

Доц. др Срђан Голубовић

**ВАЛУТНИ ОДБОР КАО АЛТЕРНАТИВА
ЦЕНТРАЛНОЈ БАНЦИ**

UDK 338.246:336.74

Апстракт

Последњих година приметан је раст популарности институције валутног одбора, као институционалног аранжмана који у потпуности елиминише дискрецију монетарних власти. Валутни одбор подразумева: фиксни девизни курс према изабраној резервној валути, пуну покривеност новчане масе монетарним резервама и неограничену конвертибилност. За земље са слабим политичким и монетарним институцијама које су се суочиле са последицама хиперинфлације и чија су се предузећа прилагодила окружењу које карактерише висока инфлација, увођење валутног одбора, као екстремне варијанте фиксног девизног курса, може представљати једини начин за сузбијање инфлације, стабилизовање привреде и обнављање кредитабилитета монетарне власти. Међутим, поред позитивних валутни одбор има и озбиљне недостатке. У условима неповољних дугорочних кретања (висок фискални и квазифискални дефицит, дефицит у билансу текућих трансакција, висок спољни дуг и сл.) ригидност овог механизма увек сужава простор за правовремена прилагођавања у економској политици.

Кључне речи: *валутни одбор, девизни курс, економска политика, централна банка.*

Доц. др Срђан Голубовић¹

ВАЛУТНИ ОДБОР КАО АЛТЕРНАТИВА ЦЕНТРАЛНОЈ БАНЦИ

Увод

Током последње деценије двадесетог века долази до својеврсне ренесансе институције валутног одбора, посебно у земљама које спроводе програм економске стабилизације и/или врше монетарну реформу. У условима високе инфлације, валутне кризе и озбиљно нарушеног кредитабилитета носиоца економске политике увођење институције валутног одбора представља атрактивну солуцију за режим девизног курса и вођење монетарне политике. Увођењем ове институције елиминишу се традиционалне функције централне банке и постављају јасна правила која ограничавају дискрецију монетарних власти. На тај начин, економским актерима упућује се јасан сигнал да је квантум новца и кредита ограничен. У земљама које су искусиле дуге периоде валутне нестабилности ова монетарно-девизна институција, због своје једноставности и способности да очува конвертиbilност домаће валуте чак и у најтежим условима, доживљава се као супериорна алтернатива централној банци. Наравно, поред добрих страна ова институција има и озбиљне недостатке. Валутни одбор није панацеја, нити се, пак, може очекивати да ће увек, независно од околности, представљати и најбоље решење.

¹ Доцент на Правном факултету у Нишу.

У раду се разматрају специфичности валутног одбора као монетарно-девизне институције која представља алтернативу централној банци. У првом делу рада се одређује појам валутног одбора и даје кратак приказ развоја ове институције. У другом делу анализира се начин функционисања валутног одбора и указује на разлике у односу на централну банку. У трећем делу указује се на ограничења у примени овог монетарног концепта.

1. Појам валутног одбора

Валутни одбор је монетарно-девизна институција у чијој основи се налази посебна врста монетарног правила које захтева 100-постотно покриће примарног новца (односно новца у оптицају ако валутни одбор не прима депозите) чврстом резервном валутом. У таквом режиму, вредност домаће валуте стриктно је одређена расположивом количином иностране (резервне) валуте за коју се она везује. Институција валутног одобра у потпуности искључује могућност да се у оптицају нађе домаћа валута која нема чврсто покриће у одабраној иностраној валути.² Реч је о специфичном монетарном режиму који оперативно спроводи институција која може или и не мора да се зове централна банка. Чак и у случају да се ова институција зове централна банка она није централна банка у конвенционалном смислу, "јер нема право да самостално води монетарну политику већ емитује новац искључиво на бази девизног покрића"³. У основи ове институције налазе се следећа три елемента:

а) Фиксни девизни курс у односу на кључну страну валуту. Земље које су прихватиле институцију валутног одобра фиксни девизни курс утврђују законом. Илустративан је пример Босне и Херцеговине где се чл. 2, ст. 3 Закона о Централној банци Босне и Херцеговине као задатак банке одређује "да дефинише, усваја и контролише монетарну политику Босне и Херцеговине путем издавања домаће валуте (Конвертибилна марка) по курсу 1 према 1 у односу на немачку марку и уз пуно покриће у слободно конвертибилним девизним средствима, као и кроз остале функције које има према овом закону"⁴. Уградњом одредбе о фиксном девизном курсу у домаће законодавство поставља се јасно

² Види оширије: Б. Пелевић, *Појмовник режима девизних курсева*, Економски анали бр. 151-2, октобар 2001-март 2002, стр. 52.

