

POGLAVLJE 4

DA LI JE VREME ZA ZVANIČNU DOLARIZACIJU U SRBIJI?

Marko Malović¹

Apstrakt

U ovom radu, nakon teorijskih razmatranja troškova i koristi napuštanja vlastite i zvaničnog usvajanja tuđe valute kao legalnog sredstva plaćanja, bavimo se ispitivanjem tekuće politekonomske konstelacije Srbije u pokušaju da sagledamo kakav bi bio efekat zvanične jednostrane (ili dogovorene) dolarizacije na ključne makroekonomske promenljive, poput monetarne i finansijske stabilnosti, platnobilansnog salda, privrednog rasta, započetog procesa priključenja EU itd. Iz analize proizlazi da zvanično uvođenje evra treba da prati formalnu agendu pristupanja EMU samo u slučaju da Srbija želi da razvije jak realni sektor privrede, promišljenu i dalekosežnu strategiju industrijske politike i industriju kao granu, dok u suprotnom preporučujemo raniji bilo dogovoren bilo jednostrani prelazak na evro.

Ključne reči: zvanično uvođenje evra, makroekonomski efekti

UVOD

Prošlo je sigurno dobrih desetak godina otkad je ekonomski fenomen dolarizacije ozbiljnije i poduže zaokupio svetsku i regionalnu akademsku zajednicu. U vreme intelektualne popularizacije tzv. bipolarne hipoteze, na jednoj strani, te česte monetarne nestabilnosti i nepouzdanosti čvrstih ali prilagodljivih režima deviznog kursa, kao i nedovoljnih deviznih rezervi da pokriju šire monetarne agregate u slučaju napada na takođe reklamiran režim valutnog odbora, alternativa preuzimanja tuđe, no svetske, stabilne i međunarodno reputabilne valute za zvanično sredstvo plaćanja u unutrašnjem platnom prometu, dobila je kako u teoriji tako i u praksi pristojan broj sledbenika. Međutim, oprljene iskustvima

¹ Dr Marko Malović, vanredni profesor, IEN-Beograd i Univerzitet u I. Sarajevu, email: marko.malovic@ien.bg.ac.rs

snažnih i učestalih spekulativnih udara na nacionalnu valutu i s tim u vezi brzometnim gubljenjem deviznih rezervi (usled uzvrpoljenih i ćudljivih međunarodnih tokova kapitala), mnoge zemlje u razvoju i privrede u tranziciji okrenule su se akumulaciji zamašnih, monetarno i psihološki impresivnih, svota deviznih rezervi, kao i blagodetima rukovođeno-fluktuirajućih kursnih režima.

Međutim, već i površna makroekonomska analiza postignutih strukturnih reformi i numeričkih vrednosti ključnih fundamentalnih promenljivih indikativnih po privredno zdravlje Srbije, upućuje na zaključak da je Srbija zapravo propustila da na pravi način i u punoj meri iskoristi teorijske prednosti i praktične proizvodno-trgovinske blagodeti režima rukovođeno plivajućeg deviznog kursa. Visoka dolarizovanost (oličena lokalnim prisustvom evra) srbijanske privrede, štaviše, osim što umanjuje makro i mikroekonomsku efektivnost plivajućeg kursa, ozbiljno sapinje potencijal instrumenata monetarne politike i doliva ulje na vatru dužničke nelikvidnosti i problematičnih zajmova, štaviše zapravo dodatno sugerije okretanje upravo ekstremnom režimu oficijelne dolarizacije koji bi legalizovao upotrebu evra u mnogim transakcijama ako ne i u celini unutrašnjeg platnog prometa. Stoga, u ovom radu, nakon teorijskih razmatranja fenomena dolarizacije, te troškova i koristi napuštanja vlastite i zvaničnog usvajanja tuđe valute kao legalnog sredstva plaćanja, bavimo se ispitivanjem tekuće politekonomske konstelacije Srbije u pokušaju da sagledamo kakav bi bio efekat zvaničnog jednostranog uvođenja evra na njene makroekonomske performanse i brzinu procesa pristupanja E(M)U. S obzirom na to da je Srbija, kao i neke druge privrede u regionu, *de facto* ekonomski i politički a posredstvom SSP i statusom kandidata za punopravno članstvo i *de iure* povezana sa EU, verovatnoća čak i implicitnih sankcija E(M)U zbog srpskog usvajanja evra nije velika. Ipak, imajući u vidu domaće makroekonomske rizike unilateralne dolarizacije i skorašnju globalnu recesiju sa trostrukim dnom, bilateralno dogovorena dolarizacija ili makar relaksacija kriterijuma nominalne konvergencije bili bi skoro izvesno bolje opcije i za Srbiju i za EMU.

