosno do 365 dana i 8,5% na dio osnovice koju čine depoziti ugovoreni sa ročnošću preko jedne godine odnosno do 365 dana. Banke mogu obaveznu rezervu držati na računu obvezne rezerve u Crnoj Gori i/ili na računima CBCG u inostranstvu. Banka može do 35% obvezne rezerve držati u obliku državnih zapisa koje je emitovala Crna Gora. Obavezna rezerva se izdvaja u eurima, a CBCG na 15% izdvojene obavezne rezerve plaća bankama kamatu po godišnjoj kamatnoj stopi od 1%.”⁶⁸

Banka može koristiti do 50% obvezne rezerve za održavanje dnevne likvidnosti: ukoliko sredstva vrati istog dana ne plaća kamatu, a ukoliko ih ne vrati istog dana plaća kamatu po godišnjoj kamatnoj stopi od 12%.

⁶⁸ Centralna Banka Crne Gore, “*Instrumenti monetarne politike*” http://www.cb-mn.org/index.php?mn1=monetarna_politika&mn2=instrumenti_monetarne_politike_cbcg

5.3 Rezultat dolarizacije crnogorske ekonomije

Kao mala zemlja sa otvorenom ekonomijom, koja se u skorijoj prošlosti susretala sa hiperinflacijom, ispunjavala je većinu preduslova potrebnih za uspješno prihvatanje dolarizacije. U ovom poglavlju akcenat je stavljen na efekte dolarizacije na crnogorsku privredu. Već u inicijalnoj fazi dolarizacije Crna Gora je dobila na kredibilitetu i stabilnosti privrede.

Dolarizacija se pokazala veoma uspješnom kada je u pitanju obaranje inflacije. Dolarizacija i stabilizacija uslova poslovanja usljed pada inflacije povratile su povjerenje građana u monetarni sistem a samim tim i poboljšali ambijent za investicije.

5.3.1 Bruto domaći proizvod

U toku desetogodišnjeg perioda nakon dolarizacije došlo je do značajnog ekonomskog razvoja koji se odlikovao višestrukim rastom BDP-a. Već u samom početku, prilivi stranih investicija su višestruko rasle iz godine u godinu. 2008. godine Crna Gora je doživjela ekonomski bum usljed velikog priliva stranih investicija.

Grafik 4. Godišnja stopa rasta BDP-a u Crnoj Gori



Izvor: Trading Economics, (2013) <http://www.tradingeconomics.com/montenegro/gdp-growth-annual>

- Od 2000. do 2008. godine crnogorska ekonomija ostvaruje konstantan ekonomski rast koji rezultirara ekonomskim bumom 2008. godine. Takođe 2008. godine stopa inflacije raste na rekordnih 7.7% uslovljen spoljnim (eksternim) šokovima odnosno porastom cijena porizvoda koje Crna gora uvozi.
- Godine 2009. dolazi do pada sa rekordnih 10.7% na 6.9%.
- Naredne 2010. godine crnogorska ekonomija zapada u recesiju. Kao jedan od glavnih razloga, odnosno faktora bila je globalna ekonomska kriza koja je rezultirala drastičnim smanjivanje stranih direktnih investicija.

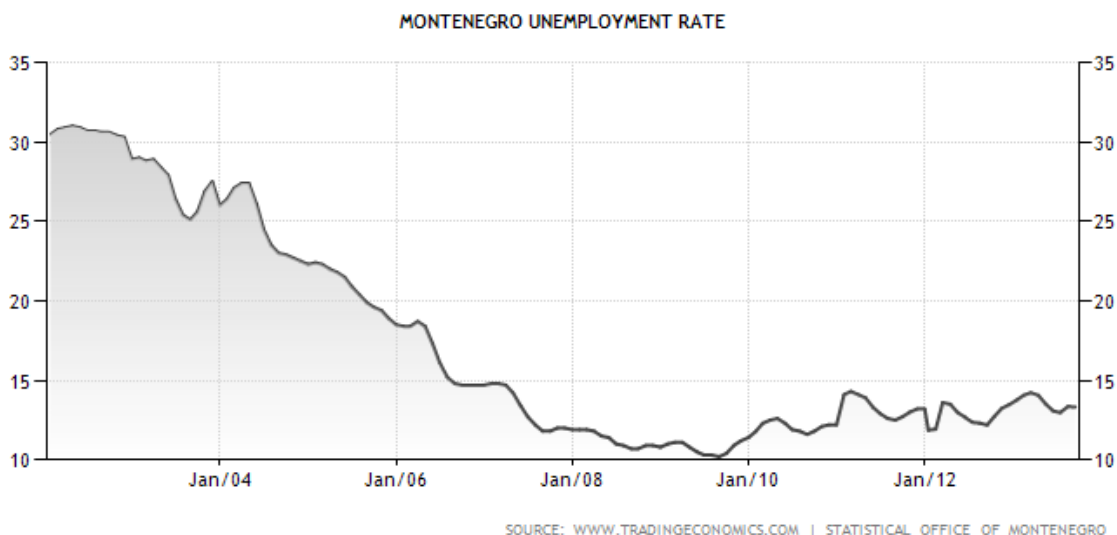
Po Međunarodnom Monetarnom Fondu (MMF) realni rast BDP-a za 2013. godinu iznosi 1.5 % dok za 2014. godinu se predviđa rast od 2.2 %.⁶⁹

⁶⁹ Internationaly Monetary Fund, “*Montengro and the IMF*”, (2013)
<http://www.imf.org/external/country/mne/index.htm>

5.3.2 Tržište rada

Crnogorska ekonomija je tokom devedesetih godina prošlog vijeka ostvarivala siromašne rezultate na tržištu rada čiji je glavni problem predstavljala prilično velika nezaposlenost. Međutim nakon dolarizacije situacija na crnogorskom tržištu rada značajno se promijenjalo. Na grafiku 3, prikazano je kretanje stope nezaposlenosti u periodu dolarizacije do danas.

Grafik 5. Stopa nezaposlenosti u Crnoj Gori u periodu od 2002. do 2013.



Izvor : Trading economics, (2013) <http://www.tradingeconomics.com/montenegro/unemployment-rate>

Nedugo nakon dolarizacije u Crnoj Gori dolazi do smanjivanja stope nezaposlenosti. U grafiku iznad se vidi da sve do polovine 2009. godine zaposlenost je rasla. Dolaskom globalne krize, čije posljedice nisu zaobišle crnogorsku privredu, stopa nezaposlenosti se povećava i takav trend ostvaruje od 2009 do danas sa blagim i povremenim izuzecima. Kada se uzme u obzir trend stope nezaposlenosti u poslednjih 15 godina, onda je efekat dolarizacije jasan i pozitivan.

