

Davor Savin

---

## DOMETI I OGRANIČENJA VALUTNOG ODBORA

### *Summary: Currency board – possibilities and limitations*

*Currency board (CB) is a monetary authority, which issues money convertible in foreign currency as a fixed exchange rate anchor. In principle, the currency board is established as a replacement of the central bank, although it often coexists with the central bank. The CB arrangement is adopted as a means of achievement of financial and monetary discipline and stabilisation of the economy. The basic benefits from the currency board are that it gives credibility of the regime of fixed foreign exchange rates. Fixed rate between the domestic currency and foreign anchor currency tends to keep interest rates and inflation roughly the same as those in the anchor country. However, in the currency board regime domestic control of the monetary policy does not exist. Money supply goes up if there is an inflow of foreign currency into the economy and contracts when there is an outflow. There is no possibility for the use of monetary instruments in regulating aggregate demand and employment. With a currency board, the central bank becomes a passive observer in all financial and monetary arrangements.*

### **Valutni odbor i centralna banka**

U većini zemalja danas monetarnu vlast, uključujući i monopol izdavanja novca, ima centralna banka. Ta institucija je uvek državno telo, u principu odvojeno od vlade, odnosno pojedinih ministarstva, sa velikim diskrecionim pravima, koja ju postavljaju u središte makroekonomskog odlučivanja. Centralna banka obavlja više funkcija, od kojih su najznačajnije sledeće: regulisanje količine novca u opticaju, izdavanje novčanica i kovanog novca (uzgred, u nekim državama je izdavanje kovanog novca u rukama vlade), kontrola poslovanja komercijalnih banaka, briga oko monetarnih rezervi zemlje, briga oko kursa nacionalne valute, obavljanje finansijskih operacija u korist i ime države, finansiranje budžeta.

Upravo zbog uloge koju ima i dalekosežnosti posledica koju njene akcije mogu prouzrokovati, savremene države nastoje da u što većoj meri osiguraju izdvojenu i neutralnu poziciju centralne banke. Višegodišnje iskustvo je pokazalo da, što je položaj centralne banke manje podložen egzogenim, političkim i nepolitičkim uticajima, rezultati u vođenju ekonomske politike su uočljiviji, a troškovi njihovog postizanja niži (često se u prilog tome navodi odnos između indeksa nezavisnosti centralne banke i stope inflacije: što je taj indeks viši, dugoročna stopa inflacije je manja). U vezi sa time je i postupak izbora rukovodećeg kadra centralne banke – uvek se nastoje postaviti profesionalci najviših stručnih standarda, formalne političke nepripadnosti i moralnog digniteta.

Uloga centralne banke u vođenju politike kursa nacionalne valute zavisi od izabranog valutnog režima. U uslovima plivajućeg, fluktuirajućeg, kursa zadatak centralne banke je da intervencijama na deviznom (novčanom) tržištu obezbedi da se

oscilacije kursa odvijaju unutar prihvaćenog okvira fluktuiranja ili u što manjem rasponu. Njeno posezanje na deviznom tržištu podrazumeva postojanje deviznih rezervi potrebnog obima; u suprotnom se do pozicije ravnotežnog kursa dolazi slobodnim delovanjem ponude i tražnje za inostranim novcem, što ponekad može značiti izuzetno veliku promenu kursa. Na drugoj strani, režim fiksnog kursa zahteva postojanje osetno većih deviznih rezervi nego u sistemu plivanja. Tu se svaka promena u veličini ponude ili tražnje za devizama adjustira promenama rezervi, a diskreciona uloga centralne banke je pritom ograničena.

U uslovima, kada centralna banka ne raspolaže potrebnom nezavisnošću, odnosno kada na njene odluke utiču politički faktori, bilo neposredno, bilo posredno, sprovođenje autonomne novčane, odnosno valutne politike, prema kriterijima stabilnosti i očuvanja monetarne ravnoteže, postaje nemoguće. Posledice do kojih vodi takva situacija su po pravilu sve odreda negativne, sa brojnim multiplikativnim efektima, a finalni rezultat je uvek viša inflacija, nego što bi inače bila, stopa rasta bruto domaćeg proizvoda niža od potencijalne, uz druge oblike makro i mikro ekonomske neravnoteže.

Upravo da bi se izbegle negativne posledice do kojih vodi uplitanje političkih činilaca u rad i odlučivanje centralne banke, naročito u vezi sa kursom nacionalne valute, često se predlaže da se umesto te institucije uspostavi *valutni odbor* (u literaturi anglosaksonskog jezičnog područja - »*currency board*«, što se ponekad navodi u originalu, bez prevođenja; naš jezik ponekad upotrebljava alternativni izraz »valutno veće« u istom značenju). Valutnim odborom se obezbeđuje ona nezavisnost u vođenju kreditno-monetarne politike, koju nije moguće doseći u uslovima kada se centralna banka nalazi pod političkim uticajem i kada nema mogućnosti da se tim uticajima odupre, a parlamentarnu zaštitu ne može dobiti (iz istih razloga zbog kojih su političari u poziciji da usmeravaju ili utiču na donošenje odluka u emisionoj ustanovi).

Valutni odbor (VO) poseduje sledeće prednosti u odnosu na sistem centralne banke:

- Obezbeđuje se finansijska disciplina i uspostavlja monetarna ravnoteža i to automatski i konstantno, bez izuzeća ili razloga "posebne prirode";
- Obezbeđuje se potpuna konvertibilnost i fiksni kurs, što znači da su troškovi konverzije i valutnog rizika faktički jednaki nuli, a transakcioni troškovi smanjeni na minimum;
- Obezbeđuje se režim slobodnog kretanja kapitala; nikakvih ograničenja ne može biti u vezi sa pritanjem sredstava rezervne valute po bilo kojem osnovu. VO je u obavezi da zameni svaku količinu konvertibilnog novca u domaći novac i obrnuto.