POJAM DOLARIZACIJE I TEORIJSKA RAZMATRANJA

Pojam dolarizacija nastao je i načelno se i analizira u kontekstu nasleđa monetarne i finansijske nestabilnosti, odveć ranjivih kursnih režima, slabih institucija i opšte privredne turbulencije. Fenomen izbegavanja sopstvene nacionalne monete koja je nepouzdana ili nedovoljno prihvaćena tako predstavlja racionalan izbor ekonomskih agenata i svojevrsno samoosiguranje od hiperinlacije ili drugačije nanetih gubitaka [Chailloux *et alia*, 2010]. Pod

dolarizacijom se, dakle podrazumeva jednostrano preuzimanje tuđe valute za zvaničnu monetu ili prećutno tolerisanu valutu u unutrašnjem platnom prometu i svakodnevnim transakcijama. Calvo and Vegh (1996), međutim, sugerišu kako bi se ovim terminom trebalo služiti samo za korišćenje strane valute kao mere vrednosti (obračunskog sredstva) i čuvara vrednosti (novac kao blago), dok bi za ekstenziju dolarizacije do stadijuma u kome se tuđa moneta uzima i za sredstvo robno-novčane razmene (efektivno platežno sredstvo) valjalo upotrebljavati sintagmu „valutna supstitucija“. Bilo kako bilo, izražen fenomen dolarizacije u srednjem i dugom roku, kada bi nepokriveni kamatni paritet morao da važi, uvek se svodi na optimizaciju finansijskog portfolija sa stanovišta minimizacije gubitaka iz odnosa kolebljivosti očekivanih prinosa (aproksimiranih promenom kursa) i kolebljivosti inflacije (tj. nominalnih kamatnih stopa) na svaki segment deviznog podbilansa [Chailloux *et alia*, 2010], [Rajković-Urošević, 2014]. Čak i uz prisustvo pravno sankcionisanih zabrana ili ograničenja korišćenja strane valute, tržišni transaktori je u Srbiji svejednako i rasprostranjeno koriste, pa su monetarne vlasti i relaksirale pravne restrikcije korišćenju strane valute u (naročito krupnijim, npr. pri kupovini nekretnina) transakcijama [Malović, 2014]. Malović (2014), tako, prateći etabliranu modelsku matricu Obstfeld-a i Rogoff-a (1998), aproksimaciju za stepen dolarizacije izvodi pošavši od avansno ograničene funkcije korisnosti reprezentativnog potrošača:

$$U_t = \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} \{U(C_j) + U[M^S_j/P_j + U(\varepsilon_j M^{S* \%}_j/P_j)]\} \quad (1)$$

U_t je funkcija korisnosti, β diskontni faktor, C i P tekuća potrošnja i opšti nivo cena, respektivno, dok $M^{S* \%}$ ovde označava nominalnu komponentu stranog novca koja se koristi za domaća plaćanja, tako da važi

$$U(\varepsilon_j M^{S* \%}_j/P_j) = \tilde{a}_0(\varepsilon_j M^{S* \%}_j/P_j) - 0.5\tilde{a}_1(\varepsilon_j M^{S* \%}_j/P_j)^2 \quad (2),$$

pri čemu $1 - \beta < \tilde{a}_0 \leq 1$, $\tilde{a}_1 > 0$. Ovu specifikaciju treba shvatiti kao kontinuum troškova izbegavanja zakonskih restrikcija upotrebi stranog novca. Kada je $\pi^E \leq \pi^{*E}$, nema svrhe koristiti stranu valutu, u suprotnom, udeo strane valute u domaćim transakcijama će očekivano rasti. Kako transaktori u Srbiji pored dinarske gotovine i obveznica, u okviru svog portfolija barataju i segmentom inostrane efektivne (koja je rastuća funkcija razlike u stopama inflacije u zemlji i inostranstvu), budžetsko ograničenje karakterističnog transaktora biće [Malović, 2014, str. 125].

$$O_{t+1} + M^S_{t+1}/P_{t+1} + \varepsilon_t M^{S* \%}_{t+1}/P_{t+1} = (1+i)O_t + M^S_t/P_t + \varepsilon_t M^{S* \%}_t/P_t + Y^D_t - C_t \quad (3)$$

Ovde su od novih varijabli uvedene: O sekjuritizovani dugovi, ε kao devizni kurs, te Y^D kao raspoloživi dohodak.

Maksimizujući (1) po inostranoj efektivni, te nakon nekoliko matematičkih transformacija, iz Obstfeld-Rogoff-ljevog (1998, str. 551-553) modela proizlazi da će stepen parcijalne dolarizacije biti:

$$M^{S*\%}_t/P_t^* = (\tilde{a}_0 - \frac{1-\beta}{1-\beta \frac{F_t^*}{F_{t+1}^*}}) / \tilde{a}_1 \quad (4)$$

Jednačina implicira da će privredni transaktori pribegavati čak i protivpravnoj parcijalnoj dolarizaciji uvek kada je domaća inflacija dovoljno iznad inostrane, pri čemu će prag inflacionog diferencijala biti tim manji što je diskontovani novčani ekvivalent pravnih sankcija za neovlašćenu dolarizaciju niži. Takođe, iz relacije (4) proizlazi da pri neanticipiranom trajnom porastu domaće novčane ponude, privredni agenti krešu tekuću potrošnju i investicije radi rebalansiranja finansijskog portfolija na račun domaćih obveznica a u korist pribavljanja strane efektivne. Moron (2007), međutim, po stepenu likvidnosti razlikuje valutnu supstituciju od devizne supstitucije finansijske aktive, gde prva služi svrsi likvidnosnih potreba i očuvanja kupovne moći efektivne, dok druga povlađuje potrebi optimizacije viševalutnog portfolija shodno visini ukupnog prinosa (devizna kapitalna dobit uvećana za međuvalutnu kamatnu arbitražu), shodno čemu kao alternativu nacionalnoj moneti osim strane gotovine, u inostranoj valuti denominiranih obveznica on vidi i domaće ili prekogranično pohranjene devizne depozite. U svakom slučaju, u ovom radu nećemo insistirati na pripajanju procene bega kapitala iz Srbije ukupnim ocenama obima dolarizovanosti njenih privrednih subjekata, s obzirom na to da je i ovako situacija i numerički i praktično dovoljno dramatična. U uslovima visoke parcijalne dolarizacije, veoma je skućena mogućnost centralne banke da vodi suštinski autonomnu monetarnu politiku, osim kroz kontrolu priliva kapitala, manipulaciju ukupnim rezervama bankarske likvidnosti i održanjem generalnog poverenja u bankarski sistem [Malović, 2014]. Neoficijelno a visoko dolarizovane privrede suočavaju se s krupnim problemima u pogledu neefikasnosti konvencionalnih instrumenata monetarne politike, insuficijencije ili pervertiranosti njenih transmisionih mehanizama, te ranjivosti otplatnog potencijala suverena i privredno-finansijskog sistema uopšte, u slučaju krupnijih odnosno permanentnijih deprecijacija plivajuće nacionalne valute [Ize-Levy-Yeyaty, 2003]. Ilustracije radi, u Srbiji je rasprostranjena upotreba evra kao paralelene valute u svim gore opisanim teorijskim oblicima, što i ne čudi budući da se zamašan deo 10%-og dela ukupne količine evra u opticaju koji je van EMU