Dolarizacija nije uticala sama na smanjivanje stope nezaposlenosti već je i napravljen bolji ekonomski ambijent u zemlji poput uklanjanja biznis barijera, smanjivanja sive ekonomije i projekata vlade u cilju podspješivanja veće zaposlenosti.

Numerički prikazano broj zaposlenih 2000. godine iznosio je **140762** da bi 2009 godine broj zaposlenih iznosio **174152** osobe, dok je za prethodnu godinu (2012) broj zaposlenih iznosio **166531**⁷⁰

Godina	2000	2009	2012
Broj zaposlenih	140 762	174 152	166 531

5.3.3 Fiskalna politika

Dolarizacijom svoje ekonomije Crna Gora se odrekla važnog makroekonomskog instrumenta – monetarne politike. U takvoj situaciji jedina makroekonomska poluga koja ostaje na raspolaganju je fiskalna politika.

Fiskalna politika predstavlja državnu politiku u vezi sa potrošnjom i porezima; jedna od ključnih poluga ekonomske politike, uz pomoć koje država može stimulatивно da utiče na privredni sistem. Fiskalna politika podizanjem ili smanjivanjem poreza direktno utiče na agregatnu tražnju. „Kao elemenat agregatne tražnje, država preko fiskalne politike može da ublaži privredne cikluse, podstičući brži oporavak privrede. Problemi koji mogu da se jave u fiskalnoj ekspanziji su veći trgovinski deficit i rast kamatnih stopa. Ove nuspojave, ako se jave, mogu da zasene antirecesione efekte koji su trebali da se ostvare uz pomoć fiskalne politike.”⁷¹ Koordinacija između monetarne i fiskalne politike je od krucijalne važnosti jer dobri ekonomski rezultati su ustvari plod njihove interakcije. Finansijsko tržište iziskuje disciplinovano vođenje monetarne i fiskalne politike zarad očuvanja stabilnosti finansijskog tržišta. Dolarizacija je nametnula obavezu razvijanje čvršće budžetske discipline.

Crna Gora je donošenjem novog Zakona o budžetu 2001. Godine krenula u sprovođenje striktno budžetske discipline. Ciljevi zakona baziraju se na smanjenje budžetskog deficita, smanjenje učešća javne potrošnje u BDP-u i poboljšanja strukture budžetskih prihoda i rashoda.⁷²

⁷⁰ Monstat, Zaposlenost-podaci, <http://www.monstat.org/cg/page.php?id=1164&pageid=23>

⁷¹ Živkov, Dejan, “*Potencijalni nedostaci stimulativne fiskalne politike*”, (2011) <http://www.vps.ns.ac.rs/SB/2011/6.11.pdf>

⁷² Budžetski deficit je situacija kada je razlika između javnih prihoda i rashoda negativan broj. Budžetski deficit se finansira pozajmljivanjem od stanovništva, privrede i inostranstva. Zaduživanje u inostranstvu vrši se preko prodaje hartija od vrijednosti poput obveznica i slično; takvo zaduživanje povećava javni dug.

Novim zakonom iz 2003. godine uveden je porez na dodatu vrijednost (PDV) i njim se poreski sistem usmjerava ka indirektnim porezima. PDV ostvaruje značajan procenat prihoda od poreza u budžetu države.

Postoje dvije vrse poreza⁷³

1. *Direktni porezi* – porez na dohodak, porez na dobit kompanija i doprinosi za socijalno osiguranje, državnim penzionim sistemima i naknade za nezaposlene.
2. *Indirektni porezi* – porez na dodatu vrijednost PDV; akcize na određenim proizvode poput nafte, cigareta i alkohola i sl.; i porez na imovinu kojeg nameću lokalne vlasti.

Ekonomisti su saglasni da se indirektnim plaćanjem stvara manji otpor u plaćanju poreza. “Razlog za okretanje ka indirektnim porezima leži i u potrebi da se smanji poresko opterećenje na rad i podstakne ponuda rada na crnogorskom tržištu rada, poveća priliv domaćih i stranih investicija, prenese dio sive ekonomije u zvanične kanale, poveća stopa zaposlenosti i daju podsticaji za dugoročni rast plata i zarada. Ovakav pristup u vođenju poreske politike odgovara strukturi crnogorske ekonomije koja je mala država i treba da bude otvorena i dozvoli veću mobilnost radne snage.”⁷⁴

Dalji procesa poreske reforme donio je reforme u plaćanju direktnih poreza. Postavljene su proporcionalne stope poreza i to:

- Stopa poreza na dohodak fizičkih lica koja je 2007. godine iznosila 15%. U 2009. godini smanjena je na 12%, dok od 2010. godine stopa poreza na dohodak fizičkih lica iznosi 9%;
- Stopa poreza na dobit preduzeća od 2006. godine iznosi 9%.

U tabeli 14, prikazano je fiskalno oporezivanje odnosno fiskalni prihod budžeta Crne Gore.

⁷³ Više detalja o porezima odnosno fiskalnoj politici možete naći u radu: Vukotić, V. *Makroekonomski računi i modeli*, poglavlje 8.

⁷⁴ Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore (2009), *Makroekonomski model Crne Gore (istraživanje sproveo Institut za strateške studije i projekcije)*, Podgorica, Komisija za hartije od vrijednosti, str. 24

Tabela 14. Fiskalni prihodi Crne Gore (u milionima €) u periodu od 2005. do 2012. godine.

