

Izvorni naučni članak

UDK: 339.922:338.1; 338.246.2:336.74

doi: 10.5937/ekonhor1201003S

EFEKTI MEĐUNARODNE MONETARNE INTEGRACIJE NA INFLACIJU, PRIVREDNI RAST I TEKUĆI BILANS

Nenad Stanišić*

Postoje brojne koristi koje zemlje mogu dobiti odricanjem od nacionalnog novca nestabilne spoljne i unutrašnje vrednosti. Najočiglednija je smanjenje dugoročne stope inflacije. Cilj ovog rada je da testira hipotezu o pozitivnom uticaju monetarne integracije na monetarnu stabilnost i privredni rast. S druge strane, monetarna integracija može prouzrokovati i određene ekonomske probleme zemljama, pre svega problem platnobilansnog prilagođavanja. Stoga se u ovom radu ispituje i njen uticaj na saldo tekućeg bilansa nacionalnih ekonomija. Postavljene hipoteze se empirijski testiraju na uzorku od 42 zemlje iz različitih regiona i različitog nivoa razvijenosti. Rezultati sugerišu da postoji uticaj monetarne integracije na smanjenje inflacije u grupi zemalja u razvoju, ali ne i na ostvarene stope privrednog rasta. S druge strane, rezultati ukazuju na to da monetarna integracija doprinosi povećanju deficita tekućeg računa zemalja u razvoju, ali ne i razvijenih zemalja.

Ključne reči: međunarodna monetarna integracija, privredni rast, inflacija, tekući bilans

JEL Classification: F15, F31, F41, E31

UVOD

Smanjenje broja nacionalnih valuta, kao jedna od odlika savremene svetske privrede, može se tumačiti kao logična posledica rastuće integrisanosti međunarodnog robnog i finansijskog tržišta. U uslovima izražene valutne konkurencije, jake svetske valute potisnule su iz upotrebe jedan broj slabih nacionalnih valuta. Paralelno s tim procesom, tzv. procesom dolarizacije, rastuća integrisanost ekonomija Evropske unije dovela je do stvaranja monetarne unije i kreiranja regionalnog novca – evra. Opcija odricanja od nacionalnog novca je

trenutno najaktuelnija na evropskom tlu, među bivšim i sadašnjim tranzicionim zemljama, bilo van ili unutar Evropske unije.

Razlika između formiranja monetarne unije i dolarizacije može se napraviti sa mnogo različitih aspekata. Ipak, ono što im je zajedničko je gubljenje nacionalnog monetarnog suvereniteta, te nemogućnost vođenja nacionalne monetarne politike i nacionalne politike deviznog kursa.

Ostvarivanje ekonomskog rasta i rasta produktivnosti krajnji su ciljevi kojima se teži u ekonomskoj politici, te se pitanje koristi od monetarne integracije može postaviti i kao pitanje njenog doprinosa ostvarenju ovih ciljeva.

* *Korespondencija:* N. Stanišić, Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Đ. Pucara 3, 34000 Kragujevac, Srbija;
e-mail: nstanisic@kg.ac.rs

Monetarna integracija može, na direktan način, doprineti povećanju konkurencije i investicija. Koristi koje monetarna integracija donosi proističu iz makroekonomske stabilizacije i eliminisanja rizika promene deviznog kursa između zemalja integracije. Makroekonomska stabilizacija se manifestuje, putem efekata monetarne integracije, na snižavanje stope inflacije, smanjenje realne kamatne stope i povećanje budžetske discipline. Eliminisanje deviznog rizika, troškova konverzije valuta i lakša uporedivost cena dovode do porasta međunarodne trgovine i investicija unutar valutnog područja.

Navedenim se ne završava lista mogućih pozitivnih efekata monetarne integracije na nacionalnu ekonomiju. Mogu se pridodati još i podsticaj razvoju finansijskog sektora, kao i korist od internacionalne upotrebe zajedničke valute monetarne unije, koja se ostvaruje samo ukoliko ta valuta zauzme značajno mesto na svetskom finansijskom tržištu.