nalazi upravo u zemljama Z. Balkana. Evro u Srbiji cirkuliše i u obliku slamarične gotovine kao i u obliku bankarskog (depozitnog) novca, štaviše, izvesna plaćanja visokih denominacija (npr. kupoprodaja nekretnina) legalno su provodiva u nedinarskoj efektivni. Statističke (pr)ocene gotovine koju domaćinstva i pojedinci poslednjih godina drže u evrima u Srbiji dostižu nekih 30% BDP, zastupljenost evra u strukturi depozita preko 70%, a dolarizacija unutrašnjih zajmova oko 25% (sa još dodatnih 10-ak procentnih poena dinarskih kredita je deviznom klauzulom vezano za evro).

Tabela 1. Dolarizovanost štednje i obaveza preduzeća u Srbiji (u mil. RSD)
2008-2014

Godina	Dev. Depoziti preduzeća	Štednja				Obaveze		Financiranje				Ukupno devizna obaveza	
		EUR	USD	JNY	CHF	Devizna obaveza	Devizna obaveza	EUR	USD	JNY	CHF		
2008	181,170	24,704	2,467	-	1,111	-	8,114	22,241	1,704	-	2,004	100	181,170
2009	183,801	12,571	1,111	-	21,100	-	71,111	22,000	2,700	-	2,000	100	183,801
2010	181,048	12,201	1,100	-	22,000	-	61,100	22,000	1,100	-	2,000	100	181,048
2011	181,700	12,200	1,100	-	11,100	-	21,100	22,000	1,100	-	2,000	100	181,700
2012	181,100	12,200	1,100	-	11,100	-	21,100	22,000	1,100	-	2,000	100	181,100
2013	181,700	12,200	1,100	-	11,100	-	21,100	22,000	1,100	-	2,000	100	181,700
2014	181,000	12,200	1,100	-	11,100	-	21,100	22,000	1,100	-	2,000	100	181,000

Izvor: NBS (2014) i kalkulacije autora

Uprkos činjenici da ocenjene vrednosti koeficijenata transmisionog mehanizma deviznog kursa na inflaciju u Srbiji poslednjih godina iznose daleko manje od 100% (a na kratak rok i ispod 0,5) [Arsić-Mladenović-Nojković-Petrović, 2005], očito je da u praksi teorijski potencijal Marshall-Lerner-ove teoreme i sledstveno udžbenička preimućstva rukovođeno plivajućeg režima kursa dinara, u Srbiji jednostavno nisu iskorišćena, pa se postavlja pitanje da li u svetlu propuštene istorijske šanse i predstojećeg priključenja E(M)U treba napustiti dosadašnju politiku deviznog kursa i preći na/proglasiti oficijelnu (i punu) dolarizaciju.

Da bismo pružili makar preliminarni odgovor na ovo važno pitanje, neophodno je: 1) prepoznati uzroke zakazivanja monetarne politike i fundamentalnog platnobilansnog poboljšanja, tj. izvozne i proizvodne ekspanzije, 2) razmotriti institucionalne, operativne i strukturno-reformske preduslove uspešnosti unilateralne dolarizacije, te stepena u kome su oni ispunjeni u slučaju Srbije, kao i 3) identifikovati i sameriti, bar *grosso modo*, troškove i koristi pune i oficijelne dolarizacije u Srbiji kako u svojoj jednostranoj, tako i u prećutno dogovorenoj verziji.

NAPOREDNA DOLARIZACIJA KAO FAKTOR ZAKAZIVANJA MONETARNE POLITIKE I POLITIKE PLIVAJUĆEG KURSA

Nezvanična parcijalna dolarizacija koja je prisustvom i upotrebom evra u Srbiji uzela maha, jamačno je jedan od uzročnika i unutrašnjih katalizatora zakazivanja autonomne monetarne politike (fleksibilnog ciljanja inflacije) i podbacivanja funkcija i funkcionalnosti politike rukovođeno plivajućeg deviznog kursa.

