



CENTRALNA BANKA
CRNE GORE

SEKTOR ZA STATISTIKU I ISTRAŽIVANJA

Radna studija 1

**EKONOMSKA POLITIKA U DOLARIZOVANIM
EKONOMIJAMA SA POSEBNIM OSVRTOM
NA CRNU GORU**

*dr Nikola Fabris, Glavni ekonomista
Danijela Vukajlović-Grba, pomoćnik direktora
Tanja Radunović
Jelena Janković*

Podgorica, 2004.

APSTRAKT

Puna dolarizacija je relativno rijedak fenomen, ali posljednjih godina ona privlači veliku pažnju o čemu svjedoči rastući broj radova posvećenih ovoj problematici, kao i rastući broj zemalja koje se odlučuju na ovaj korak. U radu se razmatraju prednosti i nedostaci dolarizacije, kako sa teorijskog aspekta, tako i na bazi iskustva drugih dolarizovanih zemalja.

Posebna pažnja je posvećena Crnoj Gori. Predmet analiziranja je istorijat monetarnog sistema u Crnoj Gori, faktori koji su opredjeljujuće utjecali na eurizaciju Crne Gore, kao i poređenje ekonomskih performansi. Na kraju rada su date konkretne preporuke u kojem smjeru voditi ekonomsku politiku u Crnoj Gori imajući u vidu relativno limitiran broj instrumenata koji stoje na raspolaganju. U radu se zaključuje da dolarizacija stvara preduslove za ubrzani ekonomski razvoj, ali da se ona nikako ne može tretirati kao supstitut za ekonomske reforme.

Ključne riječi: dolarizacija, ekonomska politika, Crna Gora, monetarni sistem.

JEL Codes: E40, E42, E52, G28.

Ovaj materijal izražava stavove autora. Ovi pogledi ne moraju nužno predstavljati stavove i politiku Centralne banke Crne Gore.

Sadržaj

ABSTRAKT	III
1. Uvod	9
2. Šta je to dolarizacija?	10
3. Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama	14
3.1. Prednosti dolarizacije	15
3.2. Nedostaci dolarizacije	17
3.3. Ekonomske performanse dolarizovanih zemalja	21
4. Istorijat monetarnog sistema u Crnoj Gori	24
4.1. Monetarni razvoj u periodu od 1945. do 1991. godine	24
4.2. Monetarne prilike u periodu od 1992. do 1999. godine	27
4.3. Stabilizacioni program iz 1994. godine	28
4.4. Uvođenje dolarizacije u Crnu Goru	30
5. Preporuke za ekonomsku politiku u Crnoj Gori	32
Literatura	37

SPISAK UPOTRIJEBLJENIH SKRAĆENICA

BDP - Bruto domaći proizvod

CBCG - Centralna banka Crne Gore

DEM - Njemačka marka

ECB - Evropska centralna banka

EMU - Evropska monetarna unija

EU - Evropska unija

FED - Sistem federalnih rezervi (u SAD)

Mlrd. - Milijarda

MMF - Međunarodni monetarni fond

NBJ - Narodna banka Jugoslavije

PUT - Privrede u tranziciji

SAD - Sjedinjene Američke Države

SDK - Služba društvenog knjigovodstva

SFRJ - Socijalistička federativna republika Jugoslavija

SRJ - Savezna republika Jugoslavija

SZS - Savezni zavod za statistiku

USD - Američki dolar

ZOP - Zavod za obračun i plaćanja

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»)

1. Uvod

Svaka valuta koja nema svoje zlatno pokriće povezana je sa većim ili manjim rizicima. U uslovima fluktuirajućih cijena zlata na svjetskim berzama ni povratak na zlatni standard ne bi zemlji garantovao stabilnost nacionalne valute. Poslije drugog svjetskog rata sa porastom broja nezavisnih država drastično je rastao i broj valuta. Veliki broj valuta zbog pogrešne ekonomske politike se pokazao lošim. U posljednjoj deceniji prisutan je obrnut trend - broj svjetskih valuta se smanjuje. Veliki broj ekonomista, naročito od pojave Evropske monetarne unije, smatra da postoje realni izgledi da se u budućnosti krećemo prema svijetu sa dva ili tri valutna bloka.

Pojam dolarizacije nije nov, ali od fenomena koji je “izašao iz mode”¹, dolarizacija u posljednjoj deceniji sve više postaje instrument ekonomske politike koji preporučuje sve veći broj ekonomista. Postavlja se pitanje kakve se opcije postavljaju pred male zemlje, kao što je Crna Gora. Da li prihvatiti unilateralnu dolarizaciju ili dolarizaciju u sklopu monetarne unije? Imajući u vidu da do prije nekoliko godina najveći blokovi, prije svega SAD i zemlje EU, nijesu bile spremne da dijele sinjoriž, faktički jedina opcija je bila unilateralna dolarizacija. Sa pojavom EMU pozicije SAD su ugrožene i potencijalnu opasnost predstavlja konverzija dolara u euro. Zbog međusobne konkurencije na globalnom nivou u budućnosti će rasti spremnost najvećih blokova na monetarnu uniju sa drugim zemljama.

Ovaj rad se sastoji iz četiri dijela. U prvom se teorijski definiše pojam dolarizacije, u drugom se razmatra ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama, njene prednosti i nedostaci, kao i neka iskustva dolarizovanih zemalja. Treći dio prikazuje evoluciju monetarnog sistema u Crnoj Gori i motive za dolarizaciju. Imajući u vidu da je Crna Gora sprovela zvaničnu dolarizaciju, tema četvrtog dijela rada je kako voditi ekonomsku politiku u takvim uslovima.

¹ U devetnaestom i početkom dvadesetog vijeka najveći broj zemalja je koristio tuđu valutu. Tada je preovladavao stav da nacionalna valuta i monetarna politika nijesu neophodni i da nemaju veći uticaj na privredni razvoj.

2. Šta je to dolarizacija?

Pod pojmom dolarizacije, odnosno eurizacije², podrazumijeva se nekoliko različitih 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. Nesumnjivo dvije najrasprostranjenije rezervne valute su dolar i euro. O rasprostranjenosti dolarizacije najbolje svjedoči podatak da se oko dvije trećine ukupne emisije dolara nalazi izvan SAD.³ Sredinom devedesetih Bundesbanka je procijenila da stranci drže oko 40% emitovane vrijednosti DEM.⁴

Pod zvaničnom dolarizacijom podrazumijeva se situacija da je strana valuta jedino legitimno platežno sredstvo⁵ i da ne postoji domaća valuta. Moguća je i opcija da se više stranih valuta koriste kao platežno sredstvo ali je ovo relativno rijetka situacija.⁶ U grupu zvanično dolarizovanih zemalja danas spada samo 16 nezavisnih država. Crna Gora takođe pripada kategoriji zvanično dolarizovanih zemalja.

Pod pojmom zvanična djelimična dolarizacija podrazumijeva se situacija u kojoj se kao legalno platežno sredstvo koriste i strana valuta i domaća valuta. Ovo je situacija koja je postojala u Crnoj Gori na početku monetarne reforme u trenutku uvođenja marke kao platežnog sredstva. Danas ovaj sistem koriste: Haiti, Bahami, Liberija, Laos, Kambodža i neke druge zemlje.

² U nastavku teksta autori neće koristiti pojam eurizacija, već samo dolarizacija imajući u vidu da je termin dolarizacija uobičajen za sve zemlje koje koriste stranu valutu kao platežno sredstvo nezavisno da li je u pitanju dolar ili neka druga valuta.

³ Aguado, S., 2000, «Transatlantic Perspectives on the Euro and the Dollar: Dollarization and other Issues», University of Alcalá, Spain

⁴ Schuler, K., 2000, «Basics of Dollarization», Joint Economic Committee Staff Report, USA.

⁵ U nekim zvanično dolarizovanim ekonomijama paralelno cirkuliše i domaća valuta, ali gotovo isključivo u obliku metalnih novčića male vrijednosti. Ovo je uglavnom posljedica relativno visokih transportnih troškova metalnih novčića.

⁶ Interesantan je podatak da su SAD do 1857. godine spadale u kategoriju «dolarizovanih ekonomija», s obzirom da se kao platežno sredstvo koristio strani novac.

Box 1. 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: Meyer, S., 2000. «Dollarization: an Introduction», Presentation for the Friends of Global Interdependence Center i 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.

Nezvanična dolarizacija se odnosi na situaciju kada se usljed odsustva povjerenja u domaću valutu koristi strana valuta kao sredstvo plaćanja, sredstvo obračuna ili sredstvo čuvanja vrijednosti⁷ u uslovima kada strana valuta nije zvanično platežno sredstvo. Precizno utvrđivanje u kojim je sve zemljama prisutna nezvanična dolarizacija nije moguće, s obzirom da je statistika ove vrste gotovo nemoguća, ali je ovaj oblik dolarizacije mnogo rasprostranjeniji u odnosu na zvaničnu dolarizaciju. Posredni način utvrđivanja realizuje se stavljanjem u odnos depozita u domaćoj valuti prema depozitima u stranoj valuti. Studija MMF-a iz sredine 90-ih godina pokazala je da bi se po ovoj metodologiji 52 zemlje mogle svrstati u ovu kategoriju.⁸

⁷ Kao sredstvo čuvanja vrijednosti mogu se koristiti: strane hartije od vrijednosti, depoziti u stranoj valuti u inostranstvu, depoziti u stranoj valuti u domaćem bankarskom sistemu ili držanje strane gotovine kao sredstva štednje (Savić, N., 1999, «Valutni odbor, dolarizacija i eurizacija», *Ekonomist*, br 1-4, Beograd).

⁸ Schuler, K., 2000, «Basics of Dollarization», *Joint Economic Committee Staff Report, USA*.

Ovakva situacija postojala je u Crnoj Gori prije monetarne reforme, a danas je prisutna u većini privreda u tranziciji i u većini zemalja u razvoju.

Box 2. Nezvanično dolarizovane zemlje

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

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.

Kao četvrta varijanta dolarizacije mogla bi se tretirati monetarna unija, odnosno situacija kada više zemalja koristi zajedničku valutu. Za sada je Evropska monetarna unija jedini pravi primjer⁹ ove vrste, iako postoje neke najave da bi u budućnosti monetarna unija mogla nastati i na Američkom kontinentu.

Gotovo sve zemlje koje su prihvatile ili punu dolarizaciju ili djelimičnu dolarizaciju prethodno su prošle kroz nezvaničnu dolarizaciju. Do nezvanične dolarizacije po pravilu dolazi poslije ili za vrijeme hiperinflatornih epizoda i/ili devalvacija (depresijacija), odnosno očekivanja njihove pojave. Po pravilu strana valuta prvo preuzima funkciju sredstva štednje, da bi se izbegli mogući gubici kao posljedica makroekonomske nestabilnosti, zatim strana valuta preuzima funkciju obračunske jedinice, prvo pri kupo-prodajnim transakcijama sa nekretninama i proizvodima veće vrijednosti, a potom se širi i na ostale proizvode, da bi na kraju strana valuta postala i platežno sredstvo. Dolarizacija u stvari predstavlja izraz racionalnog ponašanja pojedinaca, preduzeća i drugih koji teže da zaštite svoju imovinu od obezvrijeđivanja koje nastupa gotovo isključivo kao posljedica pogrešne ekonomske politike.