Nasuprot koristima, odricanje od nacionalnog novca u korist stranog ili regionalnog zemlji donosi i određene troškove. Osnovni je taj što zemlja gubi važan

mehanizam prilagođavanja u slučaju platnobilansnih poremećaja unutar valutnog područja - mogućnost promene deviznog kursa (Mundell, 1961). Odricanjem od nacionalne valute gubi se i mogućnost vođenja samostalne monetarne politike, tj. javlja se rizik da zajednička monetarna politika (u slučaju monetarne unije), ili strana monetarna politika (u slučaju dolarizacije), neće odgovarati interesima posmatrane zemlje u datom trenutku. Oba potencijalna problema mogu se odraziti na povećanje inflacije i usporavanje privrednog rasta.

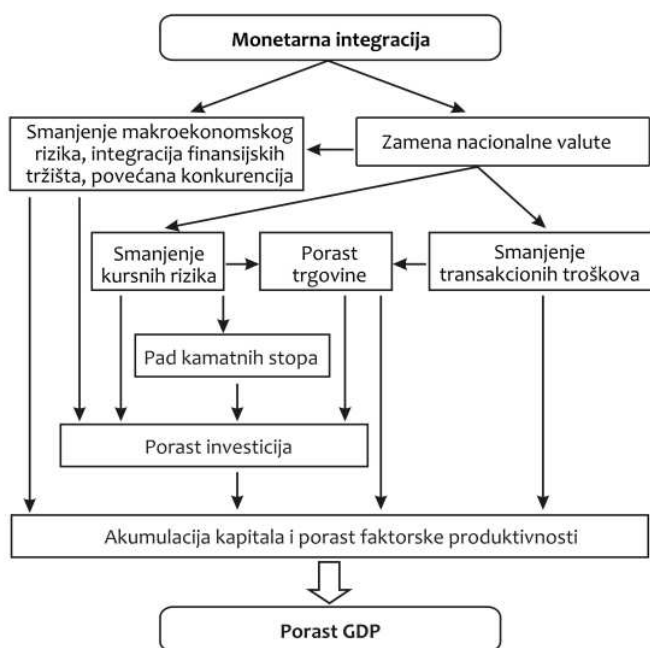
Krajnji efekat monetarne integracije na inflaciju i privredni rast zavisi od veličine suprotstavljenih pozitivnih i negativnih uticaja. Cilj ovog rada je da se empirijski potvrde sledeće osnovne istraživačke hipoteze:

1. monetarna integracija dovodi do smanjenja dugoročne stope inflacije;
2. monetarna integracija dovodi do povećanja dugoročne stope ekonomskog rasta; i
3. monetarna integracija dovodi do rasta deficita tekućeg bilansa.

Rad čine tri sekcije praćene zaključkom. U prvoj sekciji, nakon Uvoda, napravljen je pregled osnovnih zaključaka prethodnih istraživanja problematike koja je predmet razmatranja u ovom radu. Nakon toga sledi opis istraživačkih metoda koje će biti upotrebljene, kao i podataka koji će se koristiti u istraživanju. Sekcija u kojoj se prezentuju rezultati rada podeljena je na tri podsekcije, shodno predmetu istraživanja, tj. činjenici da se u radu razmatra uticaj monetarne integracije na tri makroekonomske varijable: ekonomski rast, stopu inflacije i saldo tekućeg računa platnog bilansa. Osnovni rezultati i ograničenja sprovedene studije dati su u Zaključku.

PREGLED PRETHODNIH ISTRAŽIVANJA

Prihvatanje strane ili regionalne valute predstavlja ekstremni oblik fiksiranja međusobnih deviznih kurseva unutar neke grupe zemalja. Zato je pitanje makroekonomskih efekata monetarne integracije srodno (ali ne i jednako) pitanju efekata fiksnog deviznog kursa.



Slika 1 Efekti monetarnog integrisanja (Stanišić, 2010)