Analizirajući stepen autonomnosti monetarne politike visoko devizno zaduženih i parcijalno dolarizovanih latinoameričkih zemalja sa fleksibilnim valutnim režimom, Edwards (2015) empirijski otkriva da su one prinuđene da blisko prate monetarnu politiku američkog FED i da je faktički stepen monetarne autonomije kudikamo skromniji od teorijskih predikcija. Po svoj prilici, Srbija se suočava sa sličnim Scila-Haribda problemom: suočena sa recesijom i niskom inflacijom, NBS je sklona spuštanju repo stope, ali s obzirom na to da se u nas samo oko trećine transakcija kontinuelno obavlja u dinarima, a resto najvećma u evrima, efekti instrumenata NBS su po pravilu višestruko slabiji nego u odsustvu dolarizacije, da i ne govorimo o mogućnosti da iz evrizovanog dela privrede konverzijom u dinar vazda nešto iznenadi i iskomplikuje vođenje tekuće monetarne politike. Nadalje, u situaciji kada se visokom repo stopom indirektno brani kurs dinara (koji se uporedo sa inflacijom neminovno takođe cilja), samo je jedna ilustracija konflikata u koje monetarna politika NBS skoro svakodnevno upada, budući da skok kursa teško pogađa i u nelikvidnost stegnute dužničke omče gura čitav niz preduzeća i domaćinstava koja imaju ili devizno denominovane dugove ili kredite sa deviznom klauzulom. Najzad, Srbija odavno ima problema sa prodajom dinarskih državnih hartija dužeg roka dospeća, što bi se dodatno iskomplikovalo snižavanjem repo stope jer ono smanjuje prinos i poskupljuje ove hartije iz vizure finansijski prenapregnutih investitora.

Tabela 2. Bilans robe i usluga Srbije 2000-2012 (u mlrd. €)

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
-1,57	-2,33	-3,26	-3,36	-5,07	-4,28	-5,02	-7,33	-8,69	-4,93	-4,57	-5,16	-5,45

Izvor: NBS (2014)

Najzad, privremeni podsticaji deprecijacionim podizanjem cenovne konkurentnosti u izvozu, mogu se iskoristiti samo ako raspoložemo zdravom i potentnom industrijsko-poljoprivrednom bazom proizvođača, preduzeća i kooperanata koji imaju znanje, savremene tehnologije, neiskorišćene a brzo uposlive kapacitete i dovoljno visoku cenovnu elastičnost proizvodno prodajnih

kanala, da na takav podsticaj odreaguje. Budući da je tokom prethodnih dve decenije - što tuđom „pomoći“ (sankcije, bombardovanje), što od domaće ruke (korupcija, nebriga, oskudica, štetočinske privatizacije) - srpska privreda (a osobito industrijska proizvodnja i poljoprivredni kapaciteti) u najboljem slučaju desetkovana, naša neto izvozna ostvarenja su često bivala zanemarljiva, a povremena poboljšanja platnog bilansa pre rezultanta uvozne kontrakcije izazvane recesijom i/ili fiskalnom restrikcijom, nego li uspeh izvozno-promotivne strategije privrednog razvoja. Važna uloga deviznog kursa kao makroekonomskog vetrokaza pri investiranju, realokaciji resursa, te ažuriranju relativnih cena (i odnosa razmene), jalova je i inferiorna u sučeljenju sa nedovoljnim poštovanjem svojine, promenljivim propisima, nelojalnom konkurencijom, strahovito inertnom državnom administracijom, demografski i infrastrukturno korodiralom privredom Srbije. I pre i nakon 2012. godine, Srbija je imala po jednog izrazito velikog i dominantnog izvoznika (najpre US Steel u železari Smederevo, a potom FAS u Kragujevcu), koji je istovremeno spadao i među ubedljivo najveće uvoznike, sa uglavnom skromnim neto izvoznim rezultatima. Ako analiziramo srednja i velika preduzeća sa ikakvom izvoznom aktivnošću u Srbiji, jedino US Steel do 2012. i FIAT poslednjih godina ostvaruju izvoz od preko milijardu evra, potpomognut subvencijama, jeftinom radnom snagom i drugim olakšicama, a ne prevashodno fleksibilnošću deviznog kursa. U narednom (daleko inferiornijem) stratumu preduzeća, sa izvozom od 100-400 miliona evra godišnje, nalazi se svega 8 pravnih lica, od kojih su neka privučena makroekonomski neopravdanim i neodrživim subvencijama, neka su došla sa namerom da na mala vrata uđu na orijaško rusko tržište, dok su njih bar dva kao komponentaši prilično vezana za egzistenciju i nesmanjenu tražnju samog FAS [Jeremić-Milojević, 2015]. Drugim rečima, ono vitalne izvozno orijentisane privrede što imamo nije ni zaživelo ni preživelo blagodareći prevashodno plivajućem kursu, niti -imajući devizne prihode-signalizira poteškoće sporad eventualno evrizovanih poslovnih rashoda, dok visoko uvozno zavisna preduzeća, *caeteris paribus*, verovatno ne bi bila u lošijoj situaciji kada bi evrizacijom svojih prihoda bila lišena borbe sa kursnim razlikama prilikom obezbeđivanja proizvodnih inputa.