Osnovni nedostaci valutnog odbora se mogu se sažeti u četiri tačke:

- VO pretpostavlja držanje 100% rezervi za bilo koji iznos domaćeg novca u papiru i u metalu; to faktički znači potencijalni gubitak rezervi koje bi se mogle angažovati za plaćanje uvoza reproduktionog materijala, opreme i kapitalnih sredstava za proširenje proizvodne baze i zaposlenosti;
- Ponuda novca u domaćem finansijskom prostoru neposredno zavisi od stanja u platnom bilansu; za privredu zemlje u razvoju može se pokazati veoma neprijatnom činjenica da je količina likvidnih sredstava ovisna od fluktuacija u spoljnoj trgovini, odnosno od priliva sredstava u kapitalnom bilansu;
- VO ne omogućava nikakvu diskrecionu monetarnu politiku, što vladi ne dozvoljava bilo koji manevar sa promenom kredita, odnosno novčanom masom, kratkoročnim kamatnim stopama ili kursom u cilju da utiče na realni sektor nacionalne ekonomije;

- U sistemu valutnog odbora ne postoji institucija »zadnjeg novčanog utočišća« (the lender of last resort); to znači da vlada ne može sprečiti ili umanjiti finansijske krize kada do njih eventualno dođe, jer režim valutnog odbora nikada ne pomaže poslovnim bankama kada ove zapadnu u teškoće.

Institucija valutnog odbora je imala svoj zenit do 50-ih godina, od kada je njen značaj počeo da opada, a zamenio ju je sistem centralne banke. Do toga je došlo na podsticaj novih trendova u monetarnoj i ekonomskoj teoriji uopšte. Međunarodna konferencija Lige naroda u Brusellesu 1920 i Londonu 1933 su izdale memorandum u kojem preporučuju da sve zemlje, koje je još nemaju, uvedu centralnu banku, kao središnju instituciju za vođenje monetarne politike i brigu oko stabilnosti kursa. No, uprkos tome valutni odbori su se širili, naročito u zaostalijim državama i kolonijama ali su u drugoj polovici prošlog veka počeli da gube na značaju i postepeno bivaju zamenjeni centralnom bankom. Njihov značaj je donekle oživeo kada su neke zemlje u tranziciji izabrale taj monetarni aranžman u nemogućnosti da sprovedu nezavisnu monetarnu politiku (uglavnom zbog osetne interferencije političkih faktora u ekonomski život).

### **Karakteristike valutnog odbora**

Valutni odbor predstavlja monetarnu vlast koja izdaje novčanice i kovani novac isključivo na temelju neke rezervne valute (tzv. sidra) u koju se nacionalni novac može bez ograničenja konvertovati po fiksnom kursu. Osnovni princip valutnog odbora je da se domaći novac kreira jedino i isključivo u obimu jednakom iznosu raspoložive rezervne valute. Time je praktično onemogućeno puštanje u opticaj viška domaćeg novca, po bilo kom drugom osnovu, što isključuje monetarnu neravnotežu izazvanu neodmerenim kreiranjem novčane mase. Domaća valuta je vezana za rezervnu u određenoj fiksnoj srazmeri, koja je zbog manipulativne praktičnosti često 1 : 1.

Rezervna valuta može biti neka od čvrstih, konvertibilnih valuta, čije je učešće u međunarodnoj trgovini i međunarodnim finansijskim transakcijama dominantno (u postojećim slučajevima valutnog odbora ulogu rezervne valute imaju samo američki dolar i euro; ranije nemačka marka; izuzetak predstavlja valutni odbor u Bruneju, gde je nacionalna valuta vezana za singapurski dolar). Rezerve teorijski treba da budu u ekvivalentu 100% iznosa novčane mase, ali su u praksi često veće: 110% - 115%, čemu se pribegava radi sigurnosti ukoliko dođe do porasta kratkoročnih kamatnih stopa u zemlji rezervne valute, zbog čega se smanjuje diskontovana vrednost finansijske imovine valutnog odbora u svakom kasnijem razdoblju.

Valutni odbor ne može da utiče na obim rezervi, koji je isključivo zavisao od kretanja u platnom bilansu zemlje (izuzev inicijalne sume do koje se može doći posredstvom pomoći, kredita, prodajom dela državne imovine i sl.). Zato VO ne može uticati na obim ponude kredita poslovnih banaka, u čemu valja videti primarnu razliku između ove institucije i institucije centralne banke koja svojim instrumentima može neposredno uticati na depozitnu multiplikaciju i time na obim kredita i novčane mase. A, posredno i na kretanja u realnom sektoru privrede.

Od ostalih karakteristika valutnog odbora valja se osvrnuti na sledeće:

Konvertibilnost: VO održava neograničenu konvertibilnost između domaćeg novca i rezervne valute po fiksnom kursu. Međutim, odbor ne preuzima odgovornost za konverziju bankarskih depozita u rezervnu valutu. To predstavlja isključivu nadležnost banaka. Odbor je obavezan samo da novčanice i kovani novac, koji je sam izdao, u

svakom trenutku zameni za konvertibilni novac rezervne valute. Budući da je rezervna valuta sama po sebi konvertibilni novac, time i domaća valuta pridobiva implicitnu konvertibilnost.

Neograničena konvertibilnost znači da ne postoje restrikcije u transakcijama na tekućem računu (dakle, u kupovini i prodaji robe i usluga) ili u kapitalnim transakcijama (priliv i otplata kredita, kupovina i prodaja obveznica i drugih vrednosnih papira inostranih emitenata).

Profit: za razliku od većine bankarskih depozita ili hartija od vrednosti, gotov novac koji izdaje valutni odbor ne nosi kamatu. Taj novac možemo posmatrati kao beskametni kredit koji ekonomski subjekti daju emitentu, tj. VO. Profit emitenta je jednak kamati koju odbacuje rezervna valuta i troškovima uvođenja u opticaj domaće valute. U slučaju da dođe do uništenja domaćeg novca (tj. novčanica i kovanog novca), neto vrednost imovine emitenta se uvećava s obzirom da se obaveze umanjuju, a aktiva ostaje nepromenjena.

Upotreba novčanica koje emituje valutni odbor, umesto neposrednog uključivanja u opticaj novca rezervne valute (tj. novčanica eura, dolara), omogućava zadržavanje seignorage-a u korist domaće vlade (to može biti red veličina od jednog do tri procenta vrednosti BDP, što se po pravilu uključuje u budžet). Osim toga, domaći novac udovoljava onome što obično nazivamo nacionalnim sentimentom, jer je novac jedan od osnovnih elemenata suverenosti države.