Zemlja primarne valute, valute koju koriste dolarizovane ekonomije, ostvaruje značajne koristi:

- prvo ona dobija sinjoriž (razliku između troškova štampanja novca i nominalne vrijednosti novca),

⁹ Određeni oblici monetarne unije postoje i u Africi u zoni Randa.

- u trgovini sa posmatranom zemljom nestaje rizik promjene deviznih kurseva,
- smanjuju se troškovi spoljnotrgovinskih transakcija, jer se ne plaća provizija za konverziju valute i sl,
- smanjuje se mogućnost za damping, naročito za valutni damping,
- eventualne greške u monetarnoj politici imaju manje posljedice jer se one šire na veći broj zemalja i tako im se smanjuje intenzitet,
- doprinosi međunarodnoj promociji zemlje i sticanju primata na svjetskom tržištu i dr.

Ozbiljan rizik sa kojim se može suočiti zemlja koja je emitovala primarnu valutu je opasnost da zemlja odluči da pređe na drugu valutu, na primjer umjesto dolara da počne da koristi euro. Ovakva masovnija pojava bi mogla stvoriti vrlo ozbiljne probleme.

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 sljedećom tabelom.

Tabela 1.

Učešće depozita u stranoj valuti¹⁰, 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

Iz tabele se jasno vidi da je u svim regionima, osim razvijenih zemalja, kontinuirano prisutan trend porasta dolarizacije.¹¹ To nameće zaključak da u značajnom dijelu svijeta, prije svega dijelu svijeta u razvoju, postoji nepovjerenje u domaću valutu, odnosno domaću monetarnu politiku i otvara pitanje šta bi se desilo kada bi pomenute zemlje prešle na zvaničnu dolarizaciju.

¹⁰ Tabela preuzeta iz Ostojić, D. 2003, «Dolarizacija», *Preduzetnička ekonomija*, Vol. III, 12/2003, Podgorica.

¹¹ Izuzetak su i Karibi, ali zbog svoje veličine, specifičnog geografskog položaja i djelatnosti kojom se bave ne ugrožavaju prijethodno iznijeti zaključak.

3. Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama

Veliki broj odredbi vezan za prava i obaveze članstva u MMF-u predviđa da svaka zemlja treba da ima svoju valutu. Međutim, u praksi sve zemlje su mogle da postanu punopravne članice MMF-a i ukoliko su koristile stranu valutu.¹²

Dolarizacija ima smisla ukoliko su ispunjeni sljedeći preduslovi:

- zemlja je relativno mala¹³ i u velikoj mjeri zavisna od spoljne trgovine,
- zemlja je u bliskoj prošlosti doživjela hiperinflaciju,
- prihodi od sinjoriža su relativno mali zbog široko prisutne neformalne dolarizacije i
- postoje devizne rezerve koje bi omogućile zamjenu nacionalne valute sa stranom.¹⁴

Dodatni kriterijum koji se u posljednje vrijeme sve više potencira odnosi se na bliske ekonomske odnose sa SAD (odnosno EU u slučaju eurizacije).

Sljedeća dilema može biti: ukoliko se zemlja opredijelila za dolarizaciju, koju stranu valutu da prihvati kao platežno sredstvo? Preporuka je da treba prihvatiti ili onu valutu koja je najrasprostranjenija u periodu nezvanične dolarizacije, s obzirom da ona kod stanovništva i privrede ima najviši kredibilitet, ili da u cilju smanjenja transakcionih troškova i uspostavljanja boljih ekonomskih veza treba prihvatiti onu konvertibilnu valutu u kojoj se obavlja većina spoljnotrgovinske razmjene. Najčešće oba ova kriterijuma sugerišu na istu valutu.

Pitanje koje se postavlja je, da li politici pune dolarizacije treba pristupiti na početku ili na kraju reformskog procesa. Prema mišljenju S. Meyera od odgovora na ovo pitanje suštinski je mnogo značajnije da se obezbijedi: sniženje fiskalnog deficita, jačanje bankarskog sistema i obezbijedjenje pune fleksibilnosti bankarskog sistema.¹⁵

¹² Gianviti, F., 2002, "Use of Foreign Currency under the Fund's Articles of Agreement", General Counsel, IMF.

¹³ Ukoliko isključimo posljednje dvije dolarizovane zemlje, Ekvador i El Salvador, ukupan broj stanovnika u ostalim zvanično dolarizovanim ekonomijama iznosi oko 20 miliona.

¹⁴ U radu se ne razmatra posebno teorija optimalne valutne zone (optimal currency area), jer autori prihvataju stav ekonomista koji smatraju da starija varijanta ove teorije nije primjenljiva, jer sa sprovedenom dolarizacijom zahtjevi koje ova teorija postavlja da bi se pristupilo dolarizaciji postaju endogene varijable.

¹⁵ Meyer, S., 2000. «Dollarization: an Introduction», Presentation for the Friends of Global Interdependence Center.

Iako u ekonomskoj teoriji postoji veliki stepen saglasnosti o prednostima i nedostacima dolarizacije, ipak ne postoji konsenzus o tome da li, i u kojim uslovima, treba preporučiti dolarizaciju kao instrument ekonomske politike.

Ranije ekonomske analize su sugerisale da su troškovi zvanične dolarizacije visoki. Međutim, u posljednjoj deceniji široko rasprostranjena neformalna dolarizacija, finansijske inovacije koje su smanjile racio gotovina – BDP i smanjenje inflacije u većini zemalja su smanjile potencijalne troškove dolarizacije.¹⁶ Evidentno je da puna dolarizacija nosi niz prednosti, ali i niz nedostataka. U sljedećoj tabeli sistematizovane su prednosti i nedostaci sa aspekta ekonomske politike pune dolarizacije.

Tabela 2.

Prednosti i nedostaci pune dolarizacije

Prednosti dolarizacije	Nedostaci dolarizacije
Obezbeđuje se niska stopa inflacije (bliska stopi inflacije u zemlji “rezervne valute”)	Gubitak deviznih rezervi
Ograničava se mogućnost zloupotrebe monetarne politike	Ne postoji mogućnost prilagođavanja nivoa deviznog kursa
Niže kamatne stope kao rezultat niske inflacije i odsustva rizika devalvacije	Ograničena je mogućnost vođenja nezavisne monetarne politike
Ubrzava razvoj domaćeg tržišta kapitala	Ne ostvaruje se emisiona dobit
Snižavaju se transakcioni troškovi u međunarodnim ekonomskim odnosima	Gubi se mogućnost korišćenja inflatornog poreza u vanrednim situacijama
Olakšava integraciju domaćih firmi u međunarodnu ekonomiju i utiče na porast priliva SDI	Ograničene mogućnosti centralne banke da koristi politiku zajmodavca u posljednjoj instanci
Utiče na porast spoljne trgovine	Jednokratni troškovi: konverzija valute, novi softveri, promjene u računovodstvu i sl.
Povećanje budžetske discipline	Povećan odliv valute u slučaju platnobilansnih problema
Eliminiše se valutni rizik	

3.1. Prednosti dolarizacije

Sve empirijske studije su nedvosmisleno ukazale da sa porastom dolarizacije opada stopa inflacije, naročito sa prelaskom na sistem pune dolarizacije. Pitanje kredibiliteta monetarne politike se više ne postavlja jer ponuda novca i politika deviznog kursa više nijesu pod kontrolom monetarnih i političkih vlasti. Istovremeno zvanična dolarizacija olakšava proces remonetizacije. Zvanična dolarizacija ostvaruje povoljne rezultate naročito ukoliko je prethodno sprovedeno više neuspješnih stabilizacionih programa.¹⁷

¹⁶ Bogetić, Ž., 2000, “Official Dollarization: Current Experiences and Issues”, *Cato Journal*, vol. 20, br. 2, 2000.

¹⁷ Calvo, G. i Carlos, V., 1992, «Currency Substitution in Developing Countries», *IMF Working Paper* 92/40.

Cijenovna arbitraža teži da izjednači cijene u okviru malih margina odstupanja sa cijenama zemlje koja je emitovala valutu. Stoga je 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. Međutim sve cijene se neće izjednačiti, a to se prije svega odnosi na cijene nerazmjernih proizvoda i usluga (koje će po pravilu brže rasti usljed ograničene konkurencije), kao i ukoliko postoje cijene koje su pod administrativnom kontrolom. Empirijska iskustva dolarizovanih ekonomija pokazuju da dolarizacija tek u dužem vremenskom periodu dovodi do izjednačavanja inflacije sa inflacijom zemlje čija se valuta koristi.

Kada su u pitanju kamatne stope obično postoji određeno odstupanje. Kao što G. Calvo ističe: naivno je očekivati da će zvanična dolarizacija dovesti do automatskog izjednačavanja cijena i kamata sa svjetskim jer problem kredibiliteta neće automatski nestati.¹⁸ Naime, kamatna stopa teži da se izjednači, ali ona se uvećava za rizik zemlje. U suprotnom strane banke i pojedinci bi ulagali u zemlju i povećana ponuda bi izjednačila visinu kamatnih stopa. Ukoliko je rizik zemlje veći utoliko će i razlika u kamatnim stopama biti viša. Prema mišljenju C. Mann-a 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.¹⁹ Mi bismo ovim argumentima dodali 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.

Prema mišljenju I. Goldfajna i G. Olivaresa²⁰ smanjenje kamatnih stopa u dolarizovanim ekonomijama može biti i rezultat liberalizacije finansijskog sistema prije nego posljedica same dolarizacije. U svakom slučaju ova dva efekta veoma je teško i razdvojiti.

Zvanično dolarizovane ekonomije koje su omogućile punu participaciju stranim finansijskim institucijama postale su visoko integrisane u velika i likvidna svjetska finansijska tržišta.²¹ Primjena pune dolarizacije može povećati efikasnost finansijskih tržišta kreirajući tržišta na dugi rok i bolje alociranje resursa nego drugi devizni režimi.

Smanjivanje domaćih kamatnih stopa može olakšati otplatu spoljnih i unutrašnjih dugova, zato što ukoliko se država zadužuje na domaćem finansijskom tržištu imaće niže troškove kao rezultat sniženja kamatnih stopa.

¹⁸ Calvo, G. i Carlos, V., 1992, «*Currency Substitution in Developing Countries*», *IMF Working Paper* 92/40.

¹⁹ Mann c., 1999. «*Dollarization as Diet*», *Institute for International Economics*, www.iie.com/publications/papers/mann0499.htm

²⁰ Ian Goldfajn and Gino Olivares, 2000, »*Is adopting Full Dollarization the solution? Looking at the evidence*« *Departamento de Economia Puc - Rio, Texto para Discussao*, br. 146.

²¹ Savić, N., 1999, «*Valutni odbor, dolarizacija i eurizacija*», *Ekonomist*, br 1-4, Beograd.

Dolarizacija utiče i na poboljšanje budžetske discipline. Vlada je sada svjesna da više ne postoji mogućnost primarne emisije iz koje bi se pokrio budžetski deficit i stoga se vode politike sa malim budžetskim deficitom ili politike uravnoteženog budžeta. Takođe se olakšava uvođenje tvrdog budžetskog ograničenja jer su ograničene mogućnosti subvencionisanja “propalih” državnih preduzeća i nelikvidnih banaka. Tornell i Velasco zastupaju stav da dolarizacija apriori ne obezbjeđuje čvrsto budžetsko ograničenje: »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.«²²

Rose je upotrebom ekonometrijskih modela (gravitacioni model), pokazao da dvije zemlje sa istom valutom trguju mnogo više (čak i do tri puta ²³), nego zemlje sa različitom valutom.