Fiskalni prihodi	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Carine	40,3	53,9	65,4	69,2	46,2	48,8	43,7	29,0
PDV	193,3	273,1	393,3	439,8	370,6	364,1	399,8	361,9
Akcize	65,6	72,4	94,5	120,3	128,8	134,3	143,4	152,7
Porez na dobit	21,3	12,7	39,2	62,8	54,7	20,3	36,1	64,0
Porez na dohodak	85,4	93,2	108,1	142,0	120,6	114,0	106,9	107,6
Doprinosi	174,0	256,0	306,9	368,9	338,3	378,0	351,2	362,2
Porez na promet nepokretnosti	5,2	14,5	41,2	38,1	17,4	16,5	12,4	14,4
Porez na promet upotrebljivanih vozila, letilica i plovila	2,2	2,9	4,1	4,6	4,2	7,5	7,7	7,7
Porez na premije osiguranja	0,7	0,8	1,1	1,7	2,1	1,8	1,9	2,0
Administrativne takse	6,8	9,4	14,8	22,5	16,2	15,4	12,6	8,0
Sudske takse	1,6	6,0	8,6	7,8	6,8	6,2	3,9	3,5
Takse od opšteg interesa								4,5
Naknada za korišćenje prihodnih I dr. dobara I prava od opšteg interesa.	14,5	20,9	29,9	41,1	36,2	34,7	39,5	24,6
Ukupno	611,6	816,5	1.108,6	1.321	1.144,8	1.143,9	1.161,4	1.144,4

Izvor: Državni Trezor Ministarstva Finansija, Vlada Crne Gore

5.3.4 Inflacija

Inflacija je jedan od najboljih proizvoda dolarizovanja crnogorske ekonomije. Inflacija se brzo nakon uvođenja njemačke marke izjednačila sa inflacijom u sidro-zemlji – Njemačkom.

Nakon inicijalnog šoka u prvom kvartalu 2000. godine, inflacija je opala i cijene su imale stabilan godišnji nivo koji se kretao između 10% i 15%. Na grafiku 4, prikazano je kretanje inflacione stope za period 2001-2013. godine.

Grafik 6. Kretanje inflacione stope u Crnoj Gori od 2001. do 2013.



Izvor : Trading Economics, (2013), <http://www.tradingeconomics.com/montenegro/inflation-cpi>

- U inicijalnoj fazi uvođenja eura 2002. godine dolazi do porasta inflacije ali već nakon prvog kvartala iste godine i prilagođavanja cijena nastavlja se sa padom inflacije.
- 2003. godine godišnja stopa inflacije konstantno opada sa povremenim cjenovnim šokovima koji su izazvani uvođenjem PDV-a, kad je inflacija iznosila 6,2%. Od 2003. god. inflacija je u Crnoj Gori stabilna.
- U 2005. godini inflacija smanjena na 2,4%.
- 2006. godine stopa inflacije opada ispod 2,8% sve do cjenovnog šoka u 2007. god, kada inflacija iznosi 7,7%. Koji su uzvrok eksternih šokova
- Od 2009. godine stopa inflacija pada uzrokovana svjetskom ekonomskom krizom; spušta se čak na 0,2% u 2010. Godini.

Zvanična dolarizacija predstavlja “turning point” u daljem razvoju crnogorske ekonomije jer je omogućila niže transakcione troškove, jednostavnije trgovinske i investicione tokove, kao i vraćanje kredibiliteta u bankarski sistem dok se najviše uspješnom se pokazala u obaranju inflacije.

5.3.5 Razvoj tržišta kapitala

Tržište kapitala je dio finansijskog tržišta koji ekonomskim subjektima omogućava da investiraju. Dolarizacija je otvorila vrata i stvorila preduslove za razvoj tržišta kapitala. Veliki broj promjena je pratio privredu Crne Gore posle dolarizacije: masovna vaučerska privatizacija, osnivanje privatizacionih fondova, razvoj berzi i uopšte tržišta kapitala.

Kroz masovnu vaučersku privatizaciju (MVP) omogućeno je građanstvu da posredstvom vaučera ostvare udio u vlasništvu državnih kompanija. U vrijeme privatizacije tržište kapitala je obuhvatao dvije berze (Montenegroberza i Nex Montenegro berza) koje su napravile fuziju i formirale jedinstvenu crnogorsku berzu 10. avgusta 2010. godine.⁷⁵

Nakon što se process MVP završio 2002. godine dolazi do rapidnog razvijanja tržišta kapitala. U 2002. godini tržišna kapitalizacija je iznosila €84,9 miliona, dostižući u 2007. godini €4,8 milijardi ili 213,5% BDPa, odnosno €2,5 milijarde u oktobru 2008. god. ili oko 102% BDP-a.⁷⁶

Kretanja na tržištu kapitala u periodu od 2002. zaključno sa 2006. godinom, karakteriše rast broja transakcija, rast vrijednost realizovanog prometa i promjena udjela pojedinih vrsta tržišnog materijala u ukupno ostvarenom prometu, kao i promjena preferencija investitora. Najznajčaniji uticaj na razvoj domaćih berzi izvršilo je sprovođenje privatizacije, priliv stranih investicija i veće uključivanje investicionih fondova.⁷⁷

Rapidan razvoj tržišta kapitala usporen je dolaskom ekonomske krize 2009. godine. Od tada pa do danas trgovina na berzi je znatno smanjena u odnosu na period od sticanja nezavisnosti 2006 godine zaključno sa 2009. godinom. Ukupan promet na berzi za 2009. godine iznosi

⁷⁵ Montenegroberza AD, <http://www.montenegroberza.com/code/navigate.asp?Id=2>

⁷⁶ Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore (2009), *Makroekonomski model Crne Gore*, Montcarton d.o.o., Podgorica, str. 80

⁷⁷ Prof. Dr. Saša Popović. (2006), *Analiza finansijskog tržišta u Croj Gori*, Podgorica

405.810.185 eura, za 2010. Iznosi 51.079.606, za 2011. Promet je iznosio 58.973.636, a za 2012 promet je iznosio 32.669.370 eura.⁷⁸

5.3.6 Bankarski sistem.

Dolarizacijom ekonomije, javnost je ponovo počela vjerovati u bankarski sistem. Monetarne vlasti više nisu bile u mogućnosti da štampaju novac bez pokrića i da time ugrožavaju ekonomski sistem države. Povratak kredibiliteta u bankarski sistem doveo je: (Fabris 2006)

- velikih priliva novca u formi direktnih stranih investicija
- novac iz “slamarica” je opet bio u funkciji platnog prometa

Takođe brz oporavak turizma u Crnoj Gori doveo do direktnih stranih investicija koje su uticali na rast novčane mase. Porast dohodaka, kao i stranih direktnih investicija rezultovao je porastom depozita koji su u periodu od 2003-2008. godine porasli za približno 10 puta. U tabeli 15 prikazani su depoziti stanovništva od 2003. do 2012. godine.