³ Наведено према: М. Ђировић, *Девизни курсеви*, Београд, 2000, стр. 63.

⁴ Закон о централној банци Босне и Херцеговине, "Службени гласник БиХ", бр. 1/1997.

монетарно правило: да ће промене у монетарној бази бити једнаке променама у билансу плаћања. Поред тога, коришћење фиксног девизног курса као номиналног сидра ограничава дискрециона овлашћења монетарних власти (промена режима девизног курса не може бити остварена нити одлуком централне банке нити одлуком владе, већ само променом закона), затим сузбија инфлациона очекивања и најзад омогућује неутралисање ефеката свих номиналних шокова на домаће цене роба које су предмет спољнотрговинске размене.

б) Аутоматска конвертибилност. Друго важно правило које се везује за институцију валутног одбора тиче се слободне, неограничене конвертибилности домаћег папирног и кованог новца по непроменљивом, фиксном девизном курсу. С. Ханке аутоматску конвертибилност објашњава на следећи начин: "валутни одбор није ништа друго до мењачница која је увек спремна да размени одабрану страну валуту за домаћу валуту по фиксном курсу⁵". Међутим, конвертибилност и 100%-тно покриће се не односи на банкарске депозите и друга финансијска средства. То значи да уколико власник депозита жели да конвертује депонована средства у резервну валуту он их мора прво конвертовати у домаћу валуту, а након тога се може обратити валутном одбору. За разлику од централне банке, валутни одбор нема функцију зајмодавца у последњој инстанци (*lender of last resort*) што значи да он не сноси одговорност за конвертовавање депозита банака у новчанице и ковани новац валутног одбора, већ она лежи на банкама које морају да располажу довољним резервама готовог новца како би одговориле захевима својих депонената⁶.

в) Креирање новца врши се искључиво по основу девизних трансакција тј. раста нето девизних резерви. Остали облици креирања новца (кредитирање банака и одобравање кредита држави) су искључени. За успостављање и очување економске стабилности изузетну важност има уношење у законодавство одредбе о забрани фискалног финансирања, односно одобравања кредита држави ради финансирања фискалног дефицита. Забрана директног кредитирања државе јача позицију врховне монетарне институције, као институције искључиво одговорне за контролу монетарне базе и, истовремено, искључује или бар знатно сужава могућност утицаја владе на раст монетарних агрегата.

⁵ Наведено према: С. Ханке, *Реате у односу на псевдо валутне кризе*, Montenegrin Economic Papers, No. 1. Vol.1, 2002, стр. 25.

⁶ Општијије види: Е. Иглич, *Валутни одбори*, Тржиште, новац, капитал бр. 3, јул-септембар 1999, стр. 7-8.

Валутни одбори се јављају још у прошлом веку и најширу примену имали су у британским колонијама. Први валутни одбор успостављен је у Маурицијусу 1849. године. Током деветнаестог и двадесетог века ова монетарно-девизна институција примењена је у више од 70 земаља. Главни разлог креирања валутних одбора био је пружање могућности становницима колонија да уживају користи од стабилног и конвертибилног новца, као што је у то време била британска фунта, без трошкова који би настали у случају да се у колонијама користио новац који је емитовала британска централна банка.⁷ Са стицањем независности у бившим колонијама се напушта овај институционални аранжман и даје предност централној банци, као институцији која се доживљава као неодвојиви део успостављања политичке независности. Оживљавање интереса за институцију валутног одбора током последње две деценије двадесетог века заснива се на битно другачијим мотивима. Са изузетком Хонг Конга, који је у време увођења имао колонијални статус, све остале земље са институцијом валутног одбора су суверене државе. Управо из разлога очувања обележја монетарне суверености у овим земљама послови валутне управе су поверени институцији која носи назив централна банка. Популарност институције валутног одбора данас може се објаснити њиховом једноставношћу и ефикасношћу у успостављању макроекономске стабилности. Валутни одбори се прихватају као алтернативан начин за вођење монетарне политике, односно алтернативни режим девизног курса. Земље које су се определиле за овај институционални аранжман су у кратком року успевале да остваре монетарну стабилност. Заговорници вођења монетарне политике применом концепта валутне управе истичу његову погодност за земље које имају дугу историју монетарне нестабилности, а централна банка има низак кредитабилитет. Подаци дати у Табели бр. 1. показују да су данас валутни одбори заступљени у новоформираним државама насталим распадом СССР-а (Естонија и Литванија) или у земљама које се налазе у фази послератне обнове (Босна и Херцеговина), односно које су доживеле неуспех у успостављању макроекономске стабилности (Бугарска). За земље у транзицији овај институционални аранжман је погодан јер омогућује брзо сузбијање инфлације и условима институционалног вакуума обезбеђује поверење у националну валуту.