Uvođenje stabilne valute predstavlja dobar signal za strane investitore jer su im na određen način unaprijed garantovani stabilni uslovi poslovanja. Takođe, dolarizacija može značiti sniženje troškova spoljnog finansiranja za vladu preko sniženja valutnog rizika i rizika zemlje.

Uvođenje strane valute će, sa jedne strane, smanjiti špekulativne finansijske krize, jer lokalni investitori i špekulatni više neće moći da ih stvaraju jer je strana valuta povezana sa svim velikim svetskim berzama. Međutim, istovremeno ukoliko dolar bude predmet špekulativnih akcija “velikih igrača” utoliko će postojati mogućnost uvoza špekulativnih kriza.

Prema mišljenju Ž. Bogetića dolarizacija može uticati i na distribuciju dohotka u pozitivnom smislu. Naime, u inflatornim uslovima određene kategorije (mladi, bogati, biznismeni) su u stanju da bolje zaštite svoju imovinu od obezvrijeđivanja od drugih kategorija (penzioneri, siromašni i dr.), jer ono zahteva imovinu (često hartije od vrijednosti zahtijevaju minimalnu vrijednost koja može biti previsoka za određene kategorije) i znanje.²⁴ Dolarizacija faktički prekida ovakvu vrstu redistribucije.

3.2. Nedostaci dolarizacije

Prvi gubitak sa kojim se suočavaju dolarizovane ekonomije je gubitak deviznih rezervi s obzirom da se devizne rezerve moraju utrošiti da bi se zamijenile za nacionalnu valutu. Ukoliko je kao posljedica hiperinflacije obezvrijeđena novčana masa, to jest ukoliko je realna vrijednost novčane mase mala, tada će i gubitak deviznih rezervi biti mali. Takođe dolarizovane ekonomije gube mogućnost ostvarivanja emisione dobiti (sinjoriža) koji predstavlja razliku između troškova štampanja novca i njegove nominalne vrijednosti. Ovaj gubitak nije jednokratni, kao što se često misli, već pored jednokratnog stoka ima i karakter

²² Tornell, A. i Velasco, A, 1995, “Fiscal Discipline and choice of Exchange Rate Regime”, *European Economic Review*, br. 39.

²³ Rose, A. K., 2000, «One Money, One Market: the Effects of common currencies on trade», *Economic Policy*, vol. 15 (30).

²⁴ Bogetić, Ž., 2000, “Official Dollarization: Current Experiences and Issues”, *Cato Journal*, vol. 20, br. 2, 2000.

toka, jer u skladu sa rastom nominalnog društvenog proizvoda ili nekom drugom targetiranom veličinom zemlje kontinuirano vrše emisiju novca. Ponuda novca u dolarizovanim ekonomijama je egzogeno regulisana, u stvari nju određuje stanje u platnom bilansu zemlje.

Kao moguća kompenzacija za gubitak sinjoriža bila bi podjela emisione dobiti sa zemljom čija se valuta koristi. Ovu mogućnost trenutno koriste samo Lesoto i Namibija koje imaju sporazum sa Južnoafričkom republikom o podjeli emisione dobiti južnoafričkog randa. Iako su u prošlosti "velike sile" bile nezainteresovane da dijele sa drugim zemljama emisiju dobiti, pojava eura i pojačana međunarodna konkurencija tri najveća bloka u budućnosti će uticati na veću spremnost ovih zemalja da dijele emisiju dobiti. U skladu sa prijedlogom senatora Mack Connie-a SAD bi novim zvanično dolarizovanim zemljama ustupile do 85%²⁵ emisijom prihoda.²⁶ Sličnu ideju je iznio i R. Baro koji je smatrao da bi SAD trebalo da novodolarizovanim zemljama jednokratno zamijene nacionalnu valutu sa dolarima, pri čemu bi FED zadržao nacionalnu valutu kao kolateral za slučaj da zemlja riješi da ponovo uvede nacionalnu valutu.²⁷ Međutim, do sada SAD nijesu povukle nijedan korak u smjeru ovih prijedloga. Problem predstavlja činjenica da bi zemlja mogla riješiti da u budućnosti ponovo uvede nacionalnu valutu i čime bi se SAD suočile sa emisijom gubitkom. U takvim uslovima kolateral u vidu stare nacionalne valute, realno gledano, ne bi mnogo značio jer bi zemlja mogla da emituje potpuno novu valutu ili da je u potpunosti obezvrijedi devalvacijom.

U dolarizovanim ekonomijama gubi se mogućnost korišćenja monetarne politike i deviznog kursa kao instrumenata ekonomske politike. One nemaju svoje predstavnike u centralnoj banci zemlje čiju valutu koriste, niti mogućnost da utiču na njenu monetarnu politiku. Ograničenje mogućnosti vođenja nezavisne monetarne politike može predstavljati problem, naročito ukoliko su zemlje u različitim fazama ekonomskog ciklusa. Tako na primjer, ukoliko je zemlja koja je emitovala primarnu valutu ušla u fazu recesije ona će snižavati kamatnu stopu i voditi ekspanzivne politike, dok zemlja koja koristi stranu valutu može biti u fazi ekspanzije i zahtevati potpuno suprotne politike. Kreatori ekonomske politike imaju faktički samo na raspolaganju fiskalnu politiku koja ne može predstavljati adekvatan odgovor za sve vrste šokova. Međutim rastuća regionalizacija u svjetskim okvirima utiče na smanjenje nacionalnog suvereniteta u oblasti ekonomske politike, naročito kada su u pitanju male zemlje, pa po tom osnovu i smanjuje negativni efekat dolarizacije na nacionalni suverenitet u oblasti ekonomske politike.

Opasnost koja se može pojaviti u dolarizovanim ekonomijama je da su one podložne greškama u monetarnoj politici Amerike (ili druge zemlje čija se valuta koristi). Ova hipoteza je sasvim realna, ali greške u monetarnoj politici većine zemalja koje su prešle na sistem dolarizacije su bile mnogo veće, nego što će ih FED ikada napraviti u budućnosti. U cilju izbjegavanja ovakve opasnosti, S. Henke predlaže da u slučaju

²⁵ *Preostalih 15% bi se koristilo za pokriće troškova štampanja novca kao i za učešće u emisijom dobiti već dolarizovanih zemalja poput Paname.*

²⁶ *Meyer, S., 2000. «Dollarization: an Introduction», Presentation for the Friends of Global Interdependence Center.*

²⁷ *Baro, R., 1999, «Let the Dollar Reign from Seattle to Santiago», Wall Street Journal, 8 March 1999.*

dolarizacije uvijek treba imati izlaznu strategiju. Ona se sastoji u tome da se u slučaju gubljenja vrijednosti jedne valute zemlja može prebaciti na drugu stranu valutu. Ovakva opcija postoji uvek u slučajevima unilateralne dolarizacije osim ukoliko se pristupi monetarnoj uniji sa zemljom koja emituje posmatranu valutu.²⁸ U slučaju unilateralne dolarizacije zemlja zadržava dio monetarnog suvereniteta, dok ukoliko se dolarizacija sprovede preko monetarne unije sa SAD (ili drugom zemljom), u kojoj dolarizovana zemlja učestvuje samo u podjeli emisione dobiti, tada se monetarni suverenitet gubi u potpunosti.

U dolarizovanim ekonomijama ograničena je i mogućnost reagovanja na egzogene šokove jer se politika deviznog kursa više ne može koristiti kao instrument prilagođavanja.

U slučaju sistemskih problema u bankarskom sistemu u dolarizovanim ekonomijama ne postoji mogućnost da centralna banka preko novčane emisije obavlja funkciju zajmodavca u posljednjoj instanci. Ova mogućnost ostaje ukoliko je moguće obezbijediti sredstva iz drugih izvora. Backe i Wojcik sugerišu da u takvim uslovima rješenje može biti propisivanje visokih standarda likvidnosti,²⁹ ali oni istovremeno mogu značiti i povećanje troškova za bankarski sistem pa stoga i rast kamatnih stopa. Istovremeno sama dolarizacija smanjuje vjerovatnoću pojave sistemske krize u bankarskom sistemu zato što su depoziti u "čvrsto" valuti i zato što su u dolarizovanim ekonomijama u velikoj mjeri prisutne i strane banke.

Dolarizacija proizvodi jednokratne troškove. Oni se prije svega manifestuju kao troškovi konverzije valute, nužna prilagođavanja softvera, računovodstvenih sistema i sl. poslovanju u novoj valuti, bankarski sistem ostvaruje gubitak jer više ne ostvaruje prihod po osnovu konverzije valuta (međutim, ovo predstavlja istovremeno dobit za privredu i potrošače) i dr.

Gomis-Porquiras 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.³⁰ Iako autori ne daju objašnjenje ovog fenomena, smatramo da se on može vrlo jednostavno objasniti. Naime, nijedna centralna banka neće stajati po strani u slučaju većih bankarskih kriza, imajući u vidu lančani negativni efekat po cijelu privredu. Vrlo je vjerovatno da će kreditima iz primarne emisije pokušati da pomogne bankarskom sistemu, što će dovesti do manje ili veće stope inflacije koja će djelimično obezvrijediti depozite u nacionalnoj valuti i time smanjiti realni teret duga bankarskog sistema. Međutim kada su depoziti u stranoj valuti, kao posljedica inflacije došlo bi i do korekcije deviznog kursa tako da se realni teret bankarskog sektora ne bi smanjio. Obzirom

²⁸ Black Electorate, 2003, "Exclusive Interview with Economists Steve Hanke", www.blackelectorate.com/print_article.asp?ID=146.

²⁹ Backe, P. i Wojcik C., 2002, «Unilateral Euroisation: a Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries?»

³⁰ Gomis-Porquiras, P., Serrano, C., Somuano, A., "Currency Substitution in Latin America: Lessons from 1990s", World Bank, 1997.

da inflacija i devalvacija ne mogu obezvrijediti bankarske depozite, MMF sugerira da je u dolarizovanim ekonomijama od velikog značaja da se kontroliše da banke ne odobravaju kredite onim zajmoprimcima koji neće biti u stanju da u roku vrate kredit.³¹

Backe i Wojcik upozoravaju i na neke moguće efekte koji se u teoriji dolarizacije često previdaju. Tokom početnih faza dolarizacije vrlo je vjerovatan skok cijena i plata. Imajući u vidu visoku elastičnost tražnje za uslugama rast plata može povećati tražnju, prije svega nerazmijenljivih usluga, što može voditi brзом rastu cijena u tim sektorima. Ovaj efekat može uticati na smanjenje konkurentnosti zemlje, bar u kratkom roku, a ako dođe do realokacije resursa ili pritiska za rastom plata i u drugim sektorima, onda i u dugom roku.³²

Opasnost može predstavljati situacija nekonkurentne domaće proizvodnje. Ovaj problem se ne mora javiti isključivo kao posljedica neefikasne privrede, već i kao posljedica rasta plata u cilju izjednačavanja sa platama zemlje rezervne valute, kao i posljedica situacije da rezervna valuta postaje potcijenjena. U takvim uslovima više ne postoji devalvacija kao instrument poboljšanja konkurentnosti, već kao alternative ostaju sniženje nadnica i cijena proizvoda. Iskustvo pokazuje da do sniženja nadnica i cijena dolazi samo preko ekonomske recesije, jer su rigidnosti nadnica i cijena u većini zemalja vrlo visoke.³³

Potencijalnu opasnost bi mogao predstavljati zahtjev zemlje koja je emitovala valutu da se zabrani njena upotreba u drugoj zemlji. Prema mišljenju MMF-a, odbijanje ovakvog zahteva bi predstavljalo kršenje međunarodnog prava.³⁴ U stvarnosti ovakvo pitanje se nikada nije ni postavljalo iz dva osnovna razloga: zbog sinjoriža ili zbog činjenice da je zemlja koja koristi stranu valutu toliko mala da ne može značajnije uticati na monetarnu politiku zemlje koja je emitovala valutu. Malo je vjerovatno je da će se ovakvo pitanje pojaviti i u budućnosti, međutim ovakva vjerovatnoća se ne bi smjela i teorijski isključiti. Naime, upotreba strane valute smanjuje ponudu novca, tako da je neophodna dodatna emisija. Ukoliko bi dolarizovana zemlja riješila da u budućnosti uvede sopstvenu valutu ili drugu stranu valutu, onda bi se velika količina novca vratila u zemlju koja ga je emitovala i mogla bi stvoriti ozbiljne potrebe u monetarnoj politici.