PREDUSLOVI ZA USPEŠNOST ZVANIČNE DOLARIZACIJE

Kada je reč o preduslovima za uspešnost zvanične dolarizacije, Jacome i Lönnberg (2010), naslonjeni na dugu i obimnu literaturu iz ove problematike, ističu *a)* institucionalna pitanja, zatim *b)* operativna pitanja i *c)* ključne prateće strukturne reforme. Naime, oficijelna dolarizacija iziskuje jaku i nedvosmislenu političku i institucionalnu podršku, zbog neophodnih izmena u mnogim oblastima finansijske

legislative, pa i zakonu o narodnoj banci i ustavu zemlje. Ovaj uslov u Srbiji zasad nije ispunjen. Operativna pitanja, pak, tiču se vremenskog okvira i akcionog plana sprovođenja zvanične dolarizacije, a obuhvataju, *inter alia*, pitanje utvrđivanja konverzije stope (finalnog bespovratnog pariteta dinara i evra), datum stupanja na snagu nove valute i obavezne konverzije stope, datum prestanka sprovođenja operacija na otvorenom tržištu od strane narodne banke, period u kome će obe valute legalno biti u opticaju, datum prestanka otkupa dinara u sklopu konverzije od strane centralne banke, te datum do kojeg svi poslovni bilansi preduzeća moraju biti potpuno evrizovani [Jacome-Lönnberg, 2010]. Iako prilikom dolarizacije kamatne stope po pravilu padaju, dolazi do rasta cena usled tendencije zaokruživanja konvertovanih cena naviše, pa valja proceniti sposobnost da se medijskom kampanjom i finansijskom inspekcijom ovakvo ponašanje minimizuje. Najzad, treba predvideti kapacitete, bezbednost, postupke i izdatak uništavanja povučenog nacionalnog novca (pretapanje, bušenje, seckanje, bojenje i sl.). Naša je procena da Srbija može uspešno, efikasno i bezbedno odgovoriti ovim zadacima. Prateće strukturne reforme, u teoriji, odnose se na skup neophodnih makroekonomskih prilagođavanja od kojih je praktično najveći broj u nas već proveden ili se uveliko provodi (npr. reforma tržišta radne snage, fiskalna reforma, bankarsko-finansijska reforma i liberalizacija međunarodnog kretanja kapitala, prilagođavanja spoljnotrgovinskog režima).

Eichengreen (2001), međutim, odavno smatra da su stvarnost i praksa obesmislili debatu o ispunjenosti strukturnih reformi kao preduslova uspešne zvanične dolarizacije, da su nekolike zemlje uspešno provele dolarizaciju ne samo bez već upravo zbog problema u progresu sa provođenjem strukturnih reformi, pa je otud odgovor na pitanje iz naslova ovog rada potvrđan ako i samo ako zvanična dolarizacija rešava ili s mrtve tačke nabolje pomera neki od krupnih makroekonomskih problema države koja je uvodi. S obzirom na to da je empirijska literatura o vezi i uticaju izbora kursnog režima na privredni razvoj i rast nedorečena i kontroverznih zaključaka, jasno je da je teorijska potraga za jednim superiornim i apsolutno optimalnim režimom deviznog kursa na relaciji fiksni ili fleksibilni donekle hipertrofirana, jer pasovanje čvrstog ili plivajućeg režima zavisi od vrste moralnog posrnuća (reputacionog hazarda) koja dominira privredom – garancija nepromenljivog pariteta ili mreža finansijskog osiguranja [Eichengreen, 2001]. Drugim rečima, u Mundell-Flemingovom svetu lepljivih cena i međunarodno pokretljivog kapitala, izbor kursnog režima treba da zavisi od prirode šoka koji pogađa privredu: ako su makrodistorzije poreklom iz realnog sektora, plivajući kurs je optimalan, a ukoliko su šokovi prevashodno finansijski, fiksni kurs je preporučljiviji. U slučaju Srbije čini se da su preduslovi za opravdanost i uspeh dolarizacije ispunjeni. Tome slično, vezano za fiskalnu

reformu, preduslov uspeha dolarizacije u smislu budžetske konsolidacije varira u zavisnosti od stepena fiskalne decentralizacije [Eichengreen, 2001]. Fiskalno decentralizovane privrede poput Srbije sa diferenciranim diskontnim stopama različitih nivoa lokalne samouprave mogle bi se po njemu naći u situaciji da eliminacija inflacionog poreza upravo izazove krah javnih finansija umesto da ih konsoliduje. Što se reforme tržišta rada tiče, ona je logičan i ispunjen preduslov redukcije inflacije i fleksibilne zaposlivosti potreban za uspeh eventualnog uvoženja evra u nas.

TROŠKOVI I KORISTI ZVANIČNE DOLARIZACIJE

Kao prvo, u literaturi ne postoji konsenzus o bilansu troškova i koristi od jednostrane dolarizacije. Konsultujući Hallwood-a and McDonald-a (2000), Habiba (2000), Duncan-a (2003) i Levasseur-ovu (2004), među najvažnijim koristima dolarizacije izdvajamo: 1) eliminaciju konverzionih i transakcionih troškova i deviznog rizika u nacionalnom i međunarodnom poslovanju, 2) poboljšan dugoročni kreditni bonitet i likvidnost privrede, 3) nižu inflaciju i jači uvezen monetarni kredibilitet, 4) pad nominalnih ali i realnih kamatnih stopa, 5) razvoj finansijskog tržišta usled eliminacije valutnih i ročnih nesaglasja, 6) budžetsku konsolidaciju, 7) veće investicije i privredni rast kao posledica pouzdanijih relativnih cena i utvrdivijih troškova oportuniteta. U najizrazitije troškove zvanične dolarizacije, prema Duncan-u (2003), Levasseur-ovoj (2004) i Winkler-u *et alia* (2004), spadaju: I) gubitak autonomne monetarne politike i politike rukovođeno plivajućeg deviznog kursa kao instrumenata prilagođavanja i prigušivanja asimetričnih šokova koji pogađaju dolarizovanu privredu, II) gubitak i vlastite i inovalutne emisione dobiti, III) trošak jednokratnog šoka vezanog za monetarnu ponudu te IV) gubitak funkcije zajmodavca u poslednjoj instanci. Pošto očiglednost i brojnost nespornih koristi bar naizgled dominiraju troškovima, u nastavku ćemo se detaljnije posvetiti upravo troškovima zvanične dolarizacije s posebnim osvrtom na Srbiju.