⁷ J. Williamson разликује две врсте трошкова повезане са потпуном валутном супституцијом: трошкове замене новчаница и кованог новца које су оштећене или уништене и трошкове настале губљењем камате с обзиром на то да су колоније задржавале некаматоносну активу у настојању да подмире своје монетарне потребе. Види општије: J. Williamson, *What Role for Currency Boards*, "Policy Analyses in International Economies", No. 40, Institute for International Economics, Washington D. C., септембар, 1995, стр. 6.

САВРЕМЕНИ ВАЛУТНИ ОДБОРИ*

	Хонг Конг ¹	Аргентина ²	Естонија	Литванија	Бугарска	БиХ
Година увођења	1983	1991	1992	1994	1997	1997
Претходни режим девизног курса	Пливајући	Пливајући	Валутно подручје рубље	Пливајући	Пливајући	Мешовити
Разлози увођења валутног одбора	Враћање повериља	Економ. стабилност	Економ. стабилност	Економ. стабилност	Економ. стабилност	Послератна обнова
Институција која спроводи режим валутног одбора	Девизно одељење ХКМА ³	Централна банка	Централна банка	Централна банка	Централна банка	Централна банка
Референтна страна валута	УСД	УСД	ДЕМ/ЕВРО	УСД	ДЕМ/ЕВРО	ДЕМ/ЕВРО
Назив домаће валуте	ХК долар	Арг. долар	Ест. круна	Лит	Лев	БХ марка

¹ Валутни одбор задржан је и након уласка Хонг Конга у састав НР Кине 1. јула 1997. године;

² Суочена са озбиљним финансијском кризом Аргентина је почетком 2002. године напустила режим валутног одбора и увела режим двојног курса (фиксног за спољнотрговинске трансакције и флукутирајућег за већину осталих трансакција). ³Монетарна власт Хонг Конга (Hong Kong Monetary Authority - ХКМА).

Извор: BIS Working Papers, No. 110, March, 2002.

Од увођења валутних одбора очекује се да сузбије инфлацију, изгради поверење у националну валуту и створи услове за привлачење страног капитала. Ова институција је, такође, изузетно погодна за земље које се суочавају са озбиљним валутним кризама и код којих централна банка, као носилац монетарне власти, не ужива самосталност. У таквим условима прихваташе одређене форме монетарног правила (крирање промарног новца зависи искључиво од кретања девизних резерви) ствара услове за здрав развој привреде. Специфичност концепта валутног одбора огледа се у томе што он елиминише неке традиционалне функције централне банке. Да би се очувао утврђени паритет мора бити јасно прецизиран однос централне банке и банкарског сектора. Конвертибилност монетарне базе није гаранција за конвертибилност депозита у банкама. Такође, овај институционални аранжман искључује централно-банкарске механизме којима се може помоћи банкама када се суоче са кризом ликвидности.

* Листа земаља са валутним одбором дата у Табели бр. 1 није потпуна. Институција валутног одбора присутна је и у још неким земљама (Брунеј, Ћијети, Бермуда, Кејманска Острва, Фокландска Острва, Гибралтар). Такође карипске земље имају заједничку валуту (источно-карипски долар) на бази валутне управе коју оперативно води Централна банка Источних Кариба. Наведено према: М. Ђировић, оп. сит. стр. 64.