Treba istaći i da kritičari dolarizacije smatraju da je dolarizacija prihvatljiva kao trajni režim za male privrede (manje od milion stanovika, primjedba autora) i privremeni instrument za velike privrede gdje je monetarna politika ispuštena iz kontrole i djeluje destabilizirajuće.³⁵

³¹ Balino, T. i dr., 1999, «Monetary Policy in Dollarized Economies», *Occasional Paper*, br. 171, *Međunarodni monetarni fond*.

³² Backe, P. i Wojcik C., 2002, «Unilateral Euroisation: a Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries?»

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

³⁴ Gianviti, F., 2002, «Use of Foreign Currency under the Fund's Articles of Agreement», *General Counsel, IMF*.

³⁵ 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*.

3.3. Ekonomske performanse dolarizovanih zemalja

Efekte dolarizacije na ekonomske performanse zemlje je jako teško utvrditi s obzirom da, sa jedne strane, jako mali broj zemalja ima statistički značajnu istoriju dolarizacije³⁶, i sa druge strane, većina dolarizovanih zemalja su jako male zemlje specifične i po svom geografskom položaju i po strukturi svoje ekonomske aktivnosti. Sljedeća tabela prikazuje izabrane performanse nezavisnih dolarizovanih zemalja.

Tabela 3.
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	USD	2000
Salvador	6 100 000	12,2	USD, Colon	2001
Ekvador	12 400 000	18,7	USD	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	USD	1944
Mikronezija	120 000	0,2	USD	1944
Monako	32 000	0,8	Euro	1865
Nauru	10 000	0,1	Australijski dolar	1914
Palau	17 000	0,2	USD	1944
Panama	2 700 000	8,7	USD, sopstveni kovani novac	1904
San Marino	26 000	0,1	Euro, sopstveni kovani novac	1897
Tuvalu	11 000	n.a.	Australijski dolar, sopstveni kovani novac	1892
Vatikan	1 000	n.a.	Euro, sopstveni kovani novac	1929

Iskustva velikog broja zemalja su pokazala da drastična monetarna reforma (dolarizacija je samo jedna od varijanti) po pravilu ima uspeha, bar u inicijalnim fazama. To je nesumnjivo potvrdio: valutni odbor u Bugarskoj i Bosni, Avramovićev program u Srbiji, monetarna reforma u Argentini (u prvim fazama), uvođenje nove valute u Brazilu, stabilizacioni program u Izraelu, dolarizacija u Panami i mnogi drugi.

Dolarizovane zemlje imaju u prosjeku veći BDP per capita od zemalja koje imaju sopstvenu valutu. Dvanaest dolarizovanih zemalja spada u grupu četrdeset najbogatijih zemalja svijeta, a samo pet dolarizovanih zemalja ima BDP per capita manji od 1 500 USD. Sljedeća tabela potvrđuje ove podatke.

³⁶ Trenutno je samo 16 nezavisnih država dolarizovano.

Tabela 4.
BDP per capita u dolarizovanim ekonomijama i zemljama sa sopstvenom valutom

	Prosečna vrednost	Medijana
Svjeta (sve zemlje i jurisdikcije, ukupno 228)	8800	4780
Zemlje sa sopstvenom valutom (sve zemlje i jurisdikcije, ukupno 182)	8200	4200
Dolarizovane zemlje (sve zemlje i jurisdikcije, ukupno 46) ³⁷	11120	8850
<i>Nezavisne dolarizovane zemlje</i>	9400	4500
<i>Zavisne dolarizovane zemlje</i>	12340	11150

Izvor: 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

Do nešto drugačijeg zaključka je došao S. Edwards i on ističe da dolarizovane ekonomije imaju znatno niže stope inflacije, niže stope rasta BDP i slične fiskalne performanse sa zemljama koje imaju sopstvenu valutu. Edwards ne daje nikakav definitivni zaključak po pitanju dolarizacije, osim što sugerira da bi nesumnjivo dolarizacija nosila više troškove od koristi u slučaju velikih zemalja koje imaju promjenljive odnose razmjene, koje nisu u velikoj mjeri integrisane u međunarodnu ekonomiju i u kojima finansijski sektor posluje uglavnom u domaćoj valuti.³⁸ Međutim, imajući u vidu relativno mali uzorak, njegovu specifičnost kao i odsustvo dovoljnog broja pouzdanih podataka (što ističe i Edwards), teško je ove zaključke prihvatiti kao opšte prihvatljive teorijske postulate. Međutim, sigurno validan zaključak koji proizilazi iz ovog istraživanja je da dolarizacija nije aranžman koji sam po sebi garantuje ekonomski prosperitet.

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. Ali 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 nemogućnošću ovih zemalja da se prilagođavaju spoljnim poremećajima kao što su šokovi izazvani tokovima kapitala i trgovine.³⁹

Jedan broj dolarizovanih ekonomija ima relativno loše ekonomske performanse. Ovo se prije svega može objasniti činjenicom da se ova grupa zemalja odlučivala za dolarizaciju kao posljedica dubokih recesija, hiperinflatornih epizoda, makroekonomske nestabilnosti i sl. Stoga je nerealno očekivati da dolarizacija sama po sebi može da dovede do brzog privrednog rasta. Ona može da stvori samo jedan preduslov, a to su stabilni uslovi privređivanja.

³⁷ Isključeni su Pitcairn, Cocos Ostrva, Vatikan, Uskršnja i Nofroška ostrva.

³⁸ Edwards, S., 2001, «Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation», NBER Working paper, br. 8274, Cambridge.

³⁹ S. Edwards i I. Magendozo, «Dollarization, Inflation and Growth», NBER Working Paper No. 8671; Decembar 2001.

Većina dolarizovanih zemalja ima platnobilansne probleme. Prema analizi Evropske centralne banke, od 50 zemalja sa najvećim spoljnotrgovinskim deficitom, dvadeset pet zemalja su dolarizovane.⁴⁰ Ovakav zaključak nije nimalo iznenađujući s obzirom da se politika deviznog kursa ne može koristiti za smanjivanje uvoza, a da sa druge strane korišćenje strane konvertibilne valute smanjuje transakcione troškove i pojeftinjuje uvoz.

Backe i Wojcik smatraju da unilateralna eurizacija može stimulisati ubrzanje ekonomskog rasta, ali da rast po tom osnovu nije održiv ni u srednjem ni u dugom roku. Oni zaključuju da unilateralna eurizacija nije magična formula koja bi ubrzala izjednačavanje BDP per capita u zemljama kandidatima za prijem u EU sa prosjekom EU.⁴¹

Sa uvođenjem dolarizacije jedan broj zemalja je ukinuo centralne banke smatrajući da gubljenje funkcije emisije institucije u potpunosti poništava svaku potrebu za njihovim daljim egzistiranjem. U jednom broju zemalja ovo rješenje se pokazalo vrlo lošim, jer se izgubio efikasan sistem kontrole bankarskog sistema, iako postoji mogućnost osnivanja specijalizovanih agencija.⁴²

Dolarizovane zemlje po pravilu imaju značajne prihode od turizma. Na listi petnaest prvih turističkih zemalja (po broju ostvarenih noćenja u procentima od ukupnog broja stanovništva) deset su dolarizovane zemlje.⁴³ Ovaj podatak na prvi pogled može izgledati beznačajan, ali je suštinski vrlo značajan imajući u vidu da većina dolarizovanih zemalja ima značajne deficite u spoljnotrgovinskom bilansu, tako da je turizam vrlo značajan izvor prihoda koji faktički spriječava odliv valute iz zemlje.

Istraživanje Mazzafera je pokazalo da prihvatanje dolarizacije povećava vjerovatnoću primanja strane pomoći od zemlje čija se valuta koristi. Analizom donatorskih sredstava 7 najrazvijenijih zemalja u periodu 1981 – 2000, ustanovio je da od 179 zemalja u razvoju koje su primile stranu pomoć samo 65 zemalja je više od 20% ukupne pomoći primilo od jedne zemlje. Od pomenutih 65 zemalja, 32 slučaja su se odnosila na pomoć od strane zemlje čija se valuta koristi.⁴⁴

⁴⁰ 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*

⁴¹ Backe, P. i Wojcik C., 2002, «Unilateral Euroisation: a Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries?»

⁴² Bergsten, F., 1999, «Alternative Exchange Rate Systems and Reform of International Financial Architecture», *Testimony before the Committee on Banking and Financial Services, United States House of Representatives.*

⁴³ 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.*

⁴⁴ Rose, A. K., 2000, «One Money, One Market: the Effects of common currencies on trade», *Economic Policy, vol. 15 (30).*

Iskustvo većine Latinoameričkih privreda je pokazalo da je dolarizacija povezana sa histerezis efektom, to jest da kada se u inflatornim uslovima dio domaće valute zamijeni sa stranom valutom, po prestanku inflacije ne dolazi do istiskivanja strane valute i preuzimanja primata domaće valute.⁴⁵ Jedan od razloga ovome može biti i to što kada se jednom plate troškovi prilagođavanja i kada se poslovanje prilagodi na ovakav vid funkcionisanja monetarnog sistema, privredni subjekti nisu spremni da plaćaju ponovno prilagođavanje na sistem kojem se uvijek može desiti da neka nova nestabilnost izazove novu krizu.⁴⁶

Izlazne strategije iz zvanične dolarizacije su relativno rijetke. One su bile česte kao rezultat sticanja nezavisnosti kolonija u daljoj prošlosti, a jedini primjer u novijoj istoriji predstavlja Liberija u kojoj je dedolarizacija nastala kao posljedica smanjenja količine novca u opticaju, građanskog rata i visokog budžetskog deficita. U odsustvu empirije, teško je zaključiti šta bi se desilo sa ekonomskim performansama zemlje koja bi se opredijelila za ovakvu strategiju. Dedolarizacije u nezvanično dolarizovanim zemljama su bile mnogo češće. Bilo da su bile u formi dobrovoljne (na primjer znatno više kamatne stope za depozite u domaćoj valuti) ili prinudne (prinudnu konverziju depozita u stranoj valuti u domaću valutu su izvršile Bolivija, Meksiko, Peru i dr.), one su po pravilu davale loše rezultate.⁴⁷

4. Istorijat monetarnog sistema u Crnoj Gori⁴⁸

4.1. Monetarni razvoj u periodu od 1945. do 1991. godine

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.