Naime, ne izvlače sve zemlje ni kvalitativno ni kvantitativno podjednake koristi od monetarne nezavisnosti, ili pak finansijskog kredibiliteta. Zemlje se razlikuju po ceni koštanja monetarne nezavisnosti, tj. stopi po kojoj moraju žrtvovati deo kredibiliteta kako bi osvojile ili odbranile monetarnu nezavisnost, kao što se razlikuju i u razmerama finansijskog kredibiliteta koji (ne) uživaju [Panizza-Stein-Talvi, 2000, str. 23]. Glavna korist rukovođeno plivajućih režima u nas ogleda se u mogućnosti da se iskoriste monetarne poluge i nominalni devizni kurs za apsorpciju domaćih i eksternih šokova koji iziskuju kvantitativno

popuštanje/stezanje i/ili realnu deprecijaciju/aprecijaciju. Glavni izazov plivanja i prednost dolarizacije u Srbiji leži u ionako skućenom prostoru za efektivnu monetarnu autonomiju u uslovima visoke dolarizovanosti obaveza i stezanje dužničke omče usled problema „iskonskog greha“. Dolarizacijom bi se, tako, moglo izbeći i kratkoročno premašivanje nominalnog kursa i perverzni inflaciononsni pad vrednosti dinara, kojima smo nebrojeno puta bili svedoci do sad [Dornbusch, 2000]. Sagledajmo, stoga prepreke i troškove oficijelne dolarizacije u Srbiji. Najpre, NBS tvrdi da ne izračunava i sledstveno nema podatke o emisioj dobiti (ni istorijskoj ni projektovanoj), ali uprkos odsustvu cifara, kako znamo da su gubici emisione dobiti drugih dolarizovnih zemalja već godinama u rasponu od 1 do 2%, sa tendencijom daljeg pada usled obaranja kamatnih stopa i stopa obavezne rezerve [Habib, 2000], jasno je da ovaj trošak svakako nije signifikantan niti odlučujući. Kad je reč o jednokratnom šoku eliminacije domaće monetarne mase i pribavljanja i/ili uvođenja evra, iz Tabele 3. vidimo impresivnu pokrivenost čak i viših agregata i samim državnim, a kamoli ukupnim deviznim rezervama zemlje, baš kao što iz Tabele 1. možemo zaključiti da je učešće evra u valutnoj strukturi deviznih depozita veoma visoko, sa preko 80% u 2013. i 2014. Dakle, ni ovaj trošak ne bi bio kost u grlu Srbiji, naprotiv, što se ovog kriterijuma tiče Srbija može glatko izvesti punu zvaničnu dolarizaciju.

Tabela 3. Pokrivenost monetarne mase državnim i ukupnim deviznim rezervama (u %) 2008-2014

God.	R_1/M_1	R_1/M_2	R_1/M_3	R_{uk}/M_1	R_{uk}/M_2	R_{uk}/M_3
2007.	310	197	85	349	222	96
2008.	276	168	67	307	187	75
2009.	385	228	83	437	259	94
2010.	407	251	76	475	293	88
2011.	419	252	82	447	269	87
2012.	400	257	75	439	282	82
2013.	326	231	74	353	250	80
Nov.'14	300	208	67	346	240	78

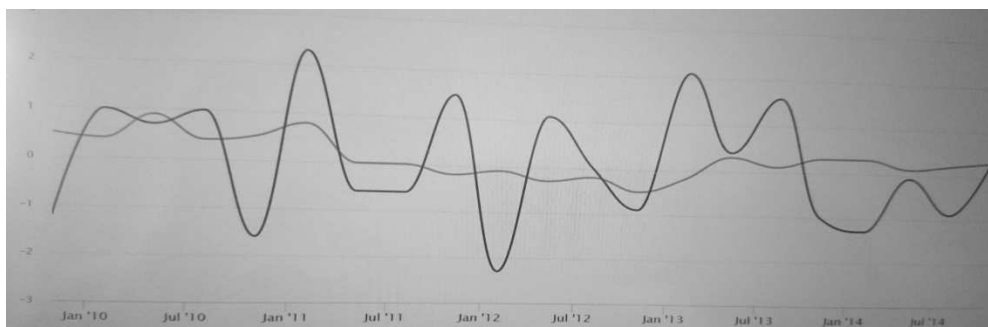
Legenda: M_1 , M_2 , M_3 istoimeni monetarni agregati, R_1 i R_{uk} državne i ukupne devizne rezerve, respektivno

Izvor: kalkulacije autora na osnovu NBS (2014)

Nadalje, po pitanju usklađenosti srpskog poslovnog ciklusa sa privrednom dinamikom EMU, iako je privredna dinamika Srbije mnogo kolebljivija, sa Grafika 1 uočavamo grubu, načelnu sinhronizaciju, koja je ipak pre posledica sveopšte

stagnacije uzrokovanom globalnom recesijom i krizom u Evrozoni, nego suštinskom konvergencijom dvaju privreda.