Tabela 15. Depoziti stanovništva u Crnoj Gori u 000 000 Eura

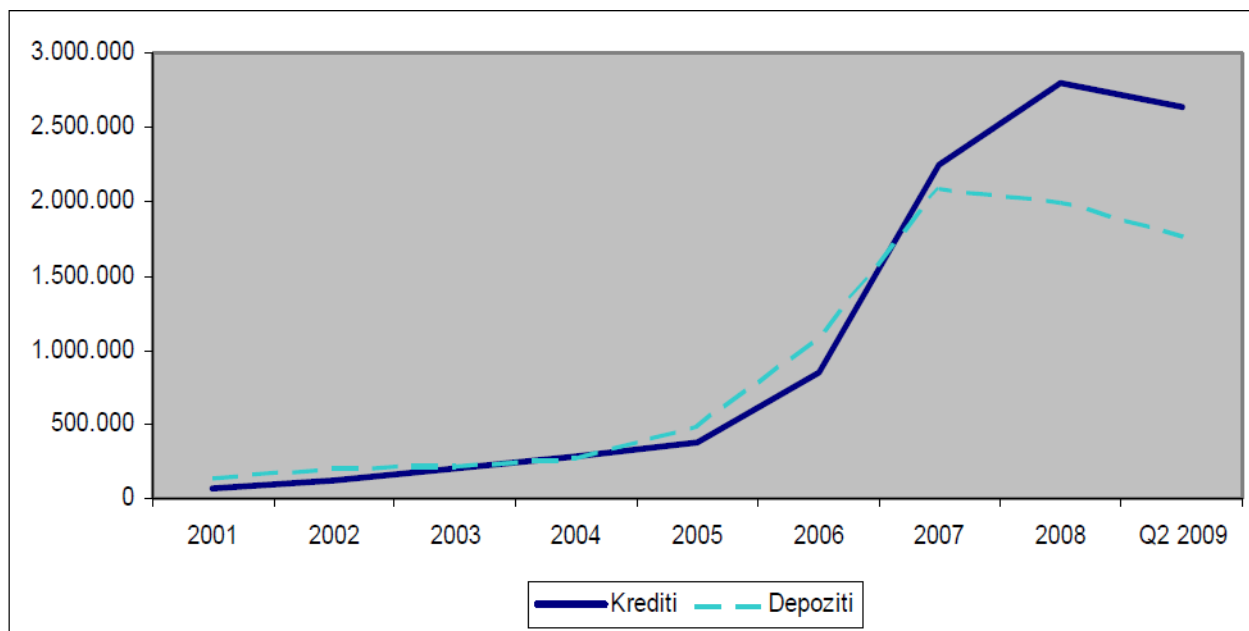
Godina	Ukupno
2003	377,70
2004	689,50
2005	1.471,50
2006	3.508,50
2007	9.524,00
2008	12.494,70
2009	9.430,20
2010	10.636,50
2011	11.919,10
2012	12.937,20

Izvor podataka: Centralna banka Crne Gore, podaci dostupni na: www.cb-cg.org

Takođe, krediti banaka pokazuju trend rasta. Ekspanzija kreditne aktivnosti dovela je do porasta za približno 14 puta od početka do kraja posmatranog perioda.

⁷⁸ Centralna banka Crne Gore, *Tržište novca i kapitala*, (2013), http://www.cb-mn.org/index.php?mn1=statistika&mn2=trziste_novca_i_kapitala

Grafik 7. Kretanje kredita i depozita u Crnoj Gori od 2000. do 2009. godine



Izvor: Centralna banka Crne Gore, podaci dostupni na: www.cb-cg.org

Dakle, od 2001. godine kreditna aktivnost banaka je u konstantnom porastu, a poseban trend rasta zabilježen je 2006. godine koji traje sve do trećeg kvartala 2008. godine; odnosno za vrijeme ekonomskog buma. Najveći korisnici kredita bila su privatna preduzeća i stanovništvo. Od 2009. godine crnogorska ekonomija zapada u recesiju a samim tim i kreditna aktivnost banaka.

Što se tiče uticaja dolarizacije na kamatne stope, može se reći da je efekat bio pozitivan. U periodu od 2000. do 2003. godine, kamatne stope u Crnoj Gori opale su za oko 50%⁷⁹. I danas su kamatne stope u Crnoj Gori znatno veće (oko 15%) nego u eurozoni (3-5%), a ni nema značajnijih tokova kapitala.

⁷⁹ Centralna banka Crne Gore, Godišnji izvještaje glavnog ekonomiste za 2003 i 2004 godinu. (2004) Više možete naći na: http://www.cb-cg.org/index.php?mn1=publikacije&mn2=godisnji_izvjestaj&mn3=godisnji_izvjestaj_glavnog_ekonomiste

5.4 Dolarizovana Crna Gora u ekonomskoj krizi

Najveći izazov za dolarizovane ekonomije predstavlja amortizacija udara ekonomske krize. Crnogorska ekonomija je pogođena svjetskom ekonomskom krizom 2009. godine. Krizi je prethodio snažan ekonomski rast u periodu od 2006-2008. godine. Prema Ministarstvu Finansija Crne Gore, period ekonomskog rasta karakterisao je veliki broj direktnih stranih investicija (u prosjeku iznad 20% BDP-a) i kreditni bum sa godišnjom stopom rasta od preko 100%.

Upotreba eura kao zvanične valute je tokom finansijske i ekonomske krize onemogućila korišćenje većine kvantitativnih instrumenata monetarne politike, ostavljajući stopu obavezne rezerve kao jedino sredstvo kojim se donekle može kontrolisati sekundarna emisija. S druge strane, upotreba eura omogućila je da ne dođe do rapidnog pogoršanja nivoa realnog dohodka u slučaju pretpostavljene ubrzane depresijacije lokalne valute što bi dodatno produbilo posljedice ekonomske krize u dugom roku, dok bi u kratkom roku podsticalo socijalne tenzije.⁸⁰

Ekonomska i finansijska kriza otkrila je mnoštvo strukturnih ranjivosti crnogorske privrede, koje su bile u sjenci snažnog ekonomskog rasta u periodu od 2006. do 2008. godine. Karakteristično za period između 2009. i 2011. godine je pad stranih direktnih investicija, negativan saldo javnih finansija, te rast nezaposlenosti. Domaća industrija je ostala relativno slaba. Globalna perspektiva je prilično pesimistična, kako u zemljama EU, tako i u velikom broju najvedih svjetskih ekonomija, što značajno utiče na međunarodnu trgovinu.⁸¹