2. Функционисање валутног одбора

За разлику од централних банака које имају широку слободу деловања, посебно код доношења одлука о креирању примарног новца, механизам валутног одбора у потпуности искључује дискрецију монетарних власти. Монетарно правило да домаћи папирни и метални новац, као и депозитне обавезе код монетарних власти буду у потпуности покријене девизним резервама значи да валутни одбори имају курсну политику али немају монетарну. Као што то сличковито објашњава С. Ханке, један од најпознатијих заговорника институције валутног одбора, монетарну политику води аутоматски пилот, и промене у монетарној бази одређене су променама у потражњи за новчаном базом.⁸

Разлике у начину функционисања валутног одбора и централне банке могу се најлакше објаснити упоређивањем биланса ових институција. Биланс централне банке на страни пасиве укључује емитовани новац (готов новац), депозите банака, односно средства резерви које банке држе на рачуну код централне банке и нето капитал. С друге стране, пасива биланса валутног одбора обухвата емитовани новац али не нужно и депозите банака. У случају да валутни одбор прима депозите банака онда и ови депозити морају бити покривени девизним резервама. На страни активе биланс централне банке обухвата поред нето иностране активе и нето домаћу активу, која поред нето кредита банкама обухвата и кредите одобрене држави и осталим комитентима. Супротно томе, активе биланса валутног одбора обухвата нето страну активу (обично у високо ликвидним хартијама од вредности деноминираним у резервној валути) која служи као покриће за емитовани новац.

⁸ С. Ханке, оп. сиt, стр. 25.

БИЛАНС ВАЛУТНОГ ОДБОРА

БИЛАНС ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ

Актива	Пасива	Актива	Пасива
Нето страна активе	Емитовани новац (депозити банака) Нето капитала	Нето страна активе Нето домаћа активе -нето кредити држави -нето кредити банкама -остала активе, нето	Примарни новац -емитовани новац -депозити банака Нето капитал

У теорији се наводе бројне предности увођења валутног одбора у односу на класичну централну банку. Тако, J. Williamson наводи следеће погодности овог монетарно-девизног аранжмана⁹:

а) Кључна предност валутног одбора тиче се гарантоване и неограђене конвертибилности домаћег (папирног и кованог) новца у резервну страну валуту по фиксном девизном курсу. Да би се осигуравала конвертибилност мора да постоје адекватне девизне резерве, којима ће се подмирити тражња домаћих трансактора за страном валутом. Кад је у питању девизно покриће могуће је разликовати две варијанте валутног одбора. Код ортодоксне варијанте банке нису дужне да држе резерве код одбора. Из тога следи да су комерцијалне банке дужне да саме обезбеде конвертибилност депозита држањем довољних резерви или отварањем кредитних линија којима ће се обезбедити додатни износи резервне валуте. У случају да валутни одбор прима депозите банака, онда и ови депозити морају бити покривени девизним резервама. Конвертибилност у том случају значи покривеност примарног новца најмање у износу од 100%. С друге стране, код неортодоксне варијанте, девизне резерве поред новчаница у резервној валути, злата и ниско-rizичних хартија од вредности које гласе на резервну валуту, дозвољена је могућност укључивања и хартија од вредности које издаје влада и које су деноминиране у резервној валути или у злату. Неортодоксне варијанте подразумевају да ова монетарна институција делимично задржава функцију осигурања депозита и зајмодавца у последњој инстанци. Тако је у Бугарској предвиђена могућност одобравања

⁹ Наведено према: J. Williamson, *Ibid.* стр. 13.

краткорочних кредита за одржавање ликвидности.¹⁰ Концепт валутног одбора је неспорно успешан у успостављању конвертибилности на кратак и средњи рок. Међутим, њено очување на дуги рок условљено је платнобилансном равнотежом. Илустративан је пример Бугарске, чији је спољни дуг крајем 1998. године износио више од 10 милијарди \$. Током 1998. године обавезе ове земље по основу сервисирања спољњег дуга износиле су 1,1 милијарду \$. С обзиром на то да је укупна актива емисионог оделења мања од обавеза по основу сервисирања дугова у наредне три године, стабилност концепта валутног одбора и очување конвертибилности озбиљно угрожава нето-одлив девиза по основу финансирања платнобилансног дефицита.¹¹