Da bi se različiti režimi deviznog kursa uporedili prema uticaju na inflaciju i ekonomski rast, prvo treba valjano klasifikovati zemlje prema režimu deviznog kursa koji primenjuju. Naime, monetarna politika zemlje je često u suprotnosti sa zvanično proklamovanim režimom deviznog kursa. Primera radi, mnoge zemlje u razvoju, koje su nakon valutnih kriza sa kojima su bile suočene 1990-ih prešle na fluktuirajući devizni kurs, sprovode monetarnu politiku koja često ima za cilj dugoročnu stabilizaciju deviznog kursa. Ovakvo ponašanje monetarnih vlasti, koje nije u potpunosti konzistentno sa zvanično prihvaćenim režimom fluktuirajućeg deviznog kursa, naziva se u literaturi „strah od fluktuiranja“ (Bayoumi & Eichengreen, 1994). S druge strane, uprkos zvaničnoj primeni fiksnog deviznog kursa, spoljna vrednost valuta pojedinih zemalja u razvoju konstantno opada, što je posledica čestih devalvacija. Takođe, promene deviznog kursa mogu biti vrlo male i kada se primenjuje potpuno fluktuirajući devizni kurs, što je čest slučaj među razvijenim ekonomijama u vreme ekspanzije svetske privrede. Sve ovo ukazuje na raskorak koji može postojati između zvaničnog (*de jure*) i stvarnog (*de facto*) režima deviznog kursa.

Postojanje navedenih nekonzistentnosti između zvaničnog režima deviznog kursa i praktične monetarne politike čini sva istraživanja ekonomskih performansi zasnovana na *de jure* režimima nepouzdanim. Stoga se u savremenoj literaturi sreću mnogi pokušaji klasifikacije zemalja prema režimu koji primenjuju, a na osnovu posmatranja kretanja deviznog kursa u dužem periodu (Ghosh et al., 1995; Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2003; Rogoff et al., 2004). Od 1990. godine i MMF, u svojim izveštajima, objavljuje klasifikaciju zemalja na osnovu *de facto* režima deviznog kursa, svrstavajući zemlje u osam kategorija: režimi bez posebne nacionalne valute, valutni odbor, konvencionalni (prilagodljivi) fiksni kurs, ciljne zone, puzeći kurs, puzeći rasponi, rukovođeno fluktuirajući kurs i slobodno fluktuirajući kurs.

U istraživanjima se često koriste i klasifikacije pojedinih autora do kojih se došlo posmatranjem dugih vremenskih serija ponašanja deviznog kursa velikog broja nacionalnih valuta, kao što su studije: Ghosh, et al. (1995, 1998), Rogoff, et al (2004) ili Levy -Yeyati, & Sturzenegger (2005).

Prva grupa autora uporedila je zvanične režime 147 zemalja sa kretanjima deviznog kursa njihovih valuta u višedecenijskom vremenskom periodu. Samo one zemlje kod kojih je ponašanje deviznog kursa u skladu sa zvaničnim režimom ušle su u klasifikaciju tzv. „konsenzusnog uzorka“, u kojem su zemlje razvrstane prema podeli svih režima u tri grupe: fiksni, fluktuirajući i kompromisni devizni kurs.

Za razliku od ovakve klasifikacije, u radu Rogoff, et al (2004) zemlje se, prema ponašanju deviznog kursa, svrstavaju u jednu od pet kategorija tzv. „prirodne šeme“: fiksni, ograničeno-fluktuirajući, rukovođeno-fluktuirajući, slobodno-fluktuirajući i slobodno-padajući (poslednju kategoriju čine one zemlje kod kojih godišnja inflacija prevazilazi 40%).

Broj zemalja prema *de facto* primenjivanom režimu deviznog kursa u zvaničnoj klasifikaciji MMF-a (De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework), predstavljen je u Tabeli 1.

Tabela 1 Broj zemalja prema *de facto* primenjivanom režimu deviznog kursa u 2009. godini

Režim deviznog kursa	Broj zemalja
Bez nacionalne valute	10
Valutni odbor	13
Konvencionalni fiksni kurs	68
Ciljne zone	3
Puzeći kurs	8
Puzeći rasponi	2
Rukovođeno fluktuirajući kurs	44
Slobodno fluktuirajući kurs	40*
Ukupno	188

Napomena: Zemlje članice EMU svrstane su u grupu zemalja sa slobodno fluktuirajućim deviznim kursom svaka zasebno.