⁴⁵ Gomis-Porquiras, P., Serrano, C., Somuano, A., 1997, "Currency Substitution in Latin America: Lessons from 1990s", World Bank, 1997.

⁴⁶ George M. von Furstenberg, 2000, Dollarization : Needed Monetary Reconditioning or Expropriation, <http://php.indiana.edu/~cvonfurst/G89916.pdf>.

⁴⁷ Za više detalja videti Calvo, G. i Carlos, V., 1992, «Currency Substitution in Developing Countries», IMF Working Paper 92/40.

⁴⁸ Analiza monetarnog sistema Crne Gore prije uvođenja dolarizacije u velikoj mjeri je bazirana na radu Bogetić, Ž. i Hanke S., 1999, »Projekat valutnog odbora za Crnu Goru – Crnogorska marka«, Radio Antena M i Mermont, Podgorica.

Novim Ustavom SFRJ iz 1974. godine republike članice dobile su veći nivo prava i ingerencija u odlučivanju o finansijskim i ekonomskim pitanjima.⁴⁹ Decentralizacija je ostavila duboke tragove u političkom, socijalnom, a naročito ekonomskom životu bivše SFRJ. Vodeći sve samostaliju ekonomsku politiku i vršeći proboje u monetarnom sistemu, republike članice SFRJ onemogućavale su jedinstveno i konzistentno vođenje monetarne politike na nivou federacije. Nagomilani dugovi prema inostranstvu, loše korišćenje inostranih kredita i njihova birokratska alokacija (kao i u slučaju domaćih izvora sredstava), rezultirala je periodičnim devalvacijama i gubicima na deviznim kursevima, odnosno kumuliranjem gubitaka u Narodnoj banci Jugoslavije. Naime, NBJ je imala politiku preuzimanja deviznog rizika od bankarskog sistema, koji je bio u društvenom vlasništvu i to najčešće onih preduzeća (koja su takođe bila u društvenom, a ne privatnom vlasništvu) koja je i kreditirao. Druga važna karakteristika bankarskog sistema bilo je direktno alociranje kredita, umjesto profitabilnog alociranja, uz istovremenu politiku mekog budžetskog ograničenja za sve društvene banke i preduzeća. Pogrešno alocirani krediti doveli su mnoge banke u krizu nelikvidnosti i nesolventnosti, a privredu usmjerili na međusobno kreditiranje. Ono je, u nedostatku bankarskih kredita, dovelo do rasta međusobne zaduženosti i nelikvidnosti preduzeća. Sljedeća važna karakteristika monetarnog sistema bila je takva šema osiguranja od deviznog rizika kod koje je NBJ preuzimala devizni rizik od bankarskog sistema koji nije bio profitabilno, već uglavnom neekonomski motivisan. Ovakav sistem rezultirao je akumuliranjem ogromnih deviznih gubitaka, koji su 1987. godine iznosili 70% ukupne pasive republičkih narodnih banaka, odnosno oko 24% BDP.

Osnovna obilježja ovakvog finansijskog sistema, tokom 70-ih i 80-ih godina XX vijeka, bili su visoka inflacija, rastući kvazifiskalni deficit finansiran od strane NBJ, slaba valuta, te rastući problem nelikvidnosti i nesolventnosti banaka. Ovakav sistem generisao je, osim inflacije i periodične devalvacije, što je dovodilo do redistribucije bogatstva i dohotka od imaoća dinarske aktive ka imaoćima neto dinarskih dugova i deviza (privilegovana društvena preduzeća i pojedinci). Tako je prosječna godišnja inflacija u dvadesetogodišnjem periodu 1971 – 1991. godine, iznosila 76%, prema kojoj je, u grupi od 108 zemalja, SFRJ zauzimala treće mjesto s kraja (iza nje bili su još Zair i Brazil). Visoka inflacija koja je uzrokovala pad realnih kamatnih stopa (koje su često bile negativne), kao i česte devalvacije, doveli su do pada povjerenja stanovništva u domaću valutu. To je konsekvntno rezultiralo padom depozita stanovništva u dinarima usljed njihove zamjene depozitima u čvrstoj valuti, najčešće njemačkoj marci ili rjeđe američkim dolarima. Na taj način i bivša SFRJ je postala neformalno dolarizovana zemlja.

Smanjenje deviznih rezervi banaka odražavalo se na smanjenje deviznih rezervi i same NBJ i uticalo na sve češće devalviranje nacionalne valute, a to je dodatno unosilo elemente nesigurnosti u svakodnevni život. Istovremeno, od početka 60-ih godina dvadesetog vijeka, došlo je do usporavanja privrednog rasta, tako da je

⁴⁹ *Decentralizacija u finansijskom sektoru formalizovana je 1972. godine reformom NBJ u sistem sličan američkom Sistemu Federalnih rezervi (FED), na način da su republičke narodne banke imale izvjesnu dozu samostalnosti u kreiranju instrumenata monetarne politike na republičkom nivou.*

u periodu 80 – 85. godine prosječna stopa rasta BDP iznosila 0,6%⁵⁰ godišnje. Ovo usporavanje privrednog rasta dešavalo se istovremeno sa rastom spoljnog zaduživanja uz istovremeno neracionalno korišćenje inostranih zajmova. Ovaj period karakterisan je i rastom nezaposlenosti (u periodu 1952 – 1985. prosječna godišnja stopa rasta broja nezaposlenih iznosila je 10,3%⁵¹), koja je rezultirala i velikim odlivom radno sposobnog stanovništva u inostranstvo.

Opisano stanje dovelo je do hiperinflacije od 2.040% u 1989. godini. Kao reakciju na ovu zabrinjavajuću pojavu, tadašnja Savezna Vlada, uz podršku MMF-a, uvela je obiman program stabilizacije sa ciljem obaranja inflacije. Tako je 18. decembra 1989. godine dinar vezan za (zapadnonjemačku) marku u omjeru 7:1, što je, počevši od 1. januara 1990. omogućilo djelimičnu konvertibilnost dinara. Da bi ovaj vezani devizni kurs mogao biti održiv, bilo je potrebno podići kamatne stope na kredite kod komercijalnih banaka na 40% na godišnjem nivou (dok su u Zapadnoj Njemačkoj iznosile 3-4%). Međutim, održavati fiksni kurs, makar i privremeno, i istovremeno voditi autonomnu monetarnu politiku bilo je praktično moguće samo na kratak rok. Tako je obaranje inflacije bilo uspješno do juna 1990. godine, ali na godišnjem nivou te godine stopa inflacije dostigla je 300% i bila oko 100 puta viša nego u Njemačkoj. Kao posljedica ovakvog razvoja događaja, realni efektivni kurs dinara porastao je za 85%, što je uzrokovalo pad izvoza i realnog BDP-a za 7,6%. Devizne rezerve su porasle sa manje od 6 mlrd. dolara u decembru 1989. na 10 mlrd. dolara u avgustu 1990. godine. Međutim, ubrzo je došlo do njihovog drastičnog pada, koji je bio uslovljen rastom potrošnje, kako investicione tako i lične, koja je kreirana prevashodno nesrazmjernim i neodrživim rastom plata, koji je i bio jedan od najtežih sistemskih problema tadašnjeg samoupravnog privrednog sistema. Značajan »doprinos« neuspjehu ovog stabilizacionog programa dalo je i povećanje obima subvencioniranih kredita koje je NBJ po nalogu vlade morala da obezbijedi određenim preduzećima i bankama. Pri tome nijesu sprovedene ni neophodne institucionalne promjene, a NBJ je i dalje preuzimala devizne gubitke komercijalnih banaka, a takođe je bila izložena pritiscima i nesinhronizovanim ponašanjem republičkih narodnih banaka. Tako su do kraja 1990. godine devizne rezerve pale na nivo na kojem su bile prije početka sprovođenja programa stabilizacije.

Zbog toga je Vlada, da bi preduprijedila dalji pad rezervi, 28. decembra 1990. objavila devalvaciju dinara od 9 dinara za 1 njemačku marku. Istog dana parlament Republike Srbije ilegalno je naredio komercijalnim bankama u toj republici da daju dinarske kredite u iznosu od 18,3 miliona dinara (tada oko 1,8 mlrd. USD) pojedinim preduzećima iz te republike. Ovaj postupak označio je početak definitivnog kraja kredibiliteta NBJ kao monetarne institucije, a republičke narodne banke »podržale« su ga upotrijebljavajući obaveznu rezervu i kredite za likvidnost za izvlačenje deviznih rezervi iz NBJ. Ovaj proces doživio je svoj kraj u aprilu 1991. godine kad je došlo i do faktičkog raspada SFRJ.

⁵⁰ Statistički godišnjak SFRJ za 1987. godinu, Savezni zavod za statistiku.

⁵¹ Savezni zavod za statistiku (1986) Jugoslavija: 1945-85, Statistički prikaz, Beograd

4.2. Monetarne prilike u periodu od 1992. do 1999. godine

Nakon raspada SFRJ, dvije bivše republike članice – Crna Gora i Srbija, formirale su Saveznu Republiku Jugoslaviju (SRJ), 28. aprila 1992. godine. 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 račun.

U ovakvim uslovima uspostavljen je visok stepen monetarne i finansijske centralizacije, koji je, u odsustvu pravne države i finansijske discipline, bio lak za manipulisanje i omogućio je nevjerojatne zloupotrebe koje su rezultirale hiperinflacijom u periodu 1992-1994. godine. Otuda puna odgovornost za ovu pojavu, s obzirom da je bila centar monetarne i finansijske moći, pada na teret NBJ, centralne SDK (jer su postojale i republičke) i na interesne grupe koje su bile u poziciji da ih kontrolišu. Po svojoj poziciji u hijerarhiji, kao i po svojoj ekonomskoj (ne)moći, Crna Gora nije bila u poziciji da parira NBJ u zloupotrebama ovog centralizovanog sistema.

U februaru 1992. godine, nakon što je zajedničko tržište doživjelo slom, uz istovremeno izbijanje ratova u dvije republike bivše SFRJ, mjesečna stopa inflacije u Srbiji i Crnoj Gori dostigla je 50%, dok je već u junu iznosila 100% mjesečno. Ovaj procenat predstavlja opšteprihvaćeni prag kojim se definiše hiperinflacija. Na kraju 1993. godine inflacija je iznosila 3 508 091 786 746%, što predstavlja po trajanju najdužu, a po visini drugu najvišu stopu hiperinflacije na svijetu.

Rast inflacije generisan štampanjem novca bio je podržavan od strane ogromnog birokratskog aparata bivše SFRJ, čiji je najveći dio ostao u Beogradu, a koji nije pokazivao ni najmanju namjeru da se pozabavi sa fiskalnim prilagođavanjem u datim uslovima, iako je bilo očigledno da rat koji se zahuktavao te 1992. godine neće biti kratkog daha. Ratni uslovi često su bili razlog za gubljenje monetarnog i ekonomskog kompasa, uslijed kojeg se konstantno ubrzavala trka između cijena, deviznog kursa i novca (npr. tokom rapada Austro-Ugarske monarhije), pa ni bivša SFRJ u tom pogledu nije bila izuzetak. Dodatnom pogoršanju opšte

ekonomske situacije doprinio je embargo na skoro sve komercijalne transakcije SRJ, koji su u maju 1992. godine uvele Ujedinjene nacije, a u aprilu 1993. dodatno ga proširile na sve komercijalne transakcije (osim na humanitarnu pomoć). Istovremeno, devize i fizička aktiva svih državnih entiteta SRJ u inostranstvu, zamrznuti su. Ovo drastično ograničenje ostalo je na snazi do januara 1994. godine.