Period od izbijanja ekonomske krize karakteriše visok budžetski deficit i rast javnog duga, kao rezultat anticiklične fiskalne politike i smanjenih javnih prihoda. Servisiranje javnog duga postaje sve skuplje, jer su kamate na međunarodnom finansijskom tržištu sve više. U takvim uslovima neophodna je fiskalna konsolidacija, odnosno prilagođavanje javnih rashoda mogućnostima. U uslovima dolarizovane i male ekonomije, kao što je crnogorska, i instrumenti za prilagođavanje i raspoloživa sredstva su u velikoj mjeri ograničeni. Stoga akcenat ekonomske politike u 2013. godini treba da bude na strukturnim reformama koje će promovisati rast i razvoj i kreirati stabilnost. Najvažnije mjere ekonomske politike treba da se odnose na fiskalnu

⁸⁰ Ministarstvo finansija Crne Gore (2010), „*Ekonomski i fiskalni program 2009-2012.godine*“, Podgorica

⁸¹ Ministarstvo finansija Crne Gore, (2013), „*Nacionalni plan razvoja 2013-2016. – Cna Gora*“, Podgorica

konsolidaciju, postupnu promjenu modela razvoja, restrukturiranje realnog sektora, unapređenje konkurentnosti crnogorske privrede, intenziviranje pregovora sa EU, nastavak privatizacije, donošenje sistemskih zakona u skladu sa najboljom međunarodnom praksom, nastavak deregulacije, otklanjanja biznis barijera i dr.⁸²

Oporavak javnih finansija od 2009. godine, kada je deficit iznosio 5,8%, još uvijek traje, usporen negativnim uticajem krize u eurozoni, strukturnim disbalansima i posljedicama ekstremnih vremenskih neprilika (poplave, snijeg i suše). Javna potrošnja smanjena sa 50% na 40% BDP-a, rezultirajući blagim padom deficita, teret javnog duga raste. Korišćenje javnog duga za finansiranje tekućeg deficita vodi usporavanju ekonomskog rasta u narednim godinama i, posljedično, generiše dalje negativne efekte po ukupno stanovništvo. Generator oporavka crnogorske ekonomije, u toku krize i u dugoročnoj perspektivi, je turizam koji kreira tražnju visoko iznad domade proizvodnje, uzrokuje visok robni deficit. I pored konstantnog suficita usluga, bilans tekućeg računa je od 20% u BDP-u. Strane direktne investicije ostaju na relativno visokom nivou (iznad 10% BDP-a), dok pad kreditne aktivnosti i posljedična nelikvidnost predstavljaju osnovnu prepreku rastu crnogorske ekonomije.⁸³ U tabeli 16 prikazani su ekonomski indikatori u period od 2009 do 2012 godine.

Tabela 16. Ekonomski indikatori od 2009. do 2012. godine

	2009	2010	2011	2012
Rast BDP	-5.7%	2.5%	3.2%	2.5%
Inflacija	3.6	0.7	3.1	3.9
Javni dug (% of BDP-a)	40.7	42.4	45.8	48.9
Stopa nezaposlenosti	13	12	11.5	12.5

Izvor: Global finance, *Montenegro country report*, <http://www.gfmag.com/gdp-data-country-reports/217-montenegro-gdp-country-report.html#axzz2oI3kEGbS>;

⁸² Centralna Banka Crne Gore, „Preporuke Vladi Crne Gore za ekonomsku politiku u 2013. godini”, Podgorica http://www.cb-mn.org/index.php?mn1=publikacije&mn2=preporuke_za_ekonomsku_politiku

⁸³ Ministarstvo finansija (2013), „Nacionalni plan razvoja 2013.-2016. – Cna Gora“, Podgorica. Str. 11 - 29

Za izazove koje stoje pred crnogorskom ekonomijom poput problema likvidnosti privrednog sektora i održivost državnog budžeta preduzeti su sljedeći koraci⁸⁴:

- mjere štednje u vidu smanjivanja javne potrošnje odnosno zarada u javnom sektoru,
- krizni porezi (porez na mobilne telefone, brojila za struju, brojila za vodu),
- povećanju PDV-a sa 17 na 19 %,
- smanjivanje sive ekonomije (obezbjeđenje kvalitetnije razmjene podataka, koordinaciju aktivnosti nadležnih organa, intenziviranje svih oblika inspeksijskih kontrola)
- Ostalo.

Stabilan poslovni ambijent i povoljna investiciona klima ključ su za razvoj ekonomije i od presudnog su značaja za proces tranzicije. Preporučuje se da se akcenat stavi na turizam kao jednog od najvećeg kontributura budžeta, promovisanje Crne Gore i pravljenje što boljeg ekonomosko-poslovnog ambijenta kako bi se nastavilo sa prilivom stranih direktnih investicija⁸⁵.

5.5 Kreditni rejting Crne Gore

Kreditni rejting je zajednički naziv za kriterije, odnosno mjerila na osnovu kojih se određuje sposobnost određene fizičke ili pravne osobe (dužnika) da vraća kredit, odnosno njena kreditna sposobnost, vjerovatnost da vjerovnik neće moći naplatiti svoja potraživanja na temelju izdatog kredita. Kreditni rejting uključuje kako formalne/konkretne kriterije temeljene na kreditnoj prošlosti neke osobe ili entiteta odnosno politička nestabilnost kada su u pitanju države. Kreditni rejting određuju specijalizovane agencije za kreditni rejting.

Standard & Poor agencija je ocjenjuje kreditni rizik od najboljeg **AAA** do najgoreg **D**. Kreditni rejting Crne Gore je **BB**-⁸⁶. Crna Gora u 2013 godini ima isti rejting kao Srbija i Makedonija; bolji od Albanije, Bosne i Hercegovine, Grčke, dok ima gori kreditni rejting od većine zapadno evropskih država. U tabeli 17 prikazan je kreditni rejting Standard & Poor's agencije za Crnu Goru i država u regionu. Preporuke Vladi Crne Gore za ekonomsku politiku u 2012. godini

⁸⁴ Ministarstvo finansija (2013), „*Nacionalni plan razvoja 2013.-2016.* – Cna Gora“, Podgorica. Str. 28

⁸⁵ Centralna banka Crne Gore, „*Preporuke Vladi Crne Gore za ekonomsku politiku u 2013. Godini*“, http://www.cb-mn.org/index.php?mn1=publikacije&mn2=preporuke_za_ekonomsku_politiku