Izvor: De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework, IMF, Washington DC, 2010

Empirijske studije, skoro po pravilu, potvrđuju pozitivan efekat fiksnog deviznog kursa (i monetarne integracije)

na monetarnu stabilnost (IMF, 1997; Edwards, & Magendzo, 2002; Edwards, & Magendzo, 2006; Meller, & Nautz, 2009). Studija MMF-a (1997), sprovedena na uzorku od 145 zemalja koje su razvrstane u tri grupe na osnovu zvanično primenjivanog režima deviznog kursa (pri čemu je napravljena podela na: fiksni, kompromisni i fluktuirajući kurs), a čije su ekonomske karakteristike posmatrane u tridesetogodišnjem periodu, ukazuje na sledeće:

1. inflacija je bila najniža u grupi zemalja sa fiksnim deviznim kursom, zatim u zemljama sa kompromisnim i, na kraju, u zemljama sa fluktuirajućim kursom;
2. zemlje sa režimom fiksnog deviznog kursa, koje su često menjale paritet svoje valute, imale su više stope inflacije od onih kod kojih se valutni paritet ređe menjao;
3. rast novčane mase je niži u zemljama sa fiksnim nego u zemljama sa fluktuirajućim kursom.

Navedeni zaključci važe bez obzira na trgovinsku otvorenost ili nivo razvijenosti zemlje.

I studije koje su koristile prethodno opisanu „konsenzusnu klasifikaciju“ zemalja prema *de facto* režimu deviznog kursa pokazale su postojanje značajne prednosti fiksnog deviznog kursa u domenu doprinosa monetarnoj stabilnosti. Rezultati jedne takve studije (Ghosh, Gulde, & Wolf, 2002) prikazani su u Tabeli 2.

Tabela 2 Inflacija pri različitim režimima deviznog kursa, period 1970–1999. god.

	Prosečna godišnja inflacija	Medijana inflacije
<i>De jure</i> klasifikacija		
Fiksni kurs	13,3	8,0
Kompromisni režimi	22,0	9,6
Fluktuirajući kurs	24,3	9,0
<i>De facto</i> klasifikacija		
Fiksni kurs	9,4	6,9
Kompromisni režimi	30,2	11,4
Fluktuirajući kurs	58,8	21,7

Izvor: Ghosh, A., Gulde, A., & Wolf, H. (2002).

Rezultati ukazuju na to da se pri fiksnim režimima, ostvaruju niže stope inflacije u poređenju sa ostalim režimima deviznog kursa, i to bilo da se koristi *de jure* ili *de facto* klasifikacija i bez obzira na to da li se posmatra prosečna inflacija ili vrednost medijane.

Superiornost fiksnog nad fleksibilnim deviznim kursom u ostvarivanju monetarne stabilnosti dokazana je i ekonometrijski kompleksnijim studijama u kojim su kontrolisane mnoge druge varijable koje, pored režima deviznog kursa, utiču na stopu inflacije, kao što su: rast novčane mase, realni GDP, saldo budžeta, spoljnotrgovinski koeficijent i dr.

Međutim, prednost fiksnog deviznog kursa nad alternativnim režimima nije održiva u svim slučajevima kada se zemlje grupišu prema nivou dohotka, tj. razvijenosti. Koristeći „prirodnu klasifikaciju“ zemalja prema *de facto* režimu deviznog kursa, moguće je dokazati da je fiksni devizni kurs kod industrijalizovanih zemalja povezan sa tri procentna poena većom godišnjom inflacijom nego kod zemalja iste grupe koje imaju fluktuirajući devizni kurs. S druge strane, u grupi zemalja u razvoju, s niskim *per capita* dohotkom, fiksni devizni kurs povezan je sa nižim stopama inflacije dok kod grupe zemalja u razvoju srednjeg dohotka različiti režimi ne pokazuju statistički značajnu razliku. Ovakve razlike u rezultatu mogu se objasniti različitim okolnostima s kojima se suočavaju različite dohodovne grupe zemalja. Osnovnu razliku čini obim i stabilnost priliva stranog kapitala. Zemlje na niskom stepenu razvoja privlače malo inostranog kapitala, koji se ne odražava u većoj meri na opšti nivo cena. Značajni, ali nestabilni prilivi kapitala u zemljama srednjeg nivoa razvijenosti mogu ugroziti monetarnu stabilnost. Kod razvijenih zemalja, međunarodno kretanje kapitala, uprkos visokim iznosima, nema destabilizirajućih efekata, zbog razvijenosti njihovih finansijskih tržišta i stabilnosti tokova. Shodno navedenom, samo je u grupi zemalja na srednjem nivou razvijenosti identifikovana značajna veza između priliva stranog kapitala i opšteg nivoa cena.