Monetarna politika: valutni odbor nema diskrecione moći u vođenju monetarne politike, kao što je to slučaj sa centralnom bankom. Njegova uloga je »aktivna pasivnost«: on naprosto menja domaći novac za novac rezervne valute u identičnoj količini, a prema utvrđenom, fiksiranom razmenschkom odnosu. VO ne posuđuje novac vladi, preduzećima ili poslovnim bankama. U sistemu valutnog odbora država ni u kom slučaju ne može finansirati svoje budžetske potrebe »štampanjem novca«, zahvaljujući čemu je isključena mogućnost inflacije monetarnog izvora.

Kamatne stope: VO ne može uticati diskrecionom odlukom na promenu kratkoročnih kamatnih stopa na tržištu (u sistemu valutnog odbora ne postoji aktivna eskontna politika, kao u slučaju centralne banke). Pod pretpostavkom da u zemlji funkcionišu institucije tržišta novca, fiksni kurs neposredno dovodi do približavanja kamatnih stopa onima u zemlji rezervne valute. Isto se odnosi i na stopu inflacije. Izuzeci su registrovani u onim zemljama u kojima je došlo do zamene centralne banke, koja je sledila izrazito ekspanzivnu monetarnu politiku, sa valutnim odborom. Tu, po pravilu, dolazi do sniženja cena brojnih proizvoda i usluga, izraženih u dolarima ili eurima, ali ubrzo se aktivira obrnuti proces: prilagođavanje cena onima u zemlji rezervne valute podiže inflaciju iznad nivoa u toj zemlji, da bi nakon određenog vremena usledilo smirivanje cena i izjednačavanje njihove ravni sa inflacijom u zemlji rezervne valute (ovakav scenario potvrđuje iskustvo Argentine, a u novije vreme Litve i Estonije).

Poslovne banke: u sistemu valutnog odbora iznos primarnog novca mora imati kompletno (100%) pokriće u rezervnom novcu, što se ne odnosi na depozitni novac na računima poslovnih banaka. One moraju raspolagati sa onim obimom minimalnih obaveznih rezervi, koji omogućava da regularno ispunjavaju svoje obaveze prema komitentima, što – razume se – nikada ne zahteva 100% rezerve. Drugačije rečeno, obuhvati novčane mase, širi od M0 (koja mora biti pokrivena 100% rezervnom valutom), tj. M1 i M2, ne zahtevaju potpuno pokriće rezervama. S obzirom da VO ne pomaže poslovnim bankama

koje se suočavaju sa teškoćama likvidnosti, banke koje ne raspolažu dovoljno velikom depozitnom bazom i potrebnom strukturom svog portfelja, mogu zapasti u ozbiljne teškoće, pa čak i propasti ili se priključiti drugim bankarskim institucijama.

Pri nižoj stopi obavezne rezerve, depozitni multiplikator je veći, što znači da će potencijalni obim ukupnih depozita koji se tim putem kreira takođe biti veći. Međutim, u sistemu valutnog odbora to ne znači da poslovne banke mogu produžiti depozitnu multiplikaciju, kao što to mogu u sistemu centralne banke. To bi bilo jedino izvodljivo ukoliko bi, paralelno i *pari passu*, sa kreiranjem depozita u domaćem novcu, obezbedile identični iznos rezervne valute (ustvari, ne potpuno istovetnu sumu, već onu koja tokom nekog datog razdoblja korespondira procentu zamene depozitnog novca u gotovinu, dakle transformaciji M2 u M0).

U slučaju da dođe do opadanja tražnje novca, banke mogu plasirati višak likvidnosti za otkup hartija od vrednosti. VO nije smetnja za funkcionisanje operacija na otvorenom tržištu. Isto tako, ta institucija nije u koliziji sa preostala dva oblika finansijskog tržišta: međubankarskim tržištem novca (na kojem banke međusobno prodaju i kupuju kratkoročna likvidna sredstva) i međubankarskim tržištem obveznica (preko kojeg se prodaju obveznice i druge dugoročne hartije od vrednosti poslovnim bankama). Inače, valutni odbor može uticati na obim novca u opticaju putem standardnih instrumenata: može uvesti i menjati stopu obavezne rezerve, određivati plafon dozvoljenog kreditiranja, strukturu portfelja likvidnosti i sl. Međutim, ovde je neophodna jedna važna napomena. Operacije na bankarskim tržištima odvijaju se isključivo u depozitnom novcu. Ukoliko pak neki privredni subjekti zatraže konvertovanje depozitnog u gotov novac ili plaćanje obaveza prema inostranstvu (uvoz, regulisanje kreditnih obaveza idr.) poslovne banke mogu jedino koristiti novac rezervne valute. Dakle, ukoliko njihove operacije na međubankarskim tržištima u kvantitativnom pogledu ostaju unutar konvertibilnih rezervi kojima raspolažu, do problema nelikvidnosti banaka ne može doći.

Platni bilans: promene u obimu primarnog novca mogu uslediti jedino i isključivo kroz promene u platnom bilansu. U vezi sa tim je potrebno praviti razliku između zemalja koje imaju međunarodni kredibilitet i onih koje taj kredibilitet nemaju. Naime, zemlje koje su u mogućnosti da na međunarodnom tržištu, ili u komunikaciji sa međunarodnim finansijskim institucijama, obezbede priliv kapitala (tj. sredstava rezervne valute), odnosno ostvaruju suficit u kapitalnom delu platnog bilansa, mogu imati negativni trgovinski bilans. Zemlje, čiji je međunarodni ugled skroman, a formalizovani koeficijent rizika visok, te zato nisu u mogućnosti da obezbede potreban višak u kapitalnom bilansu, moraju permanentno ostvarivati suficit u trgovinskom delu platnog bilansa, da bi zadovoljile domaću tražnju za novcem za transakcione potrebe. To može da predstavlja značajnu teškoću za privredu zemlje sa institucijom VO zbog toga što je po pravilu potrebno sniziti cene domaćih proizvoda u izvozu da bi se ovaj dodatno povećao (često se cene umanjuju i ispod nivoa troškova poslovanja)<sup>x/</sup>. To je jedan od razloga zašto valutni odbor nije preporučljivo uvesti u zemlji koja se suočava sa više oblika ekonomske neravnoteže istovremeno: inflacijom, usporenim rastom BDP, fiskalnim debalansom, nezaposlenošću, deficitom trgovinskog bilansa. Tinbergenov princip zahteva da ekonomska politika »napada« onoliko ciljeva sa koliko instrumenata raspolaže plus jedan