⁸⁶ Standard & Poor's rating services, „*Sovereigns rating list*“, (2013), <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/eu/?subSectorCode=39&start=50&range=50>

Tabela 17. Kreditni rejting država u regionu

Država	Godina	Rejting
Crna Gora	2013	BB-
Albanija	2013	B+
Srbija	2013	BB-
Hrvatska	2013	BB+
BiH	2013	B
Bugarska	2013	BBB
Madjarska	2013	BB
Rumunija	2013	BB+
Slovenija	2013	A-
Grčka	2013	B-

Izvor: Standard & Poor's rating services, "Sovereigns rating services" (2013),
<http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/eu/?subSectorCode=39&start=50&range=50>

Slabiji kreditni rejting, po ocjeni „Standard and Poor's“-a posljedica je i nedovoljno dobre eksterne pozicije (prije svega se misli na platno-bilansnu poziciju) Crne Gore i ograničenih administrativnih kapaciteta, kao i nedostatka monetarne fleksibilnosti. U izvještaju pomenute kreditne rejting agencije navodi se i da je viđenje ekonomskog potencijala zemlje, ohrabreno izgledima za pristupanje Evropskoj uniji, što će uticati na jačinu rejtinga.⁸⁷

⁸⁷ Mihajlović, Ivona, "Ispravka saopštenja Ministarstva finansija povodom smanjenja kreditnog rejtinga od strane agencije Standard and Poor's objavljenog 13.06.2012." (2012) <http://www.mf.gov.me/rubrike/kreditni-rejting-crne-gore/114582/Ispravka-saopstenja-Ministarstva-finansija-povodom-smanjenja-kreditnog-rejtinga-od-strane-agencije-Standard-and-Poor-s-objavljen.html>

5.6 De-dolarizacija kao opcija?

De-dolarizacija⁸⁸ predstavlja izlaznu strategiju, gdje se dolarizovana zemlja želi odreći strane valute kao legalnog tendera, odnosno ukinuti dolarizaciju. Do sada jedini primjer zemlje koja je izvršila de-dolarizaciju je Liberija usljedsurovog građanskog rata. Iako neke zemlje, poput Paname, imaju historiju dolarizacije duže od jednog stoljeća, empirijskih primjera de-dolarizacije nema. Stoga, preovlađuje opšti stav da bi napuštanje dolarizacije donijelo više štetnog nego korisnog.

U stručnoj literaturi preovlađuje stanovište da dolarizacije ne pruža mogućnost napuštanja. Ovo direktno ukazuje na činjenicu da zemlja mora biti sigurna da li želi dolarizaciju i koja zemlja će biti nominalno sidro, odnosno čiju valutu će koristiti. Kod FED-a ili ECB-a greške prilikom vođenja monetarne politike su realnost, a posljedice grešaka su realnost i za dolarizovane zemlje. Kakogod, greške gore pomenutih centralnih banka su svako manje u odnosu na greške koje su pravile banke sada dolarizovanih zemalja.

Svakako da bi bilo poželjno da zemlja koja prihvati dolarizaciju ima i plan B odnosno izlaznu strategiju. Pojedini autori, poput Steve Hanke-a⁸⁹ ističu da je uvijek potrebno imati izlaznu strategiju za slučaj da centralne banke rezervne valute prave greške. Ona se sastoji u tome da se u slučaju gubljenja vrijednosti jedne valuteb zemlja može prebaciti na drugu stranu valutu. U slučaju unilateralne dolarizacije ova opcija je moguća, osim u slučaju ako se pristupi monetarnoj uniji sa zemljom koja emituje posmatranu valutu.

⁸⁸ De-dolarizacija ili dedolarizacija potiče od engleske riječu *dedollarize* što bi u slobodnom prevodu značilo odbaciti dolar odnosno suprotno od dolarizovati.

⁸⁹ Hanke, Steve H. (2010), *Exclusive interview with Steve Hanke*, http://www.blackelectorate.com/print_article.asp?ID=146

Argumenti koji govore o tome da bi napuštanje dolarizacije bilo štetno su⁹⁰:

- Veliki trošak. Zamjena valute bi donijela sljedeće troškove: provizija za zamjenu valute, troškova konverzija softvera, računovodstva i drugo.
- De-dolarizacija bi predstavljala radikalnu monetarnu reformu. S obzirom da dolarizacija stvara uslove stabilnosti nema potrebe za radikalnim monetarnim reformama,
- Narušavanje međunarodne reputacije u slučaju da se dedolarizacija protumači kao reakcija na ekonomske poteškoće
- Iskustvo nezvanično dolarizovanih zemalja je pokazalo da je i nakon uspostavljanja makroekonomske stabilnosti prisutan snažan histerezis efekat, što znači da bi u slučaju ukidanja dolarizacije dio transakcija nastavio da se obavlja u stranoj valuti i doprinio bi porastu sive ekonomije i sniženju fiskalnih prihoda;
- Loš signal investitorima. Vraćanje ka sopstvenoj valuti uticalo bi na investiture jer poslovanje sa čvstom valutom daje dodatno sigurnost.

Zaključak je da je teško izvesti dedolarizaciju kao ni da empirijskih primjera, sa izuzetkom Liberije, ne postoje. Možda u slučaju smanjenje nezvanične dolarizacije, jer lakše izvodljivo kada se zemlja okreće novom režimu monetarne politike poput targetiranja inflacije.

⁹⁰ Ivković, Ana, "Dolarizacija i mogućnosti dedolarizacije bankarskog sistema" (2011), Narodna banka Srbije. http://www.google.me/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCoQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ubs-asb.com%2FPortals%2F0%2FCasopis%2F2011%2F3_4%2FB03-04-2011-Ivkovic.pdf&ei=5RK4UsezGMGAywOJx4GwBg&usq=AFQjCNG2BNyZT2qOGtPpfX9rgymTBVp_Rg&bvm=bv.58187178.d.Yms

VI Dio

Zaključak

“Dolarizacija liči na situaciju u kojoj pojedinac ne jede da bi izgubio na težini. Ona je efikasna u kratkom roku, ali ukoliko se ne promijene životni stil (navike u ishrani, vježbanje) pojedinac će postati mršaviji, ali to ne znači da će biti i zdraviji.” Mann C., «Dollarization as Diet»

Dolarizacija podrazumijeva monetarni sistem u kome se kao legalno sredstvo plaćanja koristi strana valuta, odnosno kada domaći monetarni autoritet nema emisionu funkciju to jeste funkciju štampanja novca. Dolarizovanjem ekonomije država šalje signal da želi da stane na kraj vođenju loše monetarne politike. Sama dolarizacije nije garancija za ekonomski prosperitet već čvrsto opredjeljenje za nisku inflaciju, fiskalnu odgovornost i transparentost.