Veza između primenjivanog režima deviznog kursa i ekonomskog rasta manje je jasna i teže dokaziva nego veza između režima kursa i inflacije. Brojna empirijska istraživanja nisu dovela do jednoznačnog odgovora na

pitanje odnosa monetarne integracije i ekonomskog rasta (Bayoumi, & Eichengreen, 1994; Ghosh, et al., 1998; Edwards, 2001; Edwards, & Magendzo, 2001; Levy-Yeyati, & Sturzenegger, 2002; Rogoff, et al., 2004). Razlog tome možda leži u činjenici da je teško izolovati efekte monetarne integracije od efekata mnogih drugih faktora koji utiču na rast privrede. U već pomenutoj studiji, Ghosh, Gulde, & Wolf (2002), došlo se do zaključka da je najveću prosečnu godišnju stopu rasta, u periodu od trideset godina, ostvarila grupa zemalja sa kontrolisano fluktuirajućim deviznim kursom. Ni korišćenje kompleksnijih ekonometrijskih metoda od onih koje su korišćene u ovom istraživanju nije dalo jasnije rezultate. Različite studije su, čak, dolazile i do suprotstavljenih rezultata. Primera radi, Rogoff, et al. (2004) dolaze do rezultata koji ukazuje na to da razvijene zemlje sa fluktuirajućim deviznim kursom ostvaruju više stope ekonomskog rasta od onih koje primenjuju fiksni devizni kurs dok u grupi zemalja u razvoju nema statistički značajne veze. Nasuprot ovoj, studija Levy-Yeyati, & Sturzenegger (2003) ukazuje na postojanje značajne veze između fluktuiranja deviznog kursa i ekonomskog rasta upravo u grupi manje razvijenih zemalja dok se kod razvijenih zemalja ova veza gubi.

METODI ISTRAŽIVANJA I PODACI

Efekti monetarne integracije na inflaciju i privredni rast zemalja članica u ovom radu biće testirani upoređivanjem dugoročnog proseka navedenih ekonomskih indikatora u dve grupe zemalja: zemlje koje nemaju nacionalnu valutu i zemlje koje imaju svoju valutu i primenjuju fluktuirajući devizni kurs. Prvu grupu čine zemlje koje primenjuju dolarizaciju, valutni odbor ili su članice monetarne unije. Razvrstavanje zemalja prema primenjivanom režimu deviznog kursa učinjeno je prema podacima iz De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework (IMF, 2010). Podaci o ostvarenim stopama inflacije i privrednog rasta, kao i o stanju tekućeg bilansa posmatranih zemalja, potiču iz publikacije World Economic Outlook (IMF, 2010).

Testiranje hipoteze o uticaju monetarne integracije na povećanje monetarne stabilnosti i povećanje stope ekonomskog rasta biće sprovedeno upoređivanjem prosečne ostvarene stope inflacije i privrednog rasta, u periodu od 2005. do 2009. godine, između grupe zemalja koje imaju i grupe zemalja koje nemaju svoju nacionalnu valutu, te će analiza spadati u grupu tzv. „cross sectional“ istraživanja. Statistički značaj uočene razlike u dobijenim prosečnim vrednostima testira se upotrebom odgovarajućeg statističkog alata - dvostranog Studentovog t-testa za neuparene podatke. Pošto je upotreba t-testa opravdana samo u slučaju da su podaci uzorkovani iz populacije koja prati normalnu raspodelu, ova pretpostavka je testirana upotrebom metode Kolmogorova i Smirnova (Kolmogorov i Smirnov). Sve kalkulacije i svi statistički testovi u ovom radu su urađeni u softverskom paketu *The Statistical Package for the Social Sciences – SPSS*.

Shodno iskustvu iz prethodno navedenih analiza, uzorak zemalja mora biti izabran uz uvažavanje razlika u razvijenosti, pa se ova analiza sastoji iz dva komplementarna dela. U prvom delu testirana je razlika u ostvarenim stopama inflacije među zemljama u razvoju i tranzicionim zemljama dok je u drugom delu ista analiza sprovedena na uzorku razvijenih zemalja.