---

<sup>x/</sup> Odnos između sniženja cena i porasta izvoza po tom osnovu je nelinearne prirode. Tako, ako se cene snize za 10% i to dovede do povećanja obima izvoza, recimo, za 20%, time se vrednost izvoza neće povećati za 20% nego samo za 8% ( $90 \times 120 = 108$ ).

više. A, valutni odbor faktički isključuje sve instrumente monetarne politike i značajno sužava manevarski prostor za delovanje fiskalne politike.

S obzirom na to da dolazi do automatskog smanjenja primarnog novca kada zemlja ostvaruje deficit u platnom bilansu i njegovog povećanja pri suficitu, znači da će količina novca delovati prociklično. U uzlaznoj fazi konjunktturnog ciklusa novčana masa će se povećavati, a u silaznoj fazi smanjivati. Ukoliko mehanizam kamatnih stopa u zemlji sa valutnim odborom deluje, depresivna faza ciklusa će biti pojačana porastom kamatnih stopa po osnovu redukcije ponude količine novca.

Budžet: sistem valutnog odbora u potpunosti eliminiše mogućnost finansiranja državnog budžeta iz primarne emisije. Država može dobiti domaći novac samo u zamenu za identičnu vrednost rezervne valute, pri čemu je nevažno na koji način je do ove došla. Ukoliko ne raspolaže tom valutom, uravnoteženje budžeta postaje moguće isključivo putem viših poreza (bilo povišenjem marginalnih poreskih stopa, bilo uvođenjem novog fiskalnog opterećenja). To znači da u sistemu VO nema prostora za vođenje iole aktivne ekonomske politike: monetarna politika je automatska i potpuno ne-autonomna, dok je fiskalna politika prinuđena na uravnoteženi budžet (odnosno, budžetski deficit je moguć jedino u obimu koji se može pokriti na finansijskom tržištu, tj. iz domaćeg finansijskog viška u rezervnoj valuti ili putem inostranih kredita, donacija, inostranih direktnih i portfolio investicija). Iskustvo je potvrdilo da je budžet svih zemalja koje imaju sistem valutnog odbora uravnotežen ili je u izvesnom suficitu.

### **Valutni odbor – savremena praksa**

Priložena tabela prikazuje zemlje koje su, prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda imale sistem valutnog odbora krajem XX veka

<u>Država</u>	<u>Rezervna valuta</u>
Antigua i Barbados	US \$
Argentina	US \$
Bosna i Hercegovina	DEM
Brunei Darussalam	Singapurski \$
Bugarska	DEM
Đibuti	US \$
Dominikanska republika	US \$
Estonija	DEM
Grenada	US \$
Hong Kong	US \$
Litva	US \$
St. Kits i Nevis	US \$
St. Lucija	US \$
St. Vincent	US \$

IMF, IMF Report, 1998.

U protekloj deceniji nekoliko zemalja je uvelo valutni odbor. Argentina je to učinila aprila 1991, Estonija juna 1992, Litva je 1994 uvela pa napustila VO (u drugoj polovini 1997), dok je Bugarska početkom jula 1997 uvela valutni odbor vezujući svoj

novac za nemačku marku u srazmeri 1000 leva = 1 DEM. Bosna je augusta 1997 takođe optirala za instituciju valutnog odbora umesto centralne banke (rezervna valuta je bila tada nemačka marka).

Karakteristika VO u pomenutim zemljama je da su zadržane centralne banke, premda sa veopma suženim ingerencijama ali ipak sa određenom diskrecionom moći (tako, na primer, u Argentini rezervna valuta ne pokriva emitovani novac 100% nego 66%). Ključni razlog tome je potreba da se, makar u ograničenom obimu, zadrži autonomija delovanja monetarne politike, što se smatra neophodnim u uslovima kada postoje različiti oblici ekonomske neravnoteže. Inače, u svim zemljama koje su uvele valutni odbor, kurs nacionalne valute je ostao stabilan, što znači da se uvođenje VO prema tom kriteriju pokazalo opravdanim.

Ilustracije radi, evo nekoliko osnovnih makroekonomskih pokazatelja za dve zemlje, Estoniju i Bugarsku, koje su u sistemu valutnog odbora svoju valutu vezale za nemačku marku.

	<b>T0</b>	<b>T1</b>	<b>T2</b>	<b>T3</b>	<b>T4</b>
<u>Inflacija</u>					
Estonija	1069	90	48	29	23
Bugarska	1095	30	10	-	-
<u>BDP- realno</u>					
Estonija	-19,3	-8,5	-2,7	2,9	3,7
Bugarska	-5,7	3,5	4,5	-	-
<u>Neto rezerve</u> (mil \$)					
Estonija	225	317	375	484	558
Bugarska	883	2289	-	-	-
<u>Budžet (% od BDP)</u>					
Estonija	-0,5	0,0	-0,6	-0,7	-0,5
Bugarska	-3,5	-2,0	-	-	-
<u>Izvoz (mil.\$)</u>					
Estonija	430	805		1304	1835
2043					
Bugarska	5196	5703	6445	-	-

Oznake: T0 označava početnu godinu delovanja valutnog odbora; T1,T2...su godine po uvođenju VO; neto rezerve obuhvataju samo rezerve monetarnih vlasti ali ne i poslovnih banaka; budžet ne sadrži kvazifiskalni bilans.

Izvor: IMF, International Financial Statistics, 2000.