Trend globalizacije nameće nove standarde i dovodi do uvezivanja čitavog svijeta. Dolarizacija smanjuje transakcione troškove međunarodne razmjene i omogućava veću integraciju i lak pristup tržištu zemlje čija se valuta uvodi pod pretpostavkom da ukoliko nema posebnih carinskih i vancarinskih ograničenja. Takođe, globalizacija vodi i do sve manjeg broja valuta koje se koriste u svijetu. Do danas 32 zemlje su dolarizovane od čega je 16 nezavisno, 32 zemlje su u različitim valutnim unijama, 12 zemalja koristi valutni odbor, preko 40 zemalja vezuje devizni kurs svoje valute za vrijednost druge valute.

Zvaničnoj dolarizacije gotovo uvijek prethodi nezvanična dolarizacija.

Iz perspektive pojedinca, uvođenje strane valute bio bi samo tehnički problem zamjene domaće valute sa stranom, ali na mikro nivou to je suštinski problem zbog nemogućnosti uticaja na deviznu politiku koja utiče na sva privredna kretanja u zemlji. Kada nema mogućnosti uticaja na deviznu politiku gubi se fleksibilnost prilikom udara eksternih šokova, ali i mogućnost zamagljivanja budžetskog deficita putem primarne emisije. Svakako, zamagljivanje defica je nerijetko bio i razlog brzog porasta inflacije kao i barijera na putu veće fiskalne odgovornosti.

Razlozi zbog kojih se zemlja odluči na dolarizaciju su:

- ✓ *Loša iskustva s monetarnom politikom i vlastitim novcem u prethodnom razdoblju*
dugogodišnja inflacija koja je dovela do devalvacija, a one su smanjivale realnu vrijednost domaćeg novca.
- ✓ *Pritisak globalizacije*
- ✓ *Nestanak troškova konverzije*
- ✓ *Transparentnija monetarna politika i bolje očuvanje vrijednosti imovine*
- ✓ *Teorija optimalnog valutnog područja*

Crna Gora je imala sve navedene motive da se odrekne dinara i uvede stranu valutu kao legalni tender. Uprkos dostini skeptika, dolarizacija se pokazala kao pravilan potez koji je stabilizovao inflaciju, povećao depozite u bankama i doprinio kredibilitetu Crne Gore u inostranstvu.

Iskustva dolarizovanih zemalja su uglavnom pozitivna. Gotovo u svim zemljama, zvanična dolarizacija je doprinjela rapidnom spuštanju inflacije. El Salvador predstavlja specifičan primjer, jer dolarizacija nije došla kao odgovor na monetarnu nestabilnost. Na režim dolarizacije prešlo se sa režima valutnog odbora. Dolarizacija nije donijela očekivano ekonomsko poboljšanje ali je doprinijela poboljšanju i modernizaciji finansijskog i bankovnog sistema.

Cijena prihvatanja dolarizacije je gubljenje nezavisne monetarne politike. Funkcija emisije novca ne postoji, tako da centralna banka nije u mogućnosti da vrši funkciju zajmodavca u krajnjoj instanci. Centralna banka ne može da utiče na eventualne krize u finansijskom sistem kao ni da pokriva budžetski deficit iz primarne emisije. U takvoj situaciji posebna odgovornost je prebačena na fiskalnu politiku koja postaje jedina “prava” makroekonomska poluga tj. instrument makroekonomskog menadžmenta. Kao takva, fiskalna politika će morati da odigra dvostruku ulogu: da osigura dalju makroekonomsku stabilnost i unaprijedi ciljeve u oblasti društveno-ekonomskog razvoja zemlje. Glavna dužnost centralne banke postaje supervizija bankarskog sistema i savjetodavac vladi u donošenju odluka na makro nivou dok je jedini monetarni instrument koji ostaje centralnoj banki obavezna rezerva.

Zaključak je da je dolarizacija, malim i otvorenim privredama poput Crne Gore, znatno doprinijela u ostvarivanju dobrih preduslova za ekonomski prosperitet. Činjenica je da sama takva monetarna reforma ne garantuje uspjeh već omogućava povratak na pravilan ekonomski kurs gdje zemlja može ostvariti bolje ekonomske performanse. Sve zemlje koje su prihvatile dolarizaciji ili valutni odbor uživaju relativno nisku stopu inflacije. Svega 7% od svih deviznih kriza nastalo je u uslovima kada je zemlja primjenjivala režim fiksiranog deviznog kursa. Dok je skoro tri četvrtine istih nastalo u uslovima kada su zemlje primjenjivale središnje (intermedijarne) režime. (Fabris 2006) U novijoj istoriji nema primjera ukidanja dolarizacije, sa izuzetkom Liberije, te ona empirijski gledano postaje trajni valutni režim zemlje.

Literatura

1. Aguado, S. (2000), „*Transatlantic Perspectives on the Euro and the Dollar Dollarization and other Issues*“, University of Alcala, Spain.
2. Andrew Berg and Eduardo Borensztein (2000) „*Pros and Cons of Dollarization of Full Dollarization*“ IMF Working Paper 00/50.
3. Backe, P. i Wojcik C. (2002), “*Unilateral Euroisation: a Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries?*”
4. Baldwin, R., Wyplos C. (2006), “*The Economics of European Integration*”, McGraw-Hill education.
5. Beker, Emilia (2006), “*Devizno-kursni aranžmani – od ekstrema do “normale”*”, *Panoeconomicus*, 1, str, 31-49.
6. Bogetić, Željko (2000), “*Official Dollarization: Current Experiences and Issues*” *Cato Journal*, vol. 20, br. 2, 2000.
7. Bogetić, Željko, (1998), “*Valutni odbori u teoriji i praksi*”, Montenegropublic, Podgorica
8. Colombatto, Enrico “*The crisis of Europe’s centralized Federalism – Ambiguities of a harmonized Currency Union*”, University of Torino.
9. Cordeiro, J.L. (2002) „*Different Monetary Systems: Costs and Benefits to Whom?*“, Centro de Divulgacion del Conocimiento Economico, Caracas, Venezuela.
10. Davidson, Paul (2002) “*Dollarization, The Functions of a Central Bank and the Ecuadorian Economy*,” Quito, Central Bank of Ecuador.
11. De Grauwe, Paul (2000), “*Economics of Monetary Union*”, Oxford, New York, Oxford University Press.
12. Eduardo Levy Yayati and Frederico Sturzenegger (2003), “*Dollarization: debates and policy alternatives*” Massachusetts Institute of Technology.
13. Edwards, S. (2001) „*Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation*“, NBER Working paper, br. 8274, Cambridge.
14. Fabris, Nikola (2006), “*Centralno bankarstov u teoriji i praksi*”, Centralna Banka Crne Gore, Podgorica.