б) Макроекономска дисциплина. Присталице валутног одбора истичу улогу одбора у успостављању макроекономске стабилности и јачању финансијске дисциплине. У систему валутног одбора не постоји простор за монетизацију дефицита, што појачава притисак на владу да, у недостатку алтернативних извора финансирања дефицита, обезбеди буџетску равнотежу. Институција валутног одбора неспорно доводи до пресецања канала финансирања дефицита кредитирањем од стране централне банке. Међутим, сама по себи ова институција не успоставља фискалну дисциплину, посебно уколико се користе остали извори финансирања фискалног дефицита (финансирање дефицита продајом обvezница или задуживањем у иностранству) или што је још опасније кумулирањем дуга који пре или касније доводи до напуштања концепта валутног одбора. Искуства у примени ове институције говоре да је за успешну примену концепта валутног одбора потребна и фискална реформа која ће елиминисати фискални и квазифискални дефицит.

в) Као важан аргумент у корист валутног одбора истиче се да ово решење обезбеђује равнотежу у билансу текућих трансакција кроз механизам аутоматског прилагођавања. Као и у случају златног стандарда, дефицит у билансу текућих трансакција доводи до пада

¹⁰ Могућност одобравања краткорочних кредита у склопу есконтне политике постоји само до износа који је једнак разлици између нивоа девизних резерви и емитованог новца и са роком до 90 дана. Види опширније: Н. Савић, *Валутни одбор, дагаризација и суртација*, Економист, бр. 1-4/1999, стр. 102.

¹¹ Обавезе по основу сервисирања доспелих обавеза током 1998. године углавном су испуњаване додатним задуживањем код међународних финансијских институција. Кад су у пitanju остали извори резерви у странијој валути (стране директне инвестиције, портфолио инвестиције, прикупљање средстава емитовањем обvezница) није извесно да ће земља која се сучава са озбиљном екстерном неравнотежом бити атрактивна за стране инвеститоре. Такође, појава финансијске кризе последњих година сужава могућност прикупљања средстава емитовањем обvezница. Види опширније: J. B. Miller, *The Currency Board in Bulgaria. The First Two Years*, "DP BNP", october 1999, стр. 9.

резерви у странији валути и смањења понуде новца уз раст каматне стопе. Више каматне стопе на домаћем тржишту с једне стране индукују пад инвестиција и дохотка, а с друге доводе до прилива страног капитала. Пад дохотка, као параметар агрегатне тражње, изазива пад тражње, дефлациони притисак на цене и смањује потражњу за робом из увоза. Упоредо са падом цена домаћих производа повећава се њихова конкурентност, што доводи до раста извозне тражње за домаћим производима и поновног успостављања равнотеже у билансу текућих трансакција.¹² У случају појаве суфицита, супротна кретања по аутоматизму доводе до успостављања равнотеже. Ј. Менцингер,¹³ међутим, доводи у питање механизам аутоматског прилагођавања наводећи искуство Естоније, која се и поред увођења валутног одбора суочава са стално растућим дефицитом у билансу текућих трансакција. За разлику од Естоније код које је прилив директних и портфолио инвестиција до вољан да прикрије овај проблем, у Бугарској и БиХ, имајући у виду јако изражен ризик и високу задуженост ових земаља, не може се очекивати значајан прилив страног капитала. У таквим условима, званична финансијска помоћ међународних финансијских институција је једини начин да се дође до резервне валуте која је предуслов за функционисање валутног одбора.

в) На крају, у прилог овом концепту наводи се да институција валутног одбора релативно брзо успоставља поверење економских актера у монетарни систем и ствара повољну климу за економски раст. Заговорници овог концепта истичу да режим валутног одбора ограничава дискрециона права носиоца монетарне власти, чиме се уводи дисциплина и јача поверење економских актера. Мада, као и у случају фиксног девизног курса, постоји могућност одустајања од прокламованих опредељења, институционална решења којима је уведен валутни одбор његово напуштање чине знатно тежим. Наиме, девизни курс ради чијег се очувања уводи институција валутног одбора утврђен је законом, па је његова промена скопчана са високим политичким трошковима. Не ретко, у економској теорији, истиче се да режим валутног одбора не само што успешно сузбија инфлацију, већ ствара и повољну климу за економски раст. Такође, важна предност овог система је ути-

¹² Ж. Богетић, *Валутни одбор као алтернатива централној банци*, "Економска политика, услови привређивања и пословна политика предузећа у 1999. години", СЕЈ, ред. Н. Савић и Б. Шошкић, Београд, 1998, стр. 41.