### **Politika kursa u bivšoj SR Jugoslaviji**

U tekstu koji sledi navodi se nekoliko argumenata koje sam isticao protiv uvođenja valutnog odbora u vreme kada su postojale neke inicijative da se ta institucija uvede u SR Jugoslaviji. Mišljenja sam da je tadašnja argumentacija bila dovoljno uopštena da može poslužiti kao primer načelnog značaja o neadekvatnosti valutnog odbora za zemlje u tranziciji.

Neki ekonomisti su smatrali da bi Jugoslavija trebalo da uvede valutni odbor u cilju stabilizacije cena i kursa dinara. Drugi razlog – koji se takođe navodio u prilog valutnom odboru - je sprečavanje da jugoslovenska centralna banka volontaristički i “previše slobodno” koristi svoje diskreciono pravo kreiranja novca. Motivi su razumljivi, međutim, rekao bi da se ovde pre radilo o dobroj nameri nego do kraja promišljenom i proučenom predlogu.

Valutni odbor predstavlja izuzetno rigidni sistem ponude i regulisanja količine novca koji traži ispunjenje nekoliko ključnih pretpostavki da bi mogao uspešno da funkcioniše. Na prvom mestu valja pomenuti potreban obim deviznih rezervi. U ono vreme (1997 – 1998) sam ih procenio na 1,3 - 1,5 milijardi DEM. Drugo, bankarski sistem je bio opterećen krupnim nedostacima (Jugoslovenske banke nisu u stanju zadovoljiti kriterijima efikasnog poslovanja, rentabilnosti i kapitalizacije). Njihovo otklanjanje i sanacija zahtevali su nekoliko milijardi maraka, što je na kratak i srednji rok bio cilj izvan domašaja ekonomske politike i jugoslovenske vlade.

Treće, da bi se - u uslovima valutnog odbora - sprečilo opadanje likvidnosti, odnosno koeficijenta snabdevenosti privrede novcem, bilo bi potrebno obezbediti konstantni suficit trgovinskog bilansa, dakle višak izvoza nad uvozom (i to ne obima izvoza, već njegove vrednosti). A, to nije mogla postići zemlja ruinirane proizvodnje, teško oštećene infrastrukture, zemlja bez izvoznih tržišta, koja je bila izvan međunarodnih ekonomskih, finansijskih i monetarnih tokova. Trebalo je računati s tim, da će jugoslovenski izvoz na kratak, ali i na srednji rok, ostati izrazito nekonkurentan, o osim toga reducirane strukture (u godinama izolacije došlo je do promene u svim aspektima od kojih zavisi plasman na međunarodnim robnim i tržištima usluga). Ukratko, teško je prihvatiti da bi se suficit trgovinskog bilansa mogao održavati stalno i u dovoljno velikom obimu kako bi se obezbedilo povećanje rezervi i na toj osnovi porast novčane mase.

Umesto valutnog odbora povoljnije rešenje predstavlja sistem centralne banke, kojoj bi bila prepuštena potpuna nezavisnost i neutralnost. Ta institucija je raspolagala kadrovskim potencijalom, iskustvom i potrebnom infrastrukturom da zaista može voditi stabilizacionu politiku na području novca i valutnog kursa. Kada bi Narodna banka Jugoslavije jasno definisala i obelodanila svoj intermedijarni i finalni cilj (ravnotežni obim novčane mase i stabilnost cena, odnosno kursa) i isto tako javno izveštavala o njegovoj realizaciji, verovatno bi počela pridobivati kredibilitet kojeg je bila izgubila (uzgred, mahnitito emitovanje novca tokom 1993 godine, koje je neposredno uzrokovalo hiperinflaciju – inače jednu od najvećih u monetarnoj istoriji - treba pre videti kao popuštanje političkom interesu ili nekom neinstitucionalizovanom zahtevu, nego kao neznanje i nesposobnost u upravljanju novcem). Dakle, kada bi centralna banka radila ono za šta je zadužena i to strogo prema standardima struke, principima doktrine i u skladu sa zakonskim normama, doprinos stabilizaciji privrede, uključujući i stabilnost kursa dinara, bio bi obezbeđen. Zašto bi u tom slučaju imali potrebe za uvođenjem valutnog odbora? Sama po sebi, centralna banka nije loše rešenje, već to postaje usled neispunjavanja svoje uloge, zaobilaženja propisa koji uređuju njen status i funkcije i nepoštovanja principa razumne monetarne i valutne politike (na primer, ne postoji iole racionalni odgovor na pitanje zašto se ustrajavalo pri nominalnom kursu od 6 din za 1 DEM, kada je stvarni kurs na crnom tržištu - inače, jedino postojećem u ono vreme - preko dva puta veći, a efektivni još i više). U zemlji gde su se pravne norme kršile u širokom zamahu, često bez ikakvih posledica, nije bilo nikakve garancije da do sličnog ponašanja ne bi došlo i u slučaju eventualnog uspostavljanja valutnog odbora. Nepoštovanje pravila i osnovnih funkcija ma koje organizacije, pretvara ovu u inferiorniji



oblik nego što bi bila u uslovima urednog poslovanja i ispunjavanja dužnosti zbog kojih je osnovana.

Valja ukazati na nekoliko značajnih činjenica koje su na samom početku ukazivale da bi valutni odbor za tadašnje jugoslovenske uslove bio neodgovarajuća institucija.

U Jugoslaviji je obavljala prometnu, transakcionu, funkciju - pored domaće novca - i nemačka marka (koja je preuzela i funkciju sredstva štednje i mere vrednosti). To znači da je definicija "zvanične" novčane mase bila preuska, a ukupni monetarni volumen u zemlji veći nego što proizilazi iz isčitavanja podataka o dinarskoj količini novca. Budući da je obavljanje prometa u nemačkim markama zavisno od njihove raspoložive količine, na koju domaće monetarne vlasti nemaju nikakvog uticaja, znači da je za jedan deo agregatne količine novca u praksi postojao specifičan "valutni odbor". Nema sumnje da bi stanje unutrašnje likvidnosti bilo osetno slabije -pri bilo kojem obimu dinarske novčane mase – kada se u opticaju ne bi nalazile i nemačke marke (povećanjem brzine optičaja ne može se ozbilnije poboljšati raspoloživost prometnih sredstava). Pošto je situacija već bila takva, ne vidim razloga zašto je nisu i legalizovali uvođenjem dvojne valute: nemačke marke, pored dinara. Ukoliko monetarna politika nije u stanju i nema sposobnosti da svojim instrumentima i promenom valutnog režima osigura monetarnu i valutnu stabilnost te neophodnu transparentnost tržišta novca, onda je formalni režim dvojnog kursa povoljnije rešenje od tada postojećeg "ne-sistema".