Broj zemalja u svetu koje primenjuju dolarizaciju ili valutni odbor je 23, nasuprot grupi od 40 zemalja sa slobodno fluktuirajućim deviznim kursom. Ukoliko se posmatraju samo zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji, 21 zemlja primenjuje dolarizaciju ili valutni odbor, a 10 ima slobodno fluktuirajući devizni kurs. Zbog pravilnog uzorkovanja i bolje uporedivosti, iz grupe zemalja bez nacionalne valute isključene su izuzetno male, uglavnom ostrvske zemlje, s nedovoljno diversifikovanim privredama. Uzorkom su obuhvaćene 42 zemlje, od kojih 18 iz grupe zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji, a 24 iz grupe razvijenih zemalja. Od ukupnog broja, 21 zemlja ima svoju nacionalnu valutu sa slobodno fluktuirajućim deviznim kursom dok se u ostalim kao zvanično sredstvo plaćanja koristi strana ili regionalna valuta (evro), ili je na snazi valutni odbor (devizno veće). Struktura uzorka data je u Tabeli 3.

Tabela 3 Uzorak

	Zemlje sa nacionalnom valutom	Zemlje bez nacionalne valute
Razvijene zemlje	Australija	Austrija
	Kanada	Belgija
	Izrael	Finska
	Japan	Francuska
	Republika Koreja	Nemačka
	Novi Zeland	Grčka
	Norveška	Irska
	Švedska	Italija
	Švajcarska	Luksemburg
	Velika Britanija	Holandija
	SAD	Portugalija
		Španija
		Hong Kong*
	Zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji	Albanija
Brazil		El Salvador
Čile		Panama
Meksiko		Dominikanska R.
Filipini		Bosna i Hercegovina*
Poljska		Bugarska*
Južna Afrika		Estonija*
Turska		Litvanija*
Kongo		
Zambija		

* Hong Kong, Bugarska, Estonija, Litvanija i BiH imaju svoju valutu, ali primenjuju režim valutnog odbora

IMPLIKACIJE MONETARNE INTEGRACIJE NA IZABRANE EKONOMSKE INDIKATORE

Uticaj monetarne integracije na stopu inflacije

Za uzorak zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji, posmatrane su prosečne godišnje stope inflacije u periodu od četiri godine, od 2005. do 2009. Parametri uzorka dati su u Tabeli 4.

Prema dobijenim podacima, srednja vrednost prosečnih inflacija u grupi zemalja sa slobodno fluktuirajućim deviznim kursom je 6,13%, nasuprot 3,37% u grupi zemalja koje primenjuju dolarizaciju ili valutni odbor. Statistički značaj razlike može se testirati upotrebom dvostranog Studentovog t-testa za neuparene podatke.

Rezultat testa (statistika $P=0,0448$) sugeriše statistički značajnu razliku u ostvarenim prosečnim stopama inflacije, pa se može zaključiti da monetarna integracija doprinosi monetarnoj stabilizaciji zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji.

Tabela 4 Parametri uzorka zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji

	Slobodno fluktuirajući kurs	Valutni odbor ili dolarizacija
Srednja vrednost	6,129%	3,373%
Veličina uzorka	10	8
Standardna devijacija	4,001	1,146
Standardna greška	1,265	0,4052
Minimalna vrednost	1,77	1,53
Maksimalna vrednost	13,43	5,40
Medijana	4,870	3,335
Donja granica intervala poverenja (95%)	3,267	2,414
Gornja granica intervala poverenja (95%)	8,991	4,331

U slučaju razvijenih zemalja, u periodu od 2005. do 2009. godine, prosečna stopa inflacije u grupi zemalja bez nacionalne valute iznosila je 2,19%, a u grupi zemalja sa slobodno fluktuirajućim deviznim kursom 1,95%. Ostali parametri uzorka predstavljani su u Tabeli 5.

Rezultat t-testa ($P=0,4982$) sugeriše da uočena razlika u ostvarenim stopama inflacije nije statistički značajna. Drugim rečima, različiti režimi deviznog kursa u dve posmatrane grupe razvijenih zemalja nisu uticali na razliku u stopama inflacije.

Dobijeni rezultati analize upućuju na zaključak da monetarna integracija može poslužiti kao sredstvo stabilizacije opšteg nivoa cena u manje razvijenim privredama, ali da