Grafik 1. Usklađenost stopa rasta BDP Srbije i EMU, 2010-2014



Izvor: Ieconomics (2015), ieconomics.com, mrežna stranica za generisanje i analizu podataka (N.B. - rast BDP Srbije dat crnom, a EMU sivom linijom)

Napokon, pošto Balassa-Samuelson-ov efekat poslednjih godina objašnjava zanemarljiv deo inflacionog diferencijala u nas (razlike između inflacione stope u Srbiji i EMU) [Miletić, 2012], ne bi trebalo da bude ozbiljnih neželjenih efekata po cenovnu stabilnost i međunarodnu cenovnu konkurentnost, štaviše stavljanjem cena u jedinstven novčani ekvivalent postale bi uočljivije i možda se iznivelisale strahovite i dakako neopravdane profitne margine (tzv. zidanje cena) mnogih uvoznih proizvoda na srbijanskom tržištu.

Bilo kako bilo, verovatno najozbiljniji prigovor i latentna opasnost u pogledu zvanične dolarizacije u Srbiji oličena je gubitkom ili značajnim ograničenjima za vršenje funkcije zajmodavca u poslednjoj instanci od strane NBS. Ipak, citirajući razne autore, Levasseur-ova (2004) povlači da ni taj nedostatak ne mora biti tako poguban kako isprva izgleda: dolarizacija redukuje potrebu za deviznim rezervama, pa smanjena potreba za deviznim intervencijama potencijalno prišteđuje delić deviznih rezervi za formiranje inicijalnog stabilizacionog fonda na usluzi solventnim no krizom pritisnutim depozitnim finansijskim posrednicima. Ipak, opasnost gubljenja finansijske stabilnosti uprkos ostvarenoj (tj. uvezenoj) monetarnoj stabilnosti, najverovatnije i dalje postoji.

Najzad, jednostrana dolarizacija ekonomski je nesporna po pravilu samo kada je iz političkih razloga pristupanje E(M)U odugovučeno i značajno odgođeno ili kada joj se ne otvara put u monetarnu uniju uprkos ispunjenosti tzv. kriterijuma konvergencije [Levasseur, 2004]. U slučaju Srbije, okolnosti iz prvog uslova su

delimično ispunjene, a drugi preduslov definitivno nije. Stoga, za Srbiji bi –ukoliko se odluči za zvaničnu dolarizaciju - bilo optimalno da sa EMU i ECB postigne sporazum ili dobije politički mig o makar prećutno dogovorenoj oficijelnoj evrizaciji. U takvoj konstelaciji, Srbija bi i dalje bila lišena frakcije emisione dobiti ECB koja bi nakon ulaska u Evrozonu pripadala NBS, ali bi možda mogla da računa na to da Frankfurt makar delimično preuzme na sebe funkciju međunarodnog zajmodavca u poslednjoj instanci, za slučaj da bankama registrovanim na srbijanskoj teritoriji uredba. U suprotnom, sudeći po svim pređašnjim iskustvima zemalja i teritorija koje su pribegle jednostranom uvođenju evra, Mاستrihtski kriterijumi bi i dalje kao imperativ stajali pred nama, formalnih sankcija E(M)U prema Srbiji najverovatnije ne bi bilo, ali bi u međuvremenu troškovi dolarizacije pod brojem I), II) i osobito IV) bili znatno izraženiji.

ZAKLJUČAK

Uspeh i opravdanost dolarizacije u krajnjem zavisi od toga da li ona ubrzava ili retardira poželjne makroekonomske reforme i privredni rast [Eichengreen, 2001]. Ukoliko želi da održi i razvije respektabilnu industriju i realni sektor privrede i strateški odluči da joj proizvodni jaz znači više od inflacione mete, Srbiji je bolje da zadrži vlastitu valutu. Ako strateški ostane posvećena razvoju sektora usluga i malih preduzeća, preimućstvo bi imala dolarizacija. Ipak, izbor kursnog režima, čak i onih ekstremnih u koje dolarizacija spada, nije i neće ni biti presudan faktor budućeg ekonomskog blagostanja ili pogibelji privrede Srbije. Međutim, analiza provedena u ovom radu upućuje na zaključak *a*) da je Srbija zapravo propustila da na pravi način i u punoj meri iskoristi teorijske prednosti i praktične proizvodno-trgovinske blagodeti režima rukovođeno plivajućeg deviznog kursa te *b*) da su mnogi teorijski preduslovi za uspešnost dolarizacije u Srbiji ili empirijski ispunjeni ili istorijski irelevantni. Nadalje, iako u literaturi ne postoji konsezus o bilansu troškova i koristi zvanične dolarizacije, a njihova empirijska verifikacija pati od (slučajno ili ne) nedostajućih podataka i ekstremne osetljivosti na promenu ekonometrijske specifikacije, u radu je pokazano i to *c*) da se mnogobrojne i očigledne koristi zvanične evrizacije sučeljavaju sa kvantitativno i kvalitativno mnogo manjim troškovima od onih kojima se uobičajeno operiše u teoriji i izjavama ovdašnjih zvaničnika uglednih ekonomsko-finansijskih institucija. U tom smislu, efekat zvanične jednostrane (ili dogovorene) dolarizacije na ključne makroekonomske promenljive poput monetarne, platnobilansnog salda, privrednog rasta, započetog procesa priključenja EU i sl. bio bi ili neutralan ili umereno pozitivan, sem kada je u pitanju finansijska stabilnost i sposobnost NBS da rezolutno dejstvuje sa pozicija zajmodavca u poslednjoj instanci.