Činjenica da se promet obavljao, osim u dinarima, i u markama ukazuje da je u zemlji de facto postojao režim dvojne valute, što između ostalog podrazumeva sužavanje monetarnog suvereniteta i gubitak dela budžetskog prihoda po osnovi seignorage-a<sup>x/</sup>. Valutnu dvojnost bi bilo moguće eliminisati jedino u slučaju da je postojalo potpuno poverenje u domaći novac, a to znači ukoliko bi se putem stalnog prilagođavanja, odnosno depresijacije, očuvao nepromenjeni realni odnos između DEM i dinara (alternativa tome je svođenje jugoslovenske inflacije na nivo koji postoji u Nemačkoj, a koji je tada iznosio 1,5% - 2,0% godišnje). Drugačije rečeno, zadržavanjem režima fiksnog kursa (koji nije realan) istovremeno se zadržavao i neformalni režim dvojne valute što je, između ostalog, lišilo državu prihoda po osnovu: 1) seignorage-a (radi se o prihodima reda veličina 1% -1,2% vrednosti BDP), 2) izgubljenog poreza koji se ne može naplatiti na transakcije i dohodak realizovan u nemačkim markama, čiji se promet u značajnoj meri nije uopšte ni registrovao.

Ne treba isključiti mogućnost da bi dvojnost valuta ostala i ukoliko bi umesto fiksnog uveli sistem plivajućeg kursa. Međutim, tada bi se brzo pokazalo da je nepotrebno upotrebljavati marku u transakcijama u kojima bi njena vrednost bila konstantno identična dinarskoj, a prema tržišno određenom kursu. Drugačije rečeno, strana sredstva plaćanja bi se menjala po realnom kursu, pa postaje svejedno koji će se novac - domaći ili inostrani - upotrebljavati (tek bi se u tom slučaju moglo zahtevati poštovanje norme da dinar predstavlja jedino platežno sredstvo u zemlji).

Može zvučati paradoksalno, ali "preniska" inflacija u tadašnjim jugoslovenskim okolnostima nije bila poželjna. Ovo stoga što su postojali izraziti cenovni dispariteti čije otklanjanje, pri isuviše niskoj inflaciji, naprosto nije bilo moguće. Dakle, iznuđena

---

<sup>x/</sup> Ovde valja praviti razliku između funkcije novca kao: (A) mere vrednosti i (B) prometnog sredstva. U funkciji (A) nije uopšte potrebno da marke budu realno prisutne (sve veće vrednosti, a naročito nepokretnosti, proizvodni kapital, oprema i sl. se po pravilu iskazuju u markama), dok je za funkciju (B) njena faktička raspoloživost neophodna.

stabilnost cena, koju implicira valutni odbor, zemlji nije bila potrebna (što, razume se, nikako ne znači da nije trebalo težiti sniženju stope inflacije kao finalnom cilju ekonomske politike). To utoliko pre, što bi tu stabilnost trebalo platiti sa oko 1,2 - 1,3 milijarde nemačkih maraka zamrznutih deviznih rezervi, koliko je otprilike tada iznosio ekvivalenat dinarske novčane mase.

Umesto valutnog odbora, kao institucije koja garantuje da se neće kreirati višak likvidnosti iznad raspoloživog obima proizvodnje, odnosno ukupnog dohotka po postojećim cenama, dovoljno je da centralna banka dosledno i do kraja ispoštuje princip monetarne ravnoteže. Ključno je da se ne dozvoli ekspanzivno kreiranje novca, za šta se mogu uspešno koristiti raspoloživi instrumenti monetarne politike (stopa obavezne rezerve, diskontna politika, kratkoročna kvantitativna ograničenja i dr.). Uspešniju varijantu bi predstavljale operacije na otvorenom tržištu, ali je ovaj instrumenat prethodno potrebno institucionalno upostaviti. Ravnotežna količina novca na srednji rok vodi sniženju stope inflacije i povratku poverenja u domaći novac, ali ona sama po sebi ne rešava problem konvertibilnosti domaćeg novca, niti problem njegovog realnog kursa. Taj zadatak može uspešno obaviti režim fluktuirajućeg kursa, koji je u jugoslovenskim okolnostima predstavljao bolje rešenje od fiksnog sistema, koji nije funkcionisao.

### **Fiksni ili plivajući valutni režim?**

Kad se kurs formira zavisno od ponude i tražnje, u principu nisu nužne devizne rezerve za njegovu odbranu, a promet se iz sive zone seli u banke. Dobici su višestruki, a najvažniji su što se postepeno vraća poverenje u poslovanje banaka, što se dobija tačna evidencija o deviznim transakcijama i što ekonomska politika tada može upravljati faktičkom ponudom i tražnjom na deviznom tržištu.

### **Napomena o Rentenmarki**

Nemci su bili svesni da se haos inflacije, koja je u leto 1922 godine zahtevala 500 triliona papirnih maraka za opsluživanje decimiranog BDP, može zaustaviti jedino zaustavljanjem emitovanja novca. Međutim, znalo se da se time neće povratiti poverenje u novac, koji je bio obezvređen do neslučenih razmera. Za to je bilo potrebno da ga ljudi prihvate u ubeđenju da ga mogu u bilo koje vreme zameniti za neku količinu robe i usluga – količinu čija vrednost proizlazi iz oznake, broja, naznačenog na papirnoj novčanici.