Svi ovi razlozi doveli su do pada društvenog proizvoda po glavi stanovnika sa 2.000 USD godišnje u 1991. godini, na 1000 USD u 1993. godini. Ova pojava generalno je karakteristična za zemlje u hiperinflaciji, a bila je praćena i visokim fiskalnim deficitom koji je konstantno monetizovan čime je direktno »hranio« inflaciju«. Rast fiskalnog deficita uzrokovao je rast troškova, naročito za vojsku, zatim za zbrinjavanje izbjeglica, kao i za isplatu socijalnih davanja za sve veći broj radnika koji su ostajali bez posla u uslovima embarga i pada proizvodnje. Pad privredne aktivnosti, sam po sebi značio je istovremeno i smanjenje poreske baze i poreskih prihoda, što je kreiralo još jedan uzrok rasta fiskalnog deficita. Tako je nivo poreskih prihoda tokom 1993. godine pao na 1/6 njihove vrijednosti iz 1991. godine. Padu poreskih prihoda doprinosila je i sama hiperinflacija – ona bi ih obezvrijedila u periodu od njihovog obračuna do momenta njihovog prikupljanja (Olivera-Tanzi efekat).

Tokom trajanja hiperinflacije, fiskalni deficit finansiran je i drugim oblicima »sive« emisije novca. Naime, iako je NBJ bila osnovni kreator novčane mase, putem štampanja novca, činjenica je da ona u jednom momentu više nije bila u stanju da efektivno kontroliše ekspanziju monetarne osnove, koja je bila pod velikim uticajem republičkih vlada. Vladama je to bilo moguće upravo usljed postojanja osovine - republička narodna banka, SDK, komercijalne banke i povlašćena preduzeća. Tako je sivi novac kreiran kada bi depozitni račun banke ili preduzeća (koji je bio formalno pod kontrolom SDK i republičkih narodnih banaka) bio ilegalno kreditiran bez kontra zaduživanja na bilo kojem drugom računu. Nakon određenog vremena, razlika između nominalnih depozita u bankarskom sistemu i onih u bilansima NBJ balansirala bi se naknadnim enormnim štampanjem bezvrijednih dinara, odnosno kreditima NBJ. Dodatni kanal sive emisije bio je sadržan u široko primjenjenoj praksi negativnih salda na računima državnih i paradržavnih organizacija, pojedinaca i banaka.

4.3. Stabilizacioni program iz 1994. godine

Pritisnuta sve težim i haotičnijim stanjem u ekonomiji, nezadovoljnim građanstvom koje je osim nemaštinom bilo pogođeno i ratnim okruženjem i sankcijama, januara 1994. godine sprovedena je monetarna reforma pod rukovodstvom Dragoslava Avramovića, bivšeg službenika Svjetske banke u penziji, koji je ubrzo potom postao guverner NBJ. Ovim programom uveden je »superdinar« vezan za njemačku marku u odnosu 1:1 i samo nakon mjesec dana cijelih 15 nula je skinuto sa starog dinara. Iako je propagirano da program predstavlja oslanjanje na modifikovanu varijantu valutnog odbora, to oslanjanje bilo je samo deklarativno. Ta de facto nekonvertibilnost, postojanje deviznih kontrola, kao i netržišno ograničavanje korišćenja deviza i spoljnotrgovinskih tokova (samo za uvoz »esencijalno važnih roba«), predstavljale su ključne karaktersitike sistema »superdinara«, u biti naslijeđene iz bivšeg sistema. Pored toga, programom

nije bilo uvedeno institucionalno ograničenje za emitovanje novog dinara što je osnovni zahtjev i pravilo funkcionisanja valutnog odbora.

Sam program propustio je da se fokusira na nekoliko ključnih zahvata u ekonomiji. Umjesto smanjenja fiskalnih rashoda, što je ocjenjivano nemogućim u datim okolnostima, pa čak kad su u pitanju plate i socijalna davanja iz budžeta, program je uveo poresku reformu koju su karakterisale neke nepopularne mjere tipa paušalnih, fiksnih poreza na firme, krajnje diferenciranih po sektorima i preduzećima. Takođe, uveden je i porez na odlaske u inostranstvo isplativ u njemačkim markama.

Istovremeno, iako im je donio konačno olakšanje od razarujuće hiperinflacije, i iako su cijene smanjene, a stanovništvo prihvatilo dinar za neka manja plaćanja, ono mu nikad nije dalo puno povjerenje. Tako su veće transakcije i dalje nastavile da se odvijaju u stranoj valuti, uglavnom njemačkoj marci, u kojoj je stanovništvo i nastavilo da štedi. Tako je, nakon kratkotrajnog rasta dinarskih depozita nakon svega par mjeseci došlo do njihovog ponovnog pada. Jedan od razloga tome bilo je i odsustvo želje i inicijative vlasti da se pozabave pitanjem stare, ali i nove devizne štednje i depozita koje je stanovništvo izgubilo u periodu hiperinflacije.

U nastavku primjene programa, NBJ je spustila kamatne stope na 9% i zadržala ih na tom nivou do jula 1994. godine, koristeći ih kao i prethodne monetarne vlasti kao potporu poljoprivredi. Međutim, banke su ubrzo počele nadoknađivati izgublenu kamatu uvođenjem specijalnih taksu na finansijske usluge, traženjem visokih kolateralu za tražene kredite i na kraju, uspostavljanjem viših od kamata dogovorenih sa NBJ. Ubrzo su počele, uprkos visokim kaznama, da plaćaju i crnu premiju od 15-20% na kurs dinara u odnosu na marku, ukazujući na taj način na vrlo skorou, prvu devalvaciju dinara. Ona je ubrzo i usljedila; dinar je devalviran 26. novembra 1994. godine za 62,6% u odnosu na dolar, a onda još jednom za 57,9%, 1. aprila 1998. godine. U oktobru 1999. godine, dinar je na crnom tržištu vrednovan više nego dva i po puta slabije od njegove službene vrijednosti od 6 dinara za njemačku marku (1 DEM = 15 dinara). Ovakav razvoj događaja bio je jasan signal crnogorskoj vlasti da je potrebno sprovesti monetarno osamostaljivanje. Dalje održavanje ove agonije značilo je ne samo siromašenje države i njenog stanovništva, već je postajalo i sve ozbiljniji politički problem.

4.4. Uvođenje dolarizacije u Crnu Goru

Još od početka 1999. godine, crnogorska vlada počela je da traga za načinom za monetarno osamostaljenje Crne Gore. Polazeći od višegodišnje opredijeljenosti, kako stanovništva tako i privrede, za obavljanje transakcija i štednju u njemačkoj marci, crnogorska vlada se odlučila za model dolarizacije sa korišćenjem njemačke marke kao domaće nacionalne valute⁵². Crna Gora je umjesto dinara, tada najgore svjetske valute, kako ga je okarakterisao S. Hanke⁵³, uvela dvovulatni sistem sa Njemačkom markom i dinarom uz slobodno fluktuiranje dinara prema marki (2. Novembar 1999.). Cio proces sproveden je brzo i bez podrške i sugestija Međunarodnog monetarnog fonda. U trenutku uvođenja njemačke marke kao platežnog sredstva budžetski deficit je iznosio oko 20% BDP-a.⁵⁴ Od januara 2001. godine jedino platežno sredstvo postaje DEM, a od juna 2002. godine zvanično platežno sredstvo postaje euro.

Od prelaska na njemačku marku, pa do osnivanja CBCG, tadašnjom Narodnom bankom Crne Gore upravljao je Monetarni savjet⁵⁵. Ovo tijelo donijelo je tokom 2000. godine i tokom 2001, do osnivanja CBCG, niz odluka i drugih akata kojima je omogućeno da njemačka marka u Crnoj Gori u potpunosti zaživi kao sredstvo plaćanja, obračuna i tezaurisanja.

Crna Gora je zadovoljavala i sve teorijske preduslove za uspješno sprovođenje dolarizacije. U pitanju je mala zemlja, u velikoj mjeri otvorena, sa hiperinflatornim iskustvima u prošlosti, prihodi od sinjoriža gotovo da nisu postojali, učešće spoljnotrgovinske razmene sa EU je veliko i prisutna je značajna fleksibilnost radne snage (veliki broj stanovnika je zaposlen izvan Crne Gore).

Ovakav sistem i tadašnju politiku američki izaslanik Robert Glebard je u svom svjedočenju, 2000. godine, pred Komitetom za Strane odnose, američkog senata, nazvao kao svetao primer ("guiding light") za ostatak regiona.⁵⁶

Uvođenjem dolarizacije, stanje u monetranom, odnosno finansijskom i bankarskom sistemu Crne Gore počelo je polako ali sigurno da pokazuje znakove rasta povjerenja stanovništva u novi monetarni režim. U početku skroman, rast depozita ubrzo je značajnije izražen, da bi tokom 2003. godine došlo i do značajnijeg rasta kredita, koji su najvećim dijelom kratkoročni. Ipak, treba napomenuti i to da su, prema stanju na kraju 2003. godine, i dugoročni krediti zabilježili značajniji rast.

⁵²Odluka o upotrebi njemačke marke kao sredstva plaćanja radi zaštite ekonomskih interesa Crne Gore („Sl.list RCG“, br. 41/99 i 22/00).

⁵³Hanke, S., 2000. "The Beauty of a Parallel Currency", www.cato.org/cgi-bin/scripts/printtech.cgi/dailys/01-14-00.html

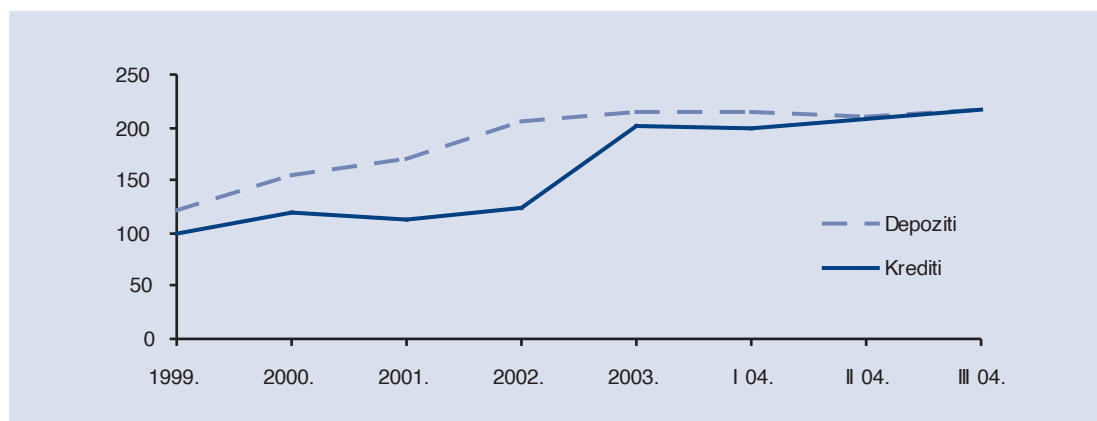
⁵⁴Hanke, S., 2000. "Some Reflections on Monetary Institutions and Exchange-Rate Regimes", *Testimony before the International Financial Institutions Advisory Commission United States Congress*.