15. Fabris Nikola (2004) „*Ekonomaska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu goru*“, Podgorica.
16. Federal bank of Atlanta (2006), “*Official Dollarization and the Banking System in Ecuador and El Salvador*”, Economic Review.
17. Fischer, S. (1982), „*Seigniorage and the Case for a National Money*“, Journal of Political, Economy, 90.
18. Freitas, M. L. (2004) „*The Dynamics of Inflation and Currency Substitution in a Small Open Economy*“, Journal of International Money and Finance, 23 (2004).
19. Friedman, Milton; Friedman, Rose (1980), “*Free to Choose: A Personal Statement*”, San Diego, Harcourt.
20. Goldfajn I., and Olivares, G., “*Full dollarization: Case of Panama*” Pontificia Universidade Catolica – Rio De Janeiro.
21. Gomis-Porquiras, P., Serrano, C. (1997), “*Currency Substitution in Latin America: Lessons from 1990s*”, World Bank.
22. Gros, D. (2001), “*The Euro for the Balkans*”, Conference “*When is a National Currency Luxury*”, LSE and WIIW, London.
23. Hanke, Steve H. “*Reflections on Exchange Rate Regimes*”, Testimony before the International Financial Institutions Advisory Commission United States Congress.
24. Hanke, Steve H. (2002) „*On Dollarization and Currency Boards: Error and Deception*“ The Johns Hopkins University, Baltimore.
25. Hausmann, Ricardo; Powell, Andrew (1999), “*Dollarization: Issues of implementation*”
26. Jacome Luis, Lönnberg Ake (2010), “*Implementing Official Dollarization*”, IMF Working Paper, International Monetary Fund.
27. Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore (2009), “*Makroekonomski model Crne Gore*” Montcarton d.o.o., Podgorica
28. Krgovic, Ljubiša “*Eurizacija u Crnoj Gori: prednosti, nedostaci i ekonomske implikacije*”, Centralna Banka Crne Gore, Podgorica
29. Levy Yeyati, Eduardo, and Federic Sturzenegger (2001) “*Dollarization: A Primer.*”

30. Meyer, S. (2000) „*Dollarization: an Introduction*“, Presentation for the Friends of Global Interdependence Center.
31. Ministarstvo finansija Crne Gore (2010), „*Ekonomski i fiskalni program 2009-2012.godine*“, Podgorica, Ministarstvo finansija Crne Gore.
32. Ministarstvo finansija (2013), „*Nacionalni plan razvoja 2013-2016. – Cna Gora*“, Podgorica.
33. Mishkin, Frederic S. (2006), „*Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska trzista*“, Data status, Beograd.
34. Mishkin, Frederic S. (2010), „*Ekonomija novca, bankarstva i finansijskih tržišta*“, 2010, Mate d.o.o., Zagreb.
35. Monetary division of National bank of Slovakia- group of authors (2002), „*Open Questions of Monetary Integration*“, Biatec, vol.10, National Bank of Slovakia
36. Patricia Alvarez-Plata and Alicia Garcia-Herrero (2008) „*To Dollarize or De-dollarize: Consequences for Monetary Policy*“, DIW Berlin, Berlin, Germany.
37. Ponsot, J., (2002) „*Dollarization and Currency Boards as Instruments of Monetary Integration*“, Conference on Exchange Rates, Economic Integration and the International Economy, Ryerson University, Toronto, Canada.
38. Prof. Dr. Popović, Saša (2006), „*Analiza finansijskog tržišta u Croj Gori*“, Pogdgorica.
39. Prokopijevic, Miroslav (2009), „*Evropska Unija*“, JP Sluzbeni Glasnik, Beograd.
40. Savic, N. (1999) „*Valutni odbor, dolarizacija i eurizacija*“, Ekonomist, br 1-4, Beograd.
41. Schuler, K. (2002), „*Dollarization at the Intersection of Economics and Politics*“, Luncheon speech at the conference “Euro and Dollarization”, Fordham University Graduate School of Business, New York.
42. Službeni list Republike Crne Gore, (2010), *Zakon o Centralnoj banci Crne Gore*. Podgorica, Sl.list Crne Gore br. 40, 22 jul.
43. Službeni list Republike Crne Gore. (2000), *Odluka o imenovanju članova Monetarnog savjeta*, Podgorica, Sl. list RCG br. 41/99, 45/99 i 39/00.
44. Službeni list Republike Crne Gore. (2000), *a. Odluka o upotrebi njemačke marke kao sredstva plaćanja radi zaštite ekonomskih interesa Crne Gore*, Podgorica, Sl.list RCG br. 41/99 i 22/00.

45. Službeni list Republike Crne Gore. (2000), *b. Zakon o Centralnoj banci Crne Gore*, Podgorica, Sl. list RCG br. 52/00, 53/00, 47/01, 04/05.
46. Tomas Balino, Adam Bennett and Eduardo Borensztein, (1999), “*Monetary policy in dollarized economies*” Ocasional paper, No171, International Monetary Fund.
47. Tornell, A. and Velasco, A. (1995) “*Fiscal Discipline and choice of Exchange Rate Regime*”, European Economic Review, br. 39.
48. Viterbo, Annamaria (2007), “*Towards a stronger Euro: EMU enlargement and eurization (vs. dollarization)*”, Faculty of Law – University of Torino.
49. Vukotić, Veselin (2007), “*Makroekonomski računi i modeli*”, CID, Podgorica.
50. Winkler, Adalbert, Mazzafero Francesco (2004), „*Official Dollarization/Eurization: Motives, Features and Policy Implementations of Current Cases*“, Frankfurt am Main, European Central Bank.

Web sajтови:

<http://www.cb-mn.org/>

<http://www.economist.com/>

<http://www.economypedia.com/>

<http://www.kamatica.com/>

<http://www.tradingeconomics.com/>