Oktobra 1923 ustanovljena je Deutsche Rentenbank kojoj je stavljen u zadatak da izdaje novi novac, koji je poneo naziv Rentenmark. Pokriće Rentenmarke je bilo u kapitalu ekvivalentnom 3,2 milijarde zlatnih maraka. A taj iznos se, u stvari, sastojao od 50% obradivog i šumskog zemljišta i 50% od industrijskih i komercijalnih preduzeća (zgrade, oprema, mašine, zalihe). Na toj monetarnoj »osnovi« je bilo emitovan novi novac u ukupnom iznosu 2,4 milijarde maraka (dakle, manje nego što je dozvoljavalo realno pokriće u zemlji i šumama).

Centralna banka je prestala da diskontuje, tj. odkupljuje hartije od vrednosti države, tako da je ova morala drastično reducirati budžet, do tada najvećeg kreatora i korisnika papirnog novca (bilo je otpušteno 20% zaposlenih u državnoj upravi). Država je morala finansirati svoje potrebe iz dodatnih poreza koje je prikupila zahvaljujući povećanju proizvodnje i potrošnje (koje su uvećane povratkom osnovnih funkcija novca). Što se tiče privatnih preduzeća, ona su do dodatne likvidnosti morala doći prodajom

inostrane valute, zlatnih maraka (iz ranijeg perioda) i rasprodajom zaliha. Inflacija je za dva meseca bila oborena, a kurs marke prema dolaru i zlatu ostao stabilan.

Važno je naglasiti da je pokriće nove marke bilo u suštini fiktivno. Jasno je da se nije mogla prodati državna zemlja i šume i »platiti donosiocu«, tj. konvertovati oranice za papirni novac. Cela operacija stabilizovanja marke je temeljila na činjenici da H. Schacht nije emitovao više novca nego što je iznosilo formalno iskazano i objavljeno »pokriće«. Prava garantija, dakle, za pokriće nove marke je bila isključivo u njegovom stavu, izjavi, »časnoj reči«, da će novčana masa iznositi koliko omogućavaju »rezerve« u šumama, oranicama i vrednosti proizvodnog kapitala preduzeća. Međutim, Schacht je kao stvarni kriterij, na osnovu kojeg je puštao u opticaj novu količinu novca, uzimao ostvarenu vrednost proizvodnje industrije i poljoprivrede, dakle kriterij koji centralne banke, u tom ili modifikovanom obliku, koriste i danas. Šume su predstavljale formalno iskazanu garantiju, nekakav "psihološki valutni odbor", dok je obim novčane mase određivao ostvareni bruto domaći proizvod Nemačke.

Vrednost novca proizlazi iz realne vrednosti proizvodnje (tj. BDP). Ukoliko se ne emituje previše novca njegova vrednost će u načelu biti očuvana. A, da se ne bi emitovalo više novca nego što odgovara monetarnoj ravnoteži, nisu potrebne nikakve nove institucije, monetarni odbori, valutna veća i sl. Potreban je guverner centralne banke koji ne voli previše nula.

Fluktuirajući kurs ne mora značiti nestabilan kurs. Relativna stabilnost toga kursa može se obezbediti odgovarajućim monetarnom, ali i fiskalnom politikom. Ukoliko postoji minimum rezervi za intervencije centralne banke, treba se opredeliti za kontrolisano fluktuirajući kurs i utvrditi marginu fluktuiranja. Smisao intervencija centralne banke, kojima ona zadržava fluktuiranje kursa unutar te margine, je da se otkloni uticaj sezonskih i spekulativnih udara. Prirodno, ova se margina može održati samo dok nema trajne promene odnosa tražnje i ponude na deviznom tržištu. Inače, termenske prodaje i kupovine u ovom modelu se podrazumevaju.

Monetarna politika može kontrolisati plivajući kurs na dva načina. Prvo, neposredno, intervencijama na otvorenom tržištu, prodajom i otkupom hartija od vrednosti centralne banke, države (odnosno javnog sektora), denominiranih u inostranoj valuti, povlačenjem i ubacivanjem deviznih rezervi kada tržišni kurs odstupa od dozvoljenog fluktuiranja. Drugi način je posredstvom ciljnog obima novčane mase koji omogućava da se tražnja za devizama održi na nekoj izabranoj ravni i tako - pri datoj ponudi - očuva željeni kurs. Politika ciljnog obima novčane mase se zasniva na tezi da je inflacija na dugi rok uvek monetarni fenomen. Prema tome, kontrolisanjem količine novca istovremeno se kontroliše i inflacija i, posredno, nivo kursa. U ovom modelu, eventualno visoka stopa rasta novčane mase predstavlja indikator buduće inflacije. Ukoliko, pak, centralna banka objavi obim novčane mase kao intermedijarni cilj svoje politike, i striktno ga se pridržava, tada se planiranoj količini novca prilagođavaju i cene, plate, a posredno i kurs nacionalne valute<sup>x/</sup>.

Ukoliko se rast novčane mase drži približno na ravni rasta realnog bruto domaćeg proizvoda i ukoliko je budžet uravnotežen u svim fazama privrednog ciklusa, cene će biti stabilne (u smislu da se stopa njihovog rasta neće povećavati nego će ostati približno ista, a zavisice od odnosa između produktivnosti i troškova po jedinici ostvarenog proizvoda).

---

<sup>x/</sup> Ovde je potrebno uneti jednu sistemsku pretpostavku. Stabilna tražnja novca zahteva stabilnu strukturu finansijskog i monetarnog sistema, a naročito bankarskog sistema. Velike oscilacije u tražnji novca zahtevale bi srazmerno velike intervencije deviznim rezervama, da se kursni odnos odbrani unutar nekog tolerantnog raspona.

Tada bi i kurs ostao dugoročno konstantan, izuzev za efekat promene koju izazivaju odnosi razmene (terms of trade), što bi centralna banka mogla bezbolno "ispeglati" svojim intervencijama.

Razume se, u ovom modelu nema mesta za neanticipiranu promenu tražnje i ponude deviza. Pretpostavlja se da je obim ponude inostranog novca egzogeno definisan, a tražnja opredeljena obimom raspoložive količine domaćeg novca. Implicitna je pretpostavka da nema prelivanja iz neaktivne u aktivne depozite niti drugih eksternih uticaja, odnosno, ukoliko ih ima, njihove posledice na kurs centralna banka ublažava intervencijama deviznim rezervama. Na taj način se obezbeđuje da kurs oscilira unutar jednog užeg koridora, čije granice monetarna politika može neposredno pomerati, bilo naviše, bilo naniže.