Konačan odgovor na pitanje da li je vreme za zvaničnu dolarizaciju u Srbiji, međutim, zavisi od najmanje dva prethodna politekonomska pitanja: jedno je možemo li s evropskim partnerima postići prećutno dogovoreno uvođenje evra, a drugo je treba li Srbiji industrija, industrijska politika i jak realni sektor privrede, odnosno znamo li šta ćemo i kako posle eventualnog prelaska na evro. Odgovor na ta pitanja izlazi iz okvira ovoga rada.

LITERATURA

1. Arsić, M., Mladenović, Z., Nojković, A., Petrović, P. (2005), „Makroekonometrijsko modeliranje privrede Srbije - Teorijske osnove i rezultati“, CES Mecon, Edicija Ekonomska analiza, Beograd.
2. Calvo, G., Vegh, C. (1996), „From Currency Substitution to Dollarization and Beyond: Analytical and Policy Issues“, in Calvo, G. (ed.) *Money, Exchange Rates and Output*, The MIT Press, Cambridge, MA, str. 153-175.
3. Chailloux, A., Ohnsorge, F., Vavra, D. (2010), „Euroisation in Serbia“, EBRD Working Paper No. 120, London, October.
4. Dornbusch, R. (2000), „Keys to Prosperity- free markets, sound money and a bit of luck“, The MIT Press, Cambridge, MA, str. 50-51.
5. Duncan, R. (2003), „Floating, Official Dollarization, and Macroeconomic Volatility: An Analysis for the Chilean Economy“, Central Bank of Chile Working Paper #249, Santiago, December.
6. Edwards, S. (2015), „Monetary Policy Independence under Flexible Exchange Rates: An Illusion?“, NBER Working Paper 20893, Cambridge, MA.
7. Eichengreen, B. (2001), „What Problems can Dollarization solve?“, *Journal of Policy Modelling*, Vol. 23, str. 267-277.
8. Habib, M. (2000), „The Case for Eurisation in Central and Eastern European Countries“, SSEES, University College London, London, *mimeo*.
9. Hallwood, C. P.-McDonald, R. (2000), „International Money and Finance“, Blackwell Publishing, Third Edition, str. 378-379.
10. Ieconomics (2015), mrežna stranica za generisanje i analizu uporednih podataka, www.ieconomics.com, pristupljeno 21.03.2015.
11. Ize, A., Levy-Yeyaty, E. (2003), „Financial Dollarization“, *Journal of International Economics*, Vol. 59, No. 2, str. 323-347.
12. Jacome, L., Lönnberg, A. (2010), „Implementing Official Dollarization“, IMF Working Paper #106.
13. Jeremić, Z.-Milojević, M. (2015), „Najuspešniji izvoznici i najveći uvoznici u periodu 2008.-2014. godina“, The Economy and Finance Board, Business Info Group, str. 6-37.

14. Lahiri, A., Singh, R., Vegh, C. (2006), „Optimal Exchange Rate Regimes: Turning Mundell-Fleming’s Dictum on its Head”, NBER Working Paper 12684, Cambridge, MA.
15. Levasseur, S. (2004), “Why not Euroisation?”, OFCE Economic Research Dept., Special Issue, April, *mimeo*.
16. Malović, M. (2014), “Teorija novca i monetarna politika u maloj otvorenoj privredi”, IEN, Beograd, *passim*, str. 140-143.
17. Miletić, M. (2012), „Ocena uticaja Balaša-Semjuelsonovog efekta u zemljama Centralne i Istočne Evrope: revidirana analiza na bazi testova kointegracije panela“, NBS Working Paper Series #22, NBS, Beograd, jul.
18. Moron, E. (1997), “Currency Substitution and Moneyiness of Monetary Assets”, Universidad del Pacifico, Department of Economics, *mimeo*.
19. NBS (2014), “Statistički bilten”, Narodna banka Srbije, razna izdanja, *mimeo*.
20. Obstfeld, M., Rogoff, K. (1998), "Foundations of International Macroeconomics", The MIT University Press, Cambridge, MA.
21. Panizza, U., Stein, E., Talvi, E. (2000), “Assesing Dollarization: An Application to Central American and Caribbean Countries”, Inter-American Development Bank, *mimeo*, May.
22. Rajković, I., Urošević, B. (2014), “Dollarization of Deposits in the Short- and Long-Run: Evidence from CESE Countries”, NBS Working Paper #28, Belgrade, December.
23. Winkler, A. *et alia* (2004), “Official Dollarization/Eurization: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases”, ECB Occasional Paper No. 11, Frankfurt am Mein, February.

SUMMARY

HAS THE TIME COME FOR OFFICIAL DOLLARISATION IN SERBIA?

In this paper, after theoretically considering the costs and benefits of abandoning one's own national currency and official introduction of foreign currency as a legal tender, we have examined the ongoing polit-economic constellation of Serbia in an attempt to figure out what would be the effect of official unilateral (or consensual) dollarisation on key macroeconomic variables such as monetary and financial stability, balance of payments, economic growth, ongoing EU accession process etc. Analysis shows that sticking to formal timetable of euro adoption is indeed justifiable only if Serbia plans to develop a strong real economy, far-reaching industrial policy and thus manufacturing sector, or else earlier -either consensual or unilateral- euroisation is advisable.

Key words: official introduction of euro, macroeconomic effects