¹³ Ј. Менцингер, *Да ли су валутни одбори корисни Бугарској и Босни и Херцеговини*, "Економика", Београд, Vol. XXXIII, No. 5-6, 1997, стр. 190-191.

цај на каматне стопе које теже да се уједначе са каматним стопама у земљи резервне валуте.

3. Ограничења у примени валутне управе

Поред несумњиво добрих страна, валутни одбор има и озбиљне недостатке. Противници увођења валутног одбора истичу да овај концепт претерано сужава простор за вођење монетарне политике, као и да девизне резерве не могу бити погодан параметар за одређивање понуде новца. Валутни одбор није универзални лек који ће отклонити све поремећаје у привреди. Чак и у погледу несумњивих предности (конвертибилност, фискална дисциплина, веродостојност у вођењу економске политике) противници овог монетарног режима истичу да се трошкови њиховог успостављања могу показати изузетно високим. Искуство појединих земаља (Аргентина) показује да успех овог монетарно-девизног аранжмана зависи од постојања здраве институционалне основе. Она укључује развијене и ефикасној супервизији подвргнуте финансијске иституције, чврсто буџетско ограничење, редефинисану улогу државе и владавину права. Земље које су се определиле за концепт валутног одбора суочавају се са следећим ограничењима:

- а) Транзициони проблем. Институција валутног одбора погодна је једино за земље које карактерише изузетно велика отвореност према иностранству, флексибилност цена и висока мобилност ресурса, што ствара повољно окружење да се успешно преброде почетне тешкоће у примени овог решења, као и да се амортизују евентуални екстерни шокови у будућности. Искуство показује да се након утврђивања фиксног курса, домаће цене прилагођавају ценама у земљи резервне валуте, при чему цене добра које нису предмет спољнотрговинске размене брже расту од цена добра која су предмет спољнотрговинске размене. То доводи до апресијације реалног девизног курса који има за последицу реалокацију ресурса у нежељеном правцу и погоршање конкурентности домаћих предузећа.
- б) Проблем прилагођавања на промене у билансу текућих трансакција. Критичари валутног одбора истичу да су високи трошкови прилагођавања у овом билансу. Ригидност овог монетарно-девизног аранжмана посебно долази до изражaja у случају спекулативног кретања капитала.

Немогућност прилагођавања девизног курса отежава амортизовање дестабилизујућих ефеката неочекиваних промена у токовима страног капитала. Шта више, режим валутног одбора искључује могућност поништавања негативних ефеката наглог прилива, односно повлачења капитала, што индукује велике флукутације у монетарној бази и још више појачава дестабилизујуће ефекте.

в) Важан недостатак институције валутног одбора је непостојање простора за реаговање у случају избијања кризе у банкарском сектору. Истрајавања на конвертибилности у таквим условима може бити праћено високим трошковима, нарочито у условима финансијске панике која привредне субјекте подстиче да своје депозите по виђењу конвертују у резервну валуту. У случају ортодоксне верзије, што значи да валутни одбор не прима депозите банака, банке су обавезне да саме обезбеде конвертибилност депозита по виђењу. Оне могу да подмире захтеве својих депонената само под условом да располажу доволно великим резервама и/или да имају отворене кредитне линије које им пружа могућност мобилизације додатних средстава у случају потребе. Међутим, у случају да су резерве и кредитне линије банака недовољне настаје банкарска криза при чemu сам валутни одбор не располаже механизмима којима се то може спречити. Рањивост је присутна и у случају неортодоксне верзије када валутни одбор има, мада у ограниченој виду, функцију зајмодавца у последњој инстанци. У случају нестабилности и нагло повећане тражње за резервном валутом, који може бити изазван кретањем спекултивног капитала, банке ће повлачiti своје резерве и, истовремено, ради њиховог обнављања приступити продаји других облика финансијске активе, односно задуживању, што ће утицати на изузетан раст домаће каматне стопе и значајно смањење девизних резерви. У таквим условима, валутни одбор може очувати конвертибилност уколико донесе одлуку о смањењу стопе обавезних резерви, односно задуживању на међународном тржишту и/или присили владу да спроведе реструктивну фискалну политику. Пример Аргентине показује да валутни одбор доноси стабилност курса или сужава простор деловања економске политике у условима када је то најпотребније - у условима крхке стабилности и јаких екстерних поремећаја. Неповољна дугорочна кретања (висок фискални дефицит, дефицит у билансу текућих трансакција, спољни дуг, незапослености и ниска стопа привредног раста) узроковали су повлачење штедње и девиза, јуриш на банке и проблеме са одржавањем фиксног девизног