⁵⁵Odluka o imenovanju članova Monetarnog savjeta („Sl.list RCG“, br. 41/99, 45/99 i 39/00).

⁵⁶Dajković, A., 2004, «A Model for the Balkans», www.zmag.org/dajkovic.htm

Grafik 1.

Kretanje depozita i kredita kod banaka u RCG (u milionima eura)



Izvor: Centralna banka Crne Gore

(podaci za depozite ne uključuju staru deviznu štednju)

U posljednjim godinama su prisutne pozitivne stope rasta BDP, ali se one ipak još uvijek ne mogu ocijeniti zadovoljavajućim.

Inflacija je u kontinuiranom opadanju i nakon stope inflacije od 128% u 1999. godini ove godine se očekuje inflacija od oko 4,5%.

Budžetski deficiti su svedeni na razumnu mjeru i nakon deficita od 20%, u narednim godinama on se kretao u rasponu od 8,6 do 6,9 BDP. Deficit tekućeg računa platnog bilansa je takođe u konstatnom opadanju, ali i strana pomoć.

Tabela 6.

Kretanje deficita tekućeg računa i strane pomoći (u milionima USD)

	2001	2002	2003
Bilans tekućeg računa p.b.	-175,017	-152,995	-114,033
Strana pomoć	142,616	91,973	65,511

U tabeli 7 smo prikazali makroekonomske indikatore u Crnoj Gori i zemljama u okruženju koje se nalaze na sličnom nivou ekonomske razvijenosti. Pri oceni ekonomskih performansi treba imati u vidu da je u Crnoj Gori (i Srbiji) proces tranzicije počeo znatno kasnije, kao posljedica ekonomsko-političkih problema.

Na kraju, teško je zaključiti koliko je eurizacija Crne Gore doprinijela poboljšanju makroekonomskih performansi, jer su se paralelno sprovodile i ekonomske reforme koje su značajno doprinijele privrednom rastu.

Tabela 7.
Uporedni prikaz makroekonomskih indikatora Crne Gore i izabranih zemalja u 2003. godini

Zemlja	Stopa inflacije	Stopa rasta BDP	BDP per capita u USD	SDI per capita u USD	Tekući račun p.b. u % od BDP	Spoljni dug/GDP	Nivo BDP 1989=100
Crna Gora	6,7	2,5	2300	67,10	-7,3	31,9*	79,5
Srbija	8,5	3**	2300	113,3	-11,7	69,8	65
Bosna	n.a.	3,5	1376	84,50	-15,0	46,9	54
Makedonija	1,5	3,0	1886	50	-7,4	40,4	76
Albanija	3,5	6,0	1565	48,3	-8,0	24,5	121
Bugarska	2,0	4,5	1984	115,3	-4,9	70,3	80
Rumunija	14,5	4,2	2091	62,2	-4,7	33,2	87

Izvor podataka: EBRD, *Transition Report, 2003.*

statistika CBCG

sopštenja SZS

* preliminarni podaci; ** procjena

5. Preporuke za ekonomsku politiku u Crnoj Gori

Prvo pitanje, odnosno dilema, koje se može postaviti je da li Crna Gora treba da zadrži euro ili treba da uvede sopstvenu valutu. Empirijskih primjera ukidanja dolarizacije, u novijoj istoriji nema, tako da ne postoje primjeri drugih zemalja iz čijeg iskustva bi se mogli izvući zaključci. Jedini primjer je Liberija, ali je ona ukinula dolarizaciju u vrtlogu građanskog rata i izuzetno teškoj ekonomskoj situaciji. Činjenica da se nijedna zemlja nije opredijelila na ukidanje dolarizacije, iako neke imaju istoriju dolarizacije dužu od jednog vijeka, sugerise da je preovlađujući stav da bi ukidanje dolarizacije bilo štetno. Smatramo da postoji mnogo više argumenata u prilog hipoteze da bi ukidanje eurizacije u ovom trenutku bilo štetno:

- proces makroekonomske stabilnosti je tek uspostavljen i vjerovatno je da bi prelazak na drugi monetarni režim uticao na urušavanje makroekonomskog kredibiliteta;
- teorije ponašanja pojedinaca pokazuju da u uslovima neizvjesnosti pojedinci pružaju otpor promjenama i nastoje da zadrže stare pozicije;
- iskustvo hiperinflacije je još uvijek «svjež» i vjerovatno je da bi ekonomski subjekti u uslovima neizvjesnosti nastojali da povećanjem cijena zaštite svoju imovinu;
- iskustvo nezvanično dolarizovanih zemalja je pokazalo da je i nakon uspostavljanja makroekonomske stabilnosti prisutan snažan histerezis efekat, što bi se vjerovatno desilo i u crnogorskom slučaju. To znači da bio dio transakcija nastavio da se obavlja u eurima i doprinijeo bi porastu sive ekonomije i sniženju fiskalnih prihoda;
- uvođenje domaće valute bi predstavljalo loš signal stranim investitorima, koji uvijek preferiraju poslovanje sa «čvstom valutom»;

- osim države koja bi povratila svoje devizne rezerve, konverzija valute bi stvorila troškove i za privredu i stanovništvo po osnovu provizija za zamjenu valute, troškova konverzija softvera, računovodstva i dr;
- u uslovima makroekonomske stabilnosti gotovo da ne postoje primjeri radikalnih monetarnih reformi.

Proces eurizacije stvara stabilne i predvidljive uslove za poslovanje, ali on ne može predstavljati supstitut ekonomskim reformama. Odnosno sasvim validna je izjava Karla šilera, njemačkog ministra za ekonomiju, od prije tri decenije: "Stabilnost nije sve, ali sve je bez stabilnosti ništa".⁵⁷ Kvalitetna valuta je potreban, ali ne i dovoljan uslov za brz ekonomski razvoj.

Box 3. Stav Evropske centralne banke prema unilateralnoj eurizaciji zemalja kandidata za prijem u EU

Evropska centralna banka smatra da euro zona predstavlja multilateralnu valutnu zonu zemalja članica EU, sa jasnim međusobnim odgovornostima. Pri formiranju EMU formulisani su kriterijumi koje treba da ispune zemlje članice da bi ušle u euro zonu. Stoga se ECB protivi unilateralnoj eurizaciji.⁵⁸ ECB smatra da ona poništava ekonomske razloge postojanja Evropske monetarne unije, odnosno proces konvergenije prije prihvatanja eura. Ovakav stav ne važi za male zemlje poput: Andore, Monaka i Vatikana.

Treba istaći da u trenutku kada je Crna Gora prihvatila DEM kao valutu još uvijek nije postojala EMU. Nakon formiranja EMU logičan korak je predstavljala zamjena DEM sa eurom.

Džoli Dikson, predstavnik Evropske unije (Direktor direkcije za ekonomske i finansijske poslove Evropske komisije), izjavio je da EU nema ništa protiv toga da zvanična valuta u Crnoj Gori bude euro, ali je i dodao da prihvatanje eura kao nacionalne valute ne treba da bude kraj prilagođavanja evropskim standardima, kao i da samo uvođenje evropske monete ne znači da će taj proces biti uspješno okončan.⁵⁹

Prvi korak u sprovođenju dolarizacije se odnosio na izbor valute. Imajući u vidu da je najrasprostranjenija valuta u neformalnim tokovima bila DEM i da se najveći obim spoljne trgovine sprovodio sa evropskim zemljama izbor DEM, odnosno kasnije prelazak na euro se može ocijeniti ispravnim.

⁵⁷ Cordeiro, J.L., 2002, «Different Monetary Systems: Costs and Benefits to Whom?», *Centro de Divulgacion del Conocimiento Economico, Caracas, Venezuela*.

⁵⁸ 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*.

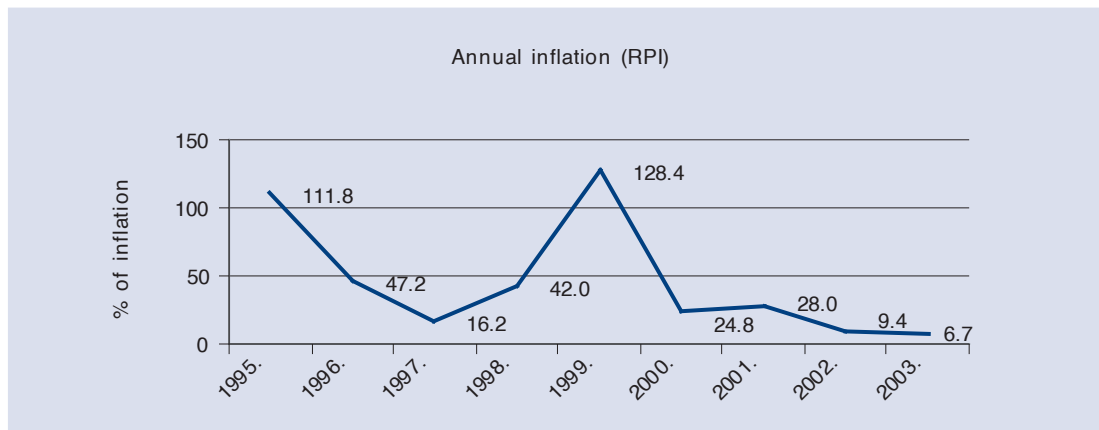
⁵⁹ *Međunarodna konferencija posvećena novoj evropskoj valuti, 24 oktobar 2001, predstvištvo HVB banke u Beogradu*.

Dilema koja se može javiti je da li je Centralna banka potrebna imajući u vidu da je jedan broj dolarizovanih zemalja ukinuo centralne banke zbog prestanka obavljanja emisione funkcije. Smatramo da je neophodna, ne samo radi kontrole bankarskog sistema, već i zbog kontrole tokova novčane mase, uticaja na likvidnost bankarskog (a posredno i cjelokupnog privrednog sistema), kao i zbog uticaja na količinu novca u opticaju. Iskustvo većine dolarizovanih zemalja koje su ukinule centralne banke pokazalo je da su u tim zemljama češće bankarske krize.

Obzirom da kada se pojave bankarske krize u ovim zemljama i duže traju, potrebno je nastaviti vođenje politike stroge supervizije bankarskog sistema po međunarodnim standardima u cilju prevencija kriza, jer su drugi instrumenti pomoći ograničeni. U suštini puna dolarizacija reducira valutni rizik, ali ne i rizik od neispunjenja obaveza.

Nakon uvođenja dolarizacije inflacija se nije automatski izjednačila sa inflacijom u Njemačkoj, odnosnoj EU. Ovakav proces je i očekivan s obzirom da dolarizacija tek u dužem vremenskom periodu dovodi do izjednačavanja cijena. U prvim godinama je uobičajen rast cijena, jer jedan broj cijena teži da se izjednači sa cijenama zemlje čija se valuta koristi.