Režim kontrolisanog fluktuiranja primenjuje pretežna većina zemalja u tranziciji. One koje su u prvim fazama tranzicije pribegle fiksnom kursu napustile su ga i orijentisale se na režim plivanja (na primer, Češka).

### **Zajednička valuta – prednosti i nedostaci**

Osvrnimo se sada na pitanje: šta će zemlje, koje se sada nalaze u fazi tranzicije – uključujući i one koje su uvele valutni odbor – dobiti ukoliko nakon priključenja Evropskoj uniji pristupe i Evropskoj monetarnoj uniji (nakon odgovarajućeg razdoblja, razume se, tokom kojeg bi bile članice ERM II)?

Poznato je da ne postoji jedinstveno rešenje za tzv. "nekonzistentni kvartet": slobodnu trgovinu, slobodno kretanje kapitala, autonomnu nacionalnu ekonomsku politiku i fiksni kurs. Pomenuta četiri cilja nije moguće istovremeno kombinovati u jednom ekonomskom sistemu. Da bi ovaj uspešno funkcionisao neophodno je da se nečega odrekne. Tako je, na primer, bila žrtvovana monetarna autonomija u vreme zlatnoga standarda. U Bretton Woodskom sistemu je kontrola kretanja kapitala bila svesna i namerna nekonzistentnost. Kada su se restrikcije na kretanje kapitala počele postepeno odstranjivati, a kontrola nad kretanjem slobodnih novčanih sredstava sa državnih organa prenela na finansijsko tržište, fiksni kursevi su ustuknuli pred klizajućim. Tako je u prvoj fazi Evropskog monetarnog sistema uspostavljen kompromis između slobodnog kretanja kapitala i režima fiksiranih kurseva (premda sa odgovarajućom marginom odstupanja od centralnog pariteta). Time je omogućeno da država ipak zadrži neku autonomiju u vođenju svoje ekonomske politike.

Uspostavljanje Evropske monetarne unije (EMU) predstavljalo je radikalno rešenje "nekonzistentnog kvarteta": autonomija nacionalne ekonomske, prvenstveno monetarne, politike je zamenjena kolektivnom monetarnom suverenošću.

Slobodno klizanje kursa, pod uticajem ponude i tražnje, sadrži određeni stepen nestabilnosti. EMU je ustanovljena prvenstveno stoga da bi obezbedila stabilnost valuta i tako olakšala trgovinu između država ujedinjenih u Evropsku uniju. Valutna stabilnost čini jedan od ključnih stubova ekonomske integracije zapadnoevropskih država, uporedo sa trgovinskom integracijom i jedinstvenim tržištem.

Razvijeni trgovinski odnosi mogu temeljiti na slobodno plivajućim kursovima, isto tako kao što bi na tom sistemu mogla počivati i potpuna finansijska integracija. Međutim, nije moguće izgraditi jedinstveno tržište bez jedinstvene valute ili bez fiksnih odnosa među njima. U takvom režimu su, pored ostalih prednosti, informacioni i transakcioni troškovi spoljne trgovine veoma niski, a valutnog rizika nema. No, postoje

zato neki drugi, nepovoljni, aspekti monetarne integracije. Pogledajmo na kratko jedne i druge.

Koji su pozitivni efekti monetarne unije?

- Jedinствена valuta eliminiše kategoriju kursnih odnosa unutar Evropske monetarne Unije (ostaju samo odnosi eura prema valutama trećih zemalja, kao na primer, prema dolaru i jenu); valutni rizici stoga prestaje da postoje;
- Izjednačava se pozicija svih zemalja na kapitalnom tržištu; manje zemlje, sa “nevažnim” valutama bile su odgurnute na rub međunarodnog finansijskog tržišta, plaćajući često tu “prednost” višim premijama,
- Euro je preuzeo deo postojeće denominacije međunarodne trgovine i međunarodnih finansijskih transakcija,
- Euro je doprineo sniženju kratkoročnih kamatnih stopa, dok će dugoročne stope biti pod uticajem obima nacionalne štednje, premda će se razlike između država i u tom pogledu smanjiti; reduciranje kamata će, sa svoje strane, doprineti uvećanju investicija i agregatne proizvodnje,
- Trgovanje između država članica Unije je olakšano (carina ionako nema),
- Euro će podstaći tražnju zemalja ne-članica za tom valutom, što će uvećati tražnju za euro-bankarskim uslugama,
- Ujednačavanje kriterija i uslova poslovanja smanjilo je troškove zapadnoevropskih banaka i učinilo ih konkurentnijim na svetskom novčanom tržištu,
- Jaki euro podstiče priliv kapitala, odnosno portfolio investicije u finansijski prostor EU,
- Jedinствена valuta neposredno doprinosi sniženju cena i većoj transparentnosti tržišta (primer: nemački proizvođač automobila Volkswagen je ustanovio da su se cene pojedinih modela razlikovale i do 40% između najjeftinijeg i najskupljeg tržišta unutar Evropske unije).

Slabosti monetarne unije:

- Gubitak nacionalne kontrole nad kursom, monetarnom i delimično nad fiskalnom politikom,
- Područja sa nefleksibilnim tržištem rada mogu pod pritiskom dodatnih troškova povećati nezaposlenost, a pomoć tim područjima mogla bi se iskazati kao skupa, zahtevajući obimne transfere poreskih prihoda jednih zemalja u druge,
- Kamatna politika prestaje da postoji u ranijem obliku i obimu; odluku o osnovnoj kamatnoj stopi donosi centralna evropska banka,
- Ukoliko se euro ne potvrdi kao dovoljno jaka valuta, mogući su odlivi kapitala u države sa povoljnijim finansijskim uslovima.
- Zajednička valuta za zemlje u tranziciji može da pretstavlja veliki pritisak u pravcu ujednačenja troškova poslovanja sa onim u razvijenim državama, što će se često pokazati neizvodljivim; u tom slučaju je reduciranje neto profita neizbežna posledica.