курса. Оно што се обично истиче као главна предност овог монетарног режима - чињеница да се фиксни девизни курс не може променити одлуком владе или централне банке јер је утврђен законом - у овим условима се испољава као ограничење будући да се економска политика лишава могућности економског прилагођавања путем корекције девизног курса и каматних стопа.¹⁴

г) На крају, концепт валутног одбора доводи се под сумњу и због постојања тзв. политичког проблема, односно питања у којој ће мери валутни одбор успети да успостави пуну контролу над фискалним властима. Искуство нам говори да и поред увођења система валутног одбора, фискална дисциплина може бити успостављена само под условом да постоји консензус о потреби уравнотежења биланса јавних финансија. Притисци се посебно увећавају када су ограничено могућности неинфлаторног финансирања дефицита.

Закључак

Увођење система валутног одбора прихватљиво је за оне земље које карактерише изразита монетарна нестабилност и низак кредитабилитет монетарних власти. За земље са слабим политичким и монетарним институцијама које су се суочиле са последицама хиперинфлације и чија су се предузећа прилагодила окружењу које карактерише висока инфлација, увођење валутног одбора, као екстремне варијанте фиксног девизног курса, може представљати једини начин за сузбијање инфлације, стабилизовање привреде и обнављање кредитабилитета монетарне власти. Поштовањем устројеног монетарног правила у потпуности се елиминише дискреција у вођењу монетарне политике. Под условом да је пронађена права мера у девалвацији домаће валуте (како би се избегао ризик апресијације реалног курса) и да постоје адекватне девизне резерве валутни одбор може бити успешан у успостављању економске стабилности. Ово посебно важи за земље са високом инфлацијом, које настоје да спроведу стабилизациони програм а користе девизни курс као номинално сидро. Међутим, са протеком времена умањују се позитивне и појачавају негативне стране овог режима. Након успостављања економске стабилности на површину избијају фундаменталне нерав-

¹⁴ Неодговорна економска политика, прекомерно задуживање и непродуктивно трошење средстава довели су до избијања велике финансијске кризе и најзад до коначног одустајања од институције валутног одбора.

нотеже (фискални и квазифискални дефицит, дефицит у билансу текућих трансакција, ригидност зарада и цена) које озбиљно отежавају остваривање циљева валутне управе. То нам говори да институција валутног одбора сама по себи није довољна за редуковање инфлације и елиминисање буџетског дефицита. Функционисање валутног одбора посебно је отежано у земљама које карактерише неразвијен банкарски систем и које нису у стању да обезбеде фискалну дисциплину. То намеће потребу да земље које су определиле за овај концепт вођења монетарне политике, а истовремено нису у стању да спроведу неопходна структурна прилагођавања, након иссрпљивања свих позитивних ефеката припреме излазну стратегију која ће им омогућити да поред очувања кредитibilitета извше и неопходна прилагођавања.

Prof. Dr Srđan Golubović, LLD
Assistant Professor

CURRENCY BOARD AS AN ALTERNATIVE TO THE CENTRAL BANK

Summary

In the last few years there has been a growing popularity of the institution of currency board as an institutional arrangement which completely eliminates the discretion of the monetary authorities. The currency board implies: a fixed exchange rate pertaining to the chosen reserve currency, a monetary base fully secured by monetary reserves, and unrestricted convertibility. For the countries with feeble political and monetary institutions, which have confronted consequences of hyperinflation, whose enterprises have been accommodated to the environment characterised by high inflation, the establishment of the currency board (as an extreme variant of a fixed exchange rate) could be the only way to repress inflation, to stabilize economy and to restore credibility of monetary authorities. However, beside these positive features, the currency board has serious drawbacks. In conditions of unfavourable long-run trends (high fiscal and quasi-fiscal deficit, current account deficit, high foreign debt, etc.), the rigidity of this mechanism curtails space for timely adjustments in economic policy.

Key words: *currency board, institutions, exchange rate, economic policy, central bank.*