Grafik 2.
Kretanje stope inflacije u Crnoj Gori



Izvor podataka: Monstat

U posljednje dvije godine primjetna je tendencija postepenog približavanja inflacije stopi inflacije u EMU, koja je nastavljena i u 2004. godini (u prvih pet mjeseci 2004. godine inflacija u odnosu na decembar 2003. godine je iznosila 1,6%). Najveću opasnost procesu konvergencije stopa inflacije može predstavljati rast cijena nerazmijenljivih proizvoda i usluga zbog odsustva domaće i strane konkurencije. Rast cijena ovih proizvoda je u velikoj mjeri uticao i na prošlogodišnju stopu inflacije. Brži rast ovih cijena može dovesti i do neracionalne alokacije resursa i predstavljati pogrešan signal investitorima. Da bi se ova opasnost izbjegla potrebno je što prije donijeti i sprovesti novu antimonopolsku regulativu.

Na osnovu poređenja minimalnih i maksimalnih kamatnih stopa možemo konstatovati da su kamatne stope u opadanju. Opadanje kamatnih stopa nije rezultat samo dolarizacije, već i uspješno sprovedene reforme u bankarskom sistemu. Međutim, kamatne stope su još uvijek na neprihvatljivo visokom nivou, jer je dolarizacija eliminisala samo jedan od rizika, a to je valutni rizik, dok su prema procjeni banaka i dalje prisutni ostali rizici – rizik zemlje i rizik klijenta. U cilju sniženja kamatnih stopa trebalo bi preduzeti niz mjera poput: otpočinjanje funkcionisanja Agencije za zaštitu depozita, efikasnijeg rada sudova u rješavanju privrednih sporova, poboljšanje zakonskih rješenja u pogledu osiguranja naplate potraživanja, sniženje stope inflacije, formiranje Garancijskog fonda, Državne korporacije za garantovanje stambenih kredita i dr.

Bez mogućnosti štampanja novca, jedina mogućnost finansiranja deficita je putem zaduživanja i to uglavnom stranog zaduživanja, što ima dalje negativne uticaje na privredna zbivanja. Možemo zaključiti da je fiskalna disciplina prije neophodan uslov nego prirodna posljedica pune dolarizacije i ostalih deviznih režima. Stoga je neophodno da Vlada u narednim godinama vodi politiku uravnotežemog budžeta, jer će u protivnom direktna posljedica biti rast spoljne zaduženosti i rast domaćih kamatnih stopa.

Dilema da li su potrebne devizne rezerve ne bi trebala da postoji. One mogu biti nešto niže nego što bi bile u slučaju postojanja domaće valute, jer više ne postoji potreba za odbranom deviznog kursa, ali preostaje potreba za svim ostalim funkcijama deviznih rezervi.

Pregovaranje Crne Gore sa Evropskom monetarnom unijom o učešću u emisioj dobiti bi bilo vrlo korisno, međutim postoji minimalna vjerovatnoća da bi takvi pregovori u ovom trenutku urodili plodom. Pravi trenutak za otpočinjanje ovih pregovora je trenutak kada Crna Gora postane članica EU (ovime se ne implicira budući status državne zajednice), da bi se izbjegla situacija uvođenja nacionalne valute koja bi se konvertovala u euro.⁶⁰

Eventualno uvođenje nacionalnog novca, u vidu kovanica, da bi se izbjegli transportni troškovi metalnog novca (što je uradio jedan broj dolarizovanih ekonomija), u ovom trenutku bi bilo kontraproduktivno. Postajala bi isuviše velika opasnost da tek uspostavljeni kredibilitet bude narušen i da trgovci i privreda izbjegavaju domaće kovanice i da otpočnu podizanje cijena.

S obzirom da kao i većina drugih dolarizovanih zemalja i Crna Gora ima platnobilansne probleme potrebno je preduzeti niz mjera za stimulisanje porasta izvoza. Kao najvažnije mogle bi se navesti: deregulacija spoljnotrgovinskih procedura, pomoć države u osvajanju međunarodnih standarda kvaliteta, osnivanje Agencije za kreditiranje i osiguranje izvoznih transakcija, odobravanje dozvoljenih subvencija u skladu sa pravilima STO, zaštita domaćeg tržišta⁶¹, ubrzanje procesa prijema u STO i dr.

⁶⁰ *Ukoliko bi EU odbila sporazum o podjeli emisioj dobiti sa Crnom Gorom prije stupanja u EMU, racionalna politika bi zahtijevala uvođenje nacionalne valute, jer bi u protivnom gubitak deviznih rezervi bio ekvivalentan novčanoj masi.*

Crna Gora, i pored eurizacije, ima prilično visok rizik zemlje (tzv. country risk) što rezultira u niskom rejtingu Crne Gore u međunarodnim i ekonomskim krugovima što ima dalje reperkusije na strana investiranja, reforme i ukupnu tranziciju. U cilju sniženja rizika zemlje potrebno je sprovesti niz mjera: riješiti konačan status državne zajednice; postići unutrašnji politički konsenzus o nastavku reformi i unutrašnju političku stabilnost; ubrzati prijem u međunarodne institucije u čije članstvo Crna Gora (državna zajednica) nije još uvijek primljena poput OECD-a, Svjetske trgovinske organizacije, EU, Partnerstva za mir i dr; povećati efikasnost pravnog sistema; ubrzati proces privatizacije i restrukturiranja privrede, kao i svih ostalih reformi i dr.

Na kraju možemo zaključiti da je eurizacija u Crnoj Gori uticala na povećanje stabilnosti i predividivosti poslovanja. Međutim, eurizacija sama po sebi ne može pokrenuti privredni rast i ona nikako ne bi smjela predstavljati supstitut ekonomskim reformama. Stoga nastavak i ubrzanje ekonomskih reformi predstavljaju opciju koja nema alternativu.

⁶¹ *Misli se na mjere zaštite koje primjenjuju i sve razvijene privrede poput spriječavanja dampinga, spriječavanja uvoza neatestiranih proizvoda i proizvoda koji ne zadovoljavaju standarde kvaliteta i sl.*

Literatura

- Aguado, S., 2000, «Transatlantic Perspectives on the Euro and the Dollar: Dollarization and other Issues», University of Alcalá, Spain.
- Backe, P. i Wojcik C., 2002, «Unilateral Euroisation: a Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries?»
- Balino, T. i dr, 1999, «Monetary Policy in Dollarized Economies», Occasional Paper, br. 171, Međunarodni monetarni fond.
- Baro, R., 1999, «Let the Dolar Reign from Seattle to Santiago», Wall Street Journal, 8 March 1999.
- Bergsten, F., 1999, «Alternative Exchange Rate Systems and Reform of International Financial Architecture», Testimony before the Committee on Banking and Financial Services, United States House of Representatives.
- Black Electorate, 2003, «Exculisve Interview with Economists Steve Hanke», [www. blackelectorate.com/print_article.asp?ID=146](http://www.blackelectorate.com/print_article.asp?ID=146).
- Bogetić, Ž., 2000, «Official Dollarization: Current Experiences and Issues», Cato Journal, vol. 20, br. 2, 2000.
- Bogetić, Ž. i Hanke S., 1999, »Projekat valutnog odbora za Crnu Goru – Crnogorska marka«, Radio Antena M i Mermont, Podgorica.
- Calvo G., 2000, «Testimony on Dollarization», Presented Before the Subcommittee on Domestic and Monetary Policy, Washington.
- Calvo, G. i Carlos, V., 1992, «Currency Substitution in Developing Countries», IMF Working Paper 92/40.
- CBCG, 2004, «Godišnji izvještaj glavnog ekonomiste za 2003. godinu», Podgorica.
- CBCG, 2004, «Kvartalni izvještaj glavnog ekonomiste januar – mart 2004», Podgorica.
- Cordeiro, J.L., 2002, «Different Monetary Systems: Costs and Benefits to Whom?», Centro de Divulgacion del Conocimiento Economico, Caracas, Venezuela.
- Dajković, A., 2004, «A Model for the Balkans», [www. zmag.org/dajkovic.htm](http://www.zmag.org/dajkovic.htm)
- EBRD, 2003, «Transition Report 2003»
- Edwards, S., 2001, «Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation», NBER Working paper, br. 8274, Cambridge.
- Edwards, S., i Magendzo I., 2001, «Dollarization, Inflation and Growth», NBER Working paper, br. 8671, Cambridge.
- Furstenberg, G., 2000, Dollarization : Needed Monetary Reconditioning or Expropriation, <http://php.indiana.edu/čvonfurst/G89916.pdf>.

- Freitas, M. L., 2004, «The Dynamics of Inflation and Currency Substitution in a Small Open Economy», *Journal of International Money and Finance*, 23 (2004).
- Gianviti, F., 2002, «Use of Foreign Currency under the Fund's Articles of Agreement», General Counsel, IMF.
- Goldfajn I. i Olivares G., 2000, «Is adopting Full Dollarization the solution? Looking at the evidence» «Departamento de Economia Puc – Rio, Texto para Discussao», br. 146.
- Gomis-Porqueras, P., Serrano, C., Somuano, A., 1997, «Currency Substitution in Latin America: Lessons from 1990s», World Bank.
- Gros, D., 2001, «The Euro for the Balkans», Conference «When is a National Currency Luxury», LSE and WIIW, London
- Hanke, S., 2000, «Some Reflections on Monetary Institutions and Exchange-Rate Regimes», Testimony before the International Financial Institutions Advisory Commission United States Congress.
- Hanke, S., 2000, «The Beauty of a Parallel Currency», CATO Institute, www.cato.org/cgi-bin/scripts/printtech.cgi/dailys/01-14-00.html.
- Goldstein, M., 2002, «Managed Floating Plus», Institute for International Economics.
- Mann C., 1999, «Dollarization as Diet», Institute for International Economics, www.iie.com/publications/papers/mann0499.htm.
- Mazzaferro F., Thimann C. i Winkler A., 2002, «Stabilisation and Integration Views of Eurisation/Dollarisation Regimes: A Review of Some Specific Features», The Eight Dubrovnik Conference «Monetary Policy and Currency Substitution in the Emerging Markets», organized by Croatian National Bank.
- Meyer, S., 2000, «Dollarization: an Introduction», Presentation for the Friends of Global Interdependence Center.
- Monstat, «Saopštenja o kretanju stope inflacije», različiti brojevi.
- Ostojić, D. 2003, «Dolarizacija», *Preduzetnička ekonomija*, Vol. III, 12/2003, Podgorica.
- 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.
- Savić, N., 1999, «Valutni odbor, dolarizacija i eurizacija», *Ekonomist*, br 1-4, Beograd.
- Službeni list Republike Crne Gore, brojevi 41/99, 45/99, 22/00 i 39/00.
- Rose, A. K., 2000, «One Money, One Market: the Effects of Common Currencies on Trade», *Economic Policy*, vol. 15 (30).
- Savezni zavod za Statistiku, 1987, «Statistički godišnjak SFRJ», Beograd.
- Savezni zavod za Statistiku, «Saopštenja», različiti brojevi.

¹ ISTAT, 1986, "Jugoslavija: 1945-85 - Statistički prikaz", Beograd

Schuler, K., 2000, "Basics of Dollarization" Joint Economic Committee Staff Report, Office of the Chairman, Connie Mack, USA.

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.

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

Williamson, J., 2000, «Designing a Middle Way between Fixed and Flexible Exchange Rates», paper presented on the conference «Monetary and Exchange Rate Policies», Cairo.

Williamson, J., 2000, «Dollarization does not Make Sense Everywhere», Institute for International Economics, - www.iese.com/publications/papers/williamson1000.htm.

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