

Dr Dragana Marković\*  
Mr Srđan Furtula\*

### UNILATERALNA EVROIZACIJA KAO MONETARNI FENOMEN

**Apstrakt:** Unilateralna Evroizacija predstavlja alternativni monetarni režim u kome se povlači domaća valuta a evro postaje zvanično i jedino sredstvo plaćanja. Najčešće se koristi u hiperinflatornim uslovima, gde ne postoji kredibilni monetarni autoritet, i gde su troškovi uvođenja evra svedeni na minimum, zbog obezvređene domaće valute. Međutim, prednosti i koristi koje poseduje Evroizacija najčešće su neizvesne dok su nedostaci realni a rizici ozbiljni. S toga, Evroizacija ne može da se deklariše kao univerzalno rešenje, već kao privremeno rešavanje posledica, ali ne i uzroka problema. U Srbiji, ne postoji veće interesovanje za Evroizacijom, koja u budućnosti neće postati oslonac monetarne politike Srbije, što je u potpunosti u skladu sa intencijom EU.

**Cljučne reči:** Unilateralna Evroizacija, Evropska monetarna unija, monetarna politika, Narodna banka Srbije

### UNILATERAL EUROISATION AS MONETARY PHENOMENON

**Abstract:** Unilateral euroisation is alternative monetary regime in which assumes nacional currency withdrawing from circulation, and euro becoming official and unique means of payment. It is most often used under conditons of hiperinflation, when there is no credibility monetary authority, and where the costs of introducing euro are minimal, because of nacional currency depreciation. However, Euroisation adventages and benefits are often unpredictable while the costs are real and risks are huge. Therefore, the Euroisation is not concerned as universal solution, but only as consequence-solving, but not the problem cause solving. Serbia doesn't show some bigger interest for Euroisation, which will not become Serbia monetary policy supporter in the future, and that is completely in accordance with the EU intention.

**Key words:** Unilateral Euroisation, European Monetary Union, monetary policy, National Bank of Serbia

**JEL Clasification:** E42

---

\* Ekonomski fakultet u Kragujevcu

## Uvod

Odgovarajuća cost-benefit analiza alternativnih režima deviznog kursa, predstavlja jedno od najznačajnijih pitanja na koje države, u cilju izbora optimalnog rešenja valutnih i monetarnih integracija, moraju da odgovore, kako bi izabrale najpodesniji režim deviznog kursa. Pojava valutnih kriza, finansijskih kriza, rastući značaj međunarodnih tokova kapitala, dominacija egzogenih u odnosu na endogene šokove, sveli su dilemu izbora režima deviznog kursa na a) izlazak iz kriznih situacija i b) obezbeđenje krajnjeg cilja, stabilnost cena ili privredni rast.

Danas postoji više modifikovanih alternativnih režima deviznog kursa, gde je devizni kurs čvrsto fiksiran, a mogućnosti promene pariteta i napuštanja deviznog kursa su ekstremno teške i iziskuju puno troškova, tj. svedene su na minimum. Po stepenu fiksnosti, alternativni režimi deviznog kursa mogu se klasifikovati na sledeći način:<sup>1</sup>

1. *Monetarna unija* – Grupa država gubi svoj monetarni suverenitet i prihvata zajedničku valutu koju emituje jedinstvena centralna banka. Monetarna politika se sprovodi na regionalnom nivou i senjoraža pripada regionu. Monetarni zvaničnici jedinstvene centralne banke definišu i sprovode politiku deviznog kursa.
2. *Valutni odbor* – podrazumeva striktno fiksni devizni kurs, koji je zakonom vezan za rezervnu ciljnu valutu sa precizno utvrđenim paritetom. Monetarna politika ima ograničen uticaj, jer se novčanice i kovanice emituju samo u iznosu priliva strane valute. Postoji puno razlike između Evroizacije i valutnog odbora. Senjoraža pripada domaćoj državi.
3. *Evroizacija (dolarizacija)* - predstavlja alternativni monetarni režim u kome se povlači domaća valuta a evro (dolar) postaje zvanično i jedino sredstvo plaćanja. Najčeće se koristi u hiperinflatornim uslovima, gde ne postoji kredibilni monetarni autoritet, i gde su troškovi uvođenja evra svedeni na minimum, zbog obezvređene domaće valute. Monetarna politika je delegirana državi čija se valuta koristi. Senjoraža pripada državi emitentu valute.

Države moraju da utvrde koji alternativni devizni režim predstavlja optimalno rešenje. Pitanje uspešnosti izbora deviznog režima u ekonomskoj toriji, sagledava se teorijom optimalnog valutnog područja, koja određuje uslove pod kojima monetarna unija može biti optimalna i dugovečna i definiše područje unutar koga je optimalno imati sistem fiksiranog deviznog kursa sa

---

<sup>1</sup> Gosh, A., Gulde, A-M., Wolf, H. (2002) *Exchange Rate Regimes: choices and consequences*, Massachusetts Institute of Technology, Massachusetts, str. 39-42.

garantovanom konvertibilnošću valuta, tj. imati jedinstvenu valutu. Da su monetarne i valutne integracije u svetu komplikovanije od zaključaka Roberta Mandela (Robert Mundell) i negovog suviše uprošćenog modela Optimalnog valutnog područja<sup>2</sup>, govori podatak da se danas prilikom razmatranja efekata monetarne integracije ne mogu koristiti Mandelova istraživanja iz sledećih razloga:<sup>3</sup>

1. Mandel je razmatrao model ujedinjenja dve države. Stoga, nije mogao objasniti kako će intaraktivni odnos između te dve države i spoljašnjeg okruženja uticati na troškove formiranja monetarne unije. U slučaju otvorenije države, depresijacija valute unutar monetarne unije uticaće na veću stopu inflacije u toj državi.<sup>4</sup>
2. Mandel je isključio mobilnost kapitala, jer u '60-tim godinama prošlog veka, mobilnost kapitala je bila ograničena. Po Mandelu, robe su mogle slobodno da se kreću između država u njegovom modelu, što nije bio slučaj sa novcem i obveznicama. Danas, kada postoji puna mobilnost kapitala, nijedna država ne može sprovesti nezavisnu monetarnu politiku od okruženja ukoliko fiksira svoj devizni kurs. Kad god bi centralna banka podigla kamatne stope iznad onih u drugim državama, to bi dovelo do velikog priliva kapitala, što bi kao posledicu imalo smanjenje kamatnih stopa u toj državi, sve do nivoa izjednačavanja sa kamatnim stopama u okruženju. Zbog toga, nije tačna Mandelova konstatacija da se na zajedničkom tržištu može trgovati sa više različitih valuta.

Ukoliko države ne zadovoljavaju kriterijume modela Optimalnog valutnog područja ex ante, to ne znači da one neće ostvariti te kriterijume ex post, jer je moguće da jakim političkom voljom, institucijama, stabilnom makroekonomskom politikom i zadovoljenjem kriterijuma konvergencije, države kasnije ostvare kriterijume optimalnog valutnog područja. "Rouzov efekat"<sup>5</sup> potvrđuje da će države, koje nisu zadovoljile kriterijume optimalnog valutnog područja, moći da ostvare te kriterijume, posle monetarne unifikacije, zahvaljujući povećanju povezanosti i trgovine između tih država.

Izbor deviznog režima zavisi od mnogih faktora a najviše od privrednog ambijenta u kome se data država nalazi. Po pravilu, suočene sa pretnjom monetarne nestabilnosti, države se odlučuju za rigidne devizne režime.

---

<sup>2</sup> Mundell, R. (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, LI, No. 4, str. 509-517.

<sup>3</sup> Kenen, P., Meade, E. (2008) *Regional monetary integration*, Cambridge University Press, New York, str. 14.

<sup>4</sup> Na primeru Argentine 1991. godine, koja je vezala svoju valutu pezos za američki dolar uprkos većoj trgovini sa Brazilom i Evrozonom, moglo se videti da je prilikom depresijacije brazilskog reala i evra prema američkom dolaru depresirao i argentinski pezos, što je stvorilo veliki inflacioni udar u Argentini.

<sup>5</sup> <https://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp941.pdf>, Andrew Rose (2000)

Najrigidniji devizni režim jeste supstitucija domaće valute stranom, tj. Evroizacija.

### **Pojam Evroizacije**

Pojam Evroizacije podrazumeva da različiti monetarni sistemi, koriste stranu valutu kao sredstvo plaćanja. Do formiranja Evropske monetarne unije, najrasprostanjenija međunarodna rezervna valuta bio je dolar, da bi tu funkciju 2002. godine preuzeo evro (euro). U zavisnosti od toga koja valuta se koristi kao sredstvo razmene ustaljeni termini su za dolar – dolarizacija i za evro – Evroizacija.

Ne može se precizno izračunati stepen dolarizacije, odnosno Evroizacije. Međunarodni monetarni fond navodi podatak da je približno polovina američkih dolara u prometu izvan SAD, dok je sredinom devedesetih godina nemačka Bundesbanka procenila da stranci drže više od 40% emitovane vrednosti DEM.

Broj svetskih valuta se u poslednjoj deceniji rapidno smanjuje. Veliki broj ekonomista, stvaranjem EMU, smatra da postoje realni izgledi da se u budućnosti krećemo prema svetu sa dva ili tri valutna bloka (pored evra i američkog dolara, postavlja se pitanje da li će treća svetska valuta biti japanski jen ili kineski juan). Evro sve više postaje međunarodna valuta, tako da danas, prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda, preko 40. država ima devizne režime koji su vezani za evro, što možemo videti u *tabeli 1*.

Tabela 1. Države sa deviznim režimom vezanim za evro

Region	Režimi deviznog kursa	Države
<i>Evropska Unija</i>	ERM II	Danska, Estonija <sup>1)</sup> , Letonija <sup>2)</sup> , Litvanija <sup>1)</sup>
	Vežan za evro	Mađarska
	Kontrolisano fluktuiranje sa evrom kao referentnom valutom	Češka republika
	Fluktuiranje	Poljska
<i>Države pristupnice i potencijalni kandidati za EU</i>	Unilateralna eurizacija	Andora, Kosovo <sup>3)</sup> , Crna Gora,
	Valutni odbor	Bugarska <sup>10)</sup> , Bosna i Hercegovina
	Vežan za evro, ili kontrolisano upravljanje, sa evrom kao referentnom valutom	Hrvatska, BJR Makedonija, Rumunija <sup>10)</sup> i Srbija
	Fluktuiranje	Albanija, Turska
<i>Ostali</i>	Eurizacija	Evropske mikrodržave <sup>4)</sup> , Francuske teritorijalne zajednice <sup>5)</sup>
	Vežan za evro	CFA zona <sup>6)</sup> , Francuske prekomorske teritorije <sup>7)</sup> , Kapa Verde
	Vežan za evro, ili kontrolisano fluktuiranje vezano za SDR i druge korpe valuta, uključujući evro	Sejšeli, Ruska federacija <sup>8)</sup> , Libija, Bocvana <sup>9)</sup> , Maroko, Tunizija

Izvor: IMF i ECB

1) fiksiran za evro aranžmanom valutnog odbora; 2) fiksiran devizni kurs od +/- 1%; 3) Kosovo koristi unilateralnu eurizaciju, iako nema opšteprihvateni status države; 4) San Marino, Vatikan, Kraljevina Monako; 5) Sent Pjer, Mejot; 6) WAEMU(Benin, Burkina Faso, Obala Slonovače, Gvineja Bisao, Mali, Niger, Senegal, Togo) i CAEMC (Kamerun, Centralna Afrička Republika, Čad, Kongo, Ekvatorijalna Gvineja, Gabon); 7) Francuska Polinezija, Nova Kadelonija, Valis; 8) korpa valuta dolar-evro sa dnevnim upravljanjem deviznim kursom; 9) korpa valuta SDR-Južnoafrički rand; 10) Bugarska i Rumunija su članice EU od 1. januara 2007. godine.

Evroizacija, odnosno dolarizacija može imati više različitih oblika. Zvanična unilateralna Evroizacija podrazumeva da se strana valuta (ređe, više stranih valuta)<sup>6</sup> koristi kao legitimno sredstvo plaćanja i da ne postoji domaća valuta. Ukoliko postoji domaća i strana valuta koje se koriste kao sredstvo plaćanja onda se takav aranžman naziva zvanična delimična Evroizacija. Nezvanična dolarizacija se odnosi na situaciju kada se domaća valuta koristi kao sredstvo plaćanja a strana valuta kao sredstvo čuvanja bogatstva. Sve zemlje koje su prihvatile unilateralnu ili delimičnu eurizaciju prethodno su prošle fazu nezvanične dolarizacije, koja se najčešće koristi posle devalvacija (depresijacija) i hiperinflacija.

### **Prednosti Evroizacije**

Potpuna unilateralna Evroizacija predstavlja najbržu opciju izlaska iz teške inflatorne situacije u privredi, kada centralna banka nije u mogućnosti da stabilizuje ekonomiju i obezbedi stabilnost cena. To se posebno odnosi na države koje su već iskusile određeni stepen valutne supstitucije. Osnovna prednost ove strategije jeste određeni stepen kredibilitnosti uvezen od stabilne države, kojim se direktno doprinosi postizanju održivog i neinflatornog privrednog rasta. Povećanje kredibilitnosti doprinosi minimiziranju monetarne nestabilnosti i valutnih kriza.

Zagovornici Evroizacije ističu niz prednosti koje ona donosi u obliku smanjenja kamatnih stopa, povećanja valutne stabilnosti zbog niske inflacije, smanjenja transakcionih troškova i nestabilnosti deviznog kursa, čime se stimuliše spoljna trgovina i olakšavaju strukturne reforme.

#### **a) Pad u kamatnim stopama**

Od evroizacije se očekuje pad kamatnih stopa, tj. izjednačavanje visokih kamatnih stopa sa svetskim kamatnim stopama i kamatnim stopama Evropske monetarne unije. Visoke kamatne stope su posledica restriktivne monetarne politike, jer u proces unilateralne Evroizacije najčešće ulaze države u hiperinflatornim i nekredibilnim uslovima, i uvećane su rizikom države. Premija na rizik kod kamatnih stopa se sastoji iz dve komponente: valutnog rizika i rizika neizvršenja novčanih obaveza. Evroizacijom se valutni rizik svodi na nulu, što znatno smanjuje premiju na rizik i pozitivno utiče na fiskalne i ekonomske performanse države. Pored smanjenja kamatnih stopa, malo je verovatno da će doći do izjednačavanja kamatnih stopa sa svetskim kamatnim stopama, zbog uticaja visine budžetskog deficita, razvijenosti finansijskog sistema i pravnog sistema i tržišta rada. Kamata uvek sadrži i rizik države, koji

---

<sup>6</sup> U nekim državama cirkuliše paraleleno strana valuta i domaće kovanice, zbog visokih transportnih troškova kovanog stranog novca.

je uslovljen nivoom kredibiliteta. Ukoliko bi se obezbedio odgovarajući nivo kredibiliteta, došlo bi do priliva stranih direktnih investicija i povećana ponuda kapitala izjednačila bi nivo kamatnih stopa. Vlada je svesna da ne postoji više mogućnost pribavljanja sredstava iz primarne emisije za finansiranje budžetskog deficita, što dovodi do veće budžetske discipline. Smanjenje u kamatnim stopama uticalo bi na smanjenje duga države, jer bi se država zaduživala i otplaćivala dugove sa nižim troškovima.

Od Evroizacije se očekuje da stabilizuje kratkoročne kamatne stope, koje bi bile definisane monetarnom politikom ECB, kao i da stabilizuje devizni kurs. To znači da bi neravnoteže između agregatne ponude i tražnje bile eliminisane kroz zarade i cene. U dugom roku, Evroizacija nema uticaja na dugoročne kamatne stope jer su one determinisane štednjom, investicijama, rizikom neizvršenja novčanih obaveza itd. Ukoliko u državi ne postoji fleksibilnost nadnica i cena, kratkoročni pozitivni efekti smanjenja rizika deviznog kursa rezultirali bi u povećanju troškova zaduživanja države, a time bi došlo do povećanja rizika neizvršenja novčanih obaveza.

b) Smanjenje transakcionih troškova i eliminisanje nestabilnosti deviznog kursa

Druga očekivana prednost unilateralne Evroizacije jeste eliminisanje nestabilnosti deviznog kursa i smanjenje transakcionih troškova razmene valuta, čime se stvaraju mogućnosti povećavanja međunarodne trgovine i ekonomskog rasta. Smanjenje u transakcionim troškovima i eliminisanje rizika deviznog kursa doprinosi većoj ekonomskoj integraciji sa evroizovanim državama, tj. sa Evropskom monetarnom unijom, jer su sve transakcije oslobođene deviznog rizika. Važno je istaći da su države unilateralnom Evroizacijom imune samo na valutne krize. Krize u bankarskom sektoru ili krize javnog duga predstavljaju i dalje potencijalnu opasnost.

Transakcioni troškovi se sastoje iz dva dela: finansijskih troškova (razlika između prodajnog i kupovnog kursa, troškova provizije i drugih administrativnih troškova) i internih troškova (troškova u vezi sa kontrolom deviznog kursa, odlaganjima u plaćanjima itd.). Potencijalni efekti Evroizacije na smanjenje troškova deviznog kursa mogu se izraziti na sledeći način:<sup>7</sup>

$$T = p \cdot DT / BDP$$

gde je:

T – transakcioni troškovi (% od BDP),

p – prosečna provizija za promenu valuta (u %),

DT – iznos deviznih transakcija.

---

<sup>7</sup> [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/BIATEC/BIA03\\_02/menin2.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/BIATEC/BIA03_02/menin2.pdf), Open Question of Monetary Integration, str. 7.

Za razliku od izračunavanja uticaja Evroizacije na smanjenje transakcionih troškova, znatno teže je utvrditi efekte eliminisanja nestabilnosti deviznog kursa na međunarodnu trgovinu. Iako se može pretpostaviti da će potencijalni efekti biti neznatni, "Rousov efekat" potvrđuje da je trgovina između država sa jedinstvenom valutom nekoliko puta veća od trgovine država koje koriste različite valute. Rouz je istakao da smanjenje od 1% devijacije deviznog kursa obezbeđuje povećanje rasta trgovine za 1,8%.

c) Smanjenje stope inflacije

U izvesnom smislu Evroizacija se može posmatrati kao antiinflaciona strategija. Bez obzira što ponuda novca i politika deviznog kursa nisu više pod ingerencijom domaće centralne banke, sve emirijske studije su pokazale da sa primenom potpune Evroizacije opada stopa inflacije. U kratkom roku zbog izjednačavanja cena može doći do rasta inflacije, da bi u dugom roku došlo do izjednačavanja inflacije između evroizovane države i države čija se valuta koristi. Ako je ekonomija prilagođena određenom nivou inflacije, smanjenje u realnoj ponudi novca imaće negativne efekte na stopu ekonomskog rasta i zaposlenosti, ali će povećana monetarna stabilnost poboljšati ekonomske uslove i državu učiniti atraktivnijom za strane investitore. Takođe, neće doći do izjednačavanja svih cena, zbog kontrolisanih cena, tako da se tek u dugom roku mogu utvrditi efekti Evroizacije.

Evroizacija, takođe, predstavlja konačnu trade-off soluciju izbora alternativnih režima deviznog kursa. Ukoliko država prihvati unilateralnu Evroizaciju, režim monetarne politike postaje egzogeni faktor na koji nacionalne politička javnost nema uticaja, što sprečava skupe izborne političke kontroverze.

Evroizacija, zbog povećanog kredibiliteta države i smanjenja transakcionih troškova i rizika deviznog kursa, može dovesti i do liberalizacije finansijskog sistema i pune participacije stranih učesnika na finansijskom tržištu.



### **Negativne posledice Evroizacije**

Pored prednosti, Evroizacija ima i svoje negativne posledice koje se ogledaju u nepredviđenim troškovima i rizicima.

a) Troškovi Evroizacije

Senjoraža (Segniorage)

Najveći troškovi Evroizacije su gubitak senjoraže<sup>8</sup> i uloge centralne banke kao kreditora poslednjeg utočišta. Senjoraža (Segniorage) predstavlja emisionu dobit, tj. razliku između nominalne vrednosti novčanica i troškova za njihovu izradu. Kao moguća kompenzacija za gubitak emisione dobiti može biti podela emisione dobiti sa državom čija se valuta koristi. Pojava evra i međunarodna konkurencija tri najveća svetska valutna bloka mogu u budućnosti uticati na veću spremnost zemalja da dele emisionu dobit. Mاستrihtskim sporazumom definisano je da prihodi od senjoraže budu podeljeni među državama članicama i da se to ne odnosi na države koje su prihvatile evro na unilateralnoj osnovi. Sledeći trošak unilateralnog uvođenja evra, predstavlja gubitak deviznih rezervi koje se moraju utrošiti da bi se povukla domaća valuta. Ukoliko je hiperinflatornim procesima obezvređena domaća valuta, troškovi gubitka deviznih rezervi su mali.

Iako je najveći trošak Evroizacije gubitak senjoraže, ne sme se prenebregnuti činjenica da senjoraža može biti negativna. Jedan od razloga negativne senjoraže leži u depresijaciji domaće valute. Drugi faktor koji može dovesti do smanjenja emisione dobiti jeste promena deviznih kurseva međunarodnih valuta u kojima se čuvaju nacionalne rezerve. Npr. ukoliko evro apresira, domaća valuta će depresirati i emisiona dobit može biti negativna.

### **Uloga centralne banke kao kreditora poslednjeg utočišta**

Unilateralnim uvođenjem evra centralna banka gubi funkciju kreditora poslednjeg utočišta (Lender of last resort). U ekonomskoj terminologiji, funkcija centralne banke kao kreditora poslednjeg utočišta podrazumeva odobravanje vanrednih kredita za likvidnost bankama u kriznim uslovima, koji imaju veliki stepen hitnosti, bez kojih bi nastali problemi koji bi mogli da ugroze čitav

---

<sup>8</sup> Treba praviti razliku između senjoraže ili emisione dobiti i inflatornog oporezivanja. Za razliku od senjoraže, koja predstavlja dobit centralne banke ostvarene od kamatonosne aktive i nekamatonosne pasive, inflatorni porez država ubira štampanjem novca bez realnog robnog pokrića za potrebe finansiranja budžetskog deficita. Znači, prihod centralne banke od štampanja novca sa realnim robnim pokrićem naziva se senjoraža ili emisiona dobit, a štampanje novca bez relanog robnog pokrića, inflatorno oporezivanje.

bankarski sistem. Uloga kreditora poslednjeg utočišta, još bi više bila otežana logističkim problemima, jer bi za obavljanje određenog broja ključnih usluga i izvršenje plaćanja u velikim iznosima, država bila primorana da se oslanja isključivo na privatne aranžmane sa kreditnim institucijama.

U odsustvu centralne banke kao kreditora poslednjeg utočišta, rešenje bi jedino bilo u slučaju da:

- je domaći bankarski sistem u vlasništvu stranih banaka, koje bi obezbedile neophodna sredstva, ukoliko bi banka zapala u nelikvidnost,
- su preostale devizne rezerve posle Evroizacije iskorišćene u svrhu osnivanja posebnih fondova zaduženih za rešavanje kriznih situacija i premošćavanja problema nelikvidnosti u bankama,
- se povećaju zahtevi za obezbeđenjem likvidnosti, efikasnosti i superviziji bankarskog sektora, u skladu sa međunarodnim standardima.

Troškovi u vezi sa valutnom stabilnošću

Mada se kao isključiv i primarni cilj centralnih banaka najrazvijenijih država sveta definiše stabilnost cena, inicijalni pozitivni efekti Evroizacije, koji se ogledaju u smanjenju inflacije i valutnoj stabilnosti, imaju i suprotne efekte koji se ispoljavaju u smanjenju privrednog rasta i zaposlenosti, što može, u dugom roku, negativno uticati na privredni sistem evroizovane države.

### **Gubitak instrumenata monetarne politike i politike deviznog kursa**

Unilateralnom evroizacijom država gubi mogućnost delovanja instrumentima monetarne politike i politike deviznog kursa u eliminisanju potencijalnih šokova u domaćoj ekonomiji. Pri fiksnom deviznom kursu, eliminisanje šokova zahteva promene u nadnicama i cenama, jer bi u odsustvu fleksibilnih nadnica i cena, ekonomija mogla zapasti u recesiju i došlo bi do smanjenja privrednog rasta.

Država se može suočiti sa neodgovarajućim karakterom monetarne politike u slučaju divergentnih ekonomskih ciklusa, i biti u nemogućnosti da reaguje na specifične šokove ili da nadoknadi pad konkurentnosti. Evroizovane države, pored gubitka vođenja monetarne politike, nema uticaja na monetarnu politiku Evropske centralne banke, niti imaju svoje predstavnike u Evropskoj centralnoj banci. Gubitak suvereniteta u vođenju monetarne politike može biti veliki problem, ukoliko država nije u sinhronizovanosti ekonomskih ciklusa sa Evropskom monetarnom unijom. Ako je Evropska monetarna unija u fazi recesije, Evropska centralna banka će sprovoditi ekspanzivnu monetarnu politiku

i snižavati kamatne stope, dok će evoizovana država možda biti u fazi ekspanzije i iziskivati potpuno suprotan scenario monetarne politike. Opasnost vreba i iz potencijalnih grešaka u monetarnoj politici Evropske centralne banke. Evroizacija uključuje rizik neravnotežnog deviznog kursa, koji je još veći jer nema strategije povratka. Svako odstupanje realnog deviznog kursa od ravnotežnog ima negativne efekte na kamatne stope, BDP, zaposlenost.

U nedostatku nezavisne monetarne politike i instrumenata monetarne politike i deviznog kursa, povećava se rigidnost u nadnicama i cenama a time se povećavaju i troškovi u evroizovanoj ekonomiji.

Inherentni problem unilateralne Evroizacije može biti i neadekvatna fiskalne politika, koja, u nedostatku monetarnih korekcija, može dovesti do većih poreza.

### **Ekonomska kriza**

Bez obzira što u rangiranju stepena važnosti troškova Evroizacije kriza ne zauzima prvo mesto, sadašnji uslovi svetske ekonomske krize, koja je iznenadila mnoge ekonomske analitičare, nameće značaj izučavanja i eliminisanja upravo ovog negativnog efekta Evroizacije. Evroizacija štiti državu od monetarnih kriza, ali ne može da utiče na recesiju, nesolventnost banaka, ili iznenadne odlive kapitala.

Kreatori ekonomske politike imaju praktično samo fiskalnu politiku kao instrument za rešavanje nastalih poremećaja i koja ne može predstavljati adekvatan odgovor na sve vrste šokova.

Pored brojnih koristi koju ostvaruje zemlja primarne valute potencijalni trošak može nastati ukoliko evroizovana zemlja odluči da pređe na drugu valutu, na primer da umesto dolara počne da koristi evro.

Na kraju, ali ne i po značaju, glavni potencijalni trošak unilateralne Evroizacije jeste odsustvo bilo kakve politike izlaza, bez obzira na neočekivane nepovoljne promene endogene ili egzogene prirode.

Strukturne karakteristike država koje koriste unilateralnu Evroizaciju igraju ključnu ulogu u definisanju balansa između koristi i troškova Evroizacije:<sup>9</sup>

1. Efekti smanjenja rizika devalvacije deviznog kursa biće veći u državama sa tradicijom visoke inflacije i frekventnih valutnih kriza.

---

<sup>9</sup> Herrero, G.A., Glöckler, G. (2000) *Options for Latin America in a globalised World: a regional monetary union versus dollarisation*, European Central Bank, Frankfurt

2. Veće koristi od Evroizacije imaće male i otvorene, nego velike i zatvorene države, jer će male i otvorene države povećati stepen trgovinske međuzavisnosti sa Evropskom unijom.
3. Prednosti eliminisanja izbora deviznog režima iz političkih debata biće veće u državama sa jakim lobijima i političkom nekorektnošću.
4. Odsustvo opcije izlaska iz unilateralne Evroizacije, imaće manje troškova u državama čije su cene denominovane većinom u evrima i koje su trgovinski i finansijski povezane sa Evropskom unijom.
5. Troškovi izgubljene senjoraže biće niži u državama sa većim stepenom valutne supstitucije, jer je tražnja za nacionalnim novcem manja u tim državama.
6. Nemogućnost delovanja centralne banke kao kreditora poslednjeg utočišta, izazvaće manje troškova u državama sa jakim i dobro regulisanom bankarskom supervizijom. Troškovi će biti još manji, ukoliko postoje drugi instrumenti za regulisanje bankarskih kriza, kao što je mogućnost emitovanja obveznica javnog duga koje će predstavljati finansijsku injekciju likvidnosti banaka.

Postoji niz mogućih poteza i smernica, koje bi trebalo da usvoje države sa unilateralnom Evroizacijom, kako bi se prilagodile postojećim ograničenjima.

Prvo, usled slabog bankarskog sistema, pojedinačna banka je u teškoći da se samostalno prilagođava, pa se adekvatnim nameće osnivanje određenih bankarskih grupacija.

Drugo, ovaj trend ka koncentraciji banaka, inspirisan je sve većim udelom stranih banaka u kapitalu domaćih banaka. U odsustvu centralne banke i kredita za likvidnost, briga stranih banaka o svom kapitalu, može spasiti domaću banku od nelikvidnosti, u uslovima kriza i šokova. U slučaju pritisaka na bankarsku likvidnost, internacionalizovane banke mogu lako i brzo dobiti devize i obezbediti svoju poziciju likvidnosti.

Treće, zbog nedostatka centralno bankarske supervizije, neophodno je da se osnuje agencija, koja će obezbediti striktnu prudencionu regulaciju i implementaciju supervizije banaka, kako bi se kamatne stope dovele u razumne okvire i povećala stabilnost finansijskog sektora. Zbog opasnosti da gubitak depozita u jednoj banci može dovesti do urušavanja čitavog bankarskog sistema, potrebno je doneti i zakone o zaštiti depozita.

Četvrto, neophodno je formirati instituciju, koja bi delovala kao kreditor poslednjeg utočišta i čija bi devizna aktiva prelazila stoprocentni iznos primarnog novca.

I konačno, peto, u odsustvu politike izlaza neophodno je definisati jasnu strategiju izlaska iz kriznih situacija, ukoliko se to pokaže kao neminovnost. Strategija bi trebala da ima nekoliko faza, počev od prebacivanja na neku drugu valutu, ili do kreiranja novih instrumenata ekonomske politike, povećanja fleksibilnosti državnog aparata, napuštanja monetarnih pravila i priključenja nekom obliku regionalne monetarne integracije.

### **Zaključna razmatranja**

Sameravajući sve prednosti i nedostatke, treba istaći da je unilateralna Evroizacija jedan od alternativnih oblika monetarne vlasti, koji se preporučuje u uslovima hiperinflacije, monetarne nestabilnosti i odsustva kredibiliteta centralne banke kao kreatora monetarne politike. U Evropi, evro kao zvanično sredstvo plaćanja koriste veoma male evropske države. Pored 16 država članica Evropske monetarne unije, koje su izgubile svoj monetarni suverenitet i prihvatile jedinstvenu monetarnu politiku Evropske centralne banke i evro, na osnovu posebnog sporazuma tu valutu koriste Monako, San Marino, Vatikan, dok Kosovo, Crna gora<sup>10</sup> i Andora koriste unilateralnu Evroizaciju.

Ideja o uvođenju evra u zemljama Centralne i Istočne Evrope, u početku je delovala kao kraći put u Evrozonu, sve dok Evropska unija nije naglasila da uvođenje evra nije dovoljan uslov za monetarnu integraciju i predložila tri faze monetarne integracije. Prva faza predstavljala članstvo u Evropskoj uniji, zatim je neophodno participiranje u ERM II, i konačno treća faza podrazumeva uključivanje u Evropsku monetarnu uniju, što je moguće jedino ako su zadovoljeni svi kriterijumi konvergencije iz Mاستrihta. Savet ministara ECOFIN je u novembru 2000. godine, doneo zaključak da je uvođenje unilateralne Evroizacije u suprotnosti sa idejom Evropske monetarne unije definisane u Mاستrihtskom sporazumu, kojim se zahteva da uvođenju evra prethode kovergenciona usaglašavanja država.<sup>11</sup>

I pored niza prednosti unilateralne Evroizacije, koje ističu zagovornici ideje o uvođenju unilateralne Evroizacije u Srbiji (dobijanje kredibiliteta Evropske centralne banke, eliminisanje valutnog rizika, smanjenja kamatnih stopa, povećanje kreditnog rejtinga, priliva stranih direktnih investicija, povećanje finansijske i trgovinske integracije), Srbija neće evroizovati svoju valutu. Razlozi su sledeći:

1. preporuka Saveta ministara ECOFIN-a,
2. gubitak vođenja monetarne politike,

---

<sup>10</sup> Crna Gora je uvela unilateralnu Evroizaciju bez prethodnog dogovora sa EU

<sup>11</sup> [http://74.125.93.132/search?q=cache:EjUDnYXr8IoJ:www.nbs.yu/port/internet/latinica/40/40\\_2/JS-G-20080213.html+evroizacija&cd](http://74.125.93.132/search?q=cache:EjUDnYXr8IoJ:www.nbs.yu/port/internet/latinica/40/40_2/JS-G-20080213.html+evroizacija&cd)

3. gubitak vođenja politike deviznog kursa i eliminisanja neravnotežnih šokova,
4. nemogućnost upravljanja likvidnošću bankarskog sistema,
5. nemogućnost sprečavanja odliva kapitala,
6. gubitak emisione dobiti, tj. senjoraže, i konačno
7. postojanje kredibiliteta dinara i NBS.

Interes Srbije jeste evro kao jedinstvena valuta, ali tek sa članstvom u Evropskoj monetarnoj uniji, tj. po preporuci Saveta ministara za ekonomiju i finansije EU; prvo članstvo u EU, zatim vezivanje dinara za evro sa dozvoljenim fluktuacijama od +/-15% (ERM II), i konačno članstvo u Evrozoni.

**Literatura:**

1. Berg, A., Borensztein, E. (2000) *The pros and cons of full dolarization*, IMF, Wasington
2. Fagan, G. i Gaspar, V. (2007) *Adjusting to the Euro*, Working paper No. 716, European Central Bank, Frankfurt
3. Feige, E., Dean, J., (2002) *Dollarization and Euroization in Transition Countries: currency substitution, asset substitution, network externalities and irreversibility*, Internatioanale Finance, New York
4. Kenen, P. i Meade, E. (2008) *Regional monetary integration*, Cambridge University Press, Cambridge
5. Oldrich, D. (2004) "Adopting the Euro: brake on or engine for true convergence?", *Eastern European Economics*, Vol. 42, no. 2, str. 45-62.
6. Vernengo, M. (2006) *Monetary Integration and Dolarization: No Panacea*, Edward Elgar, Cheltenham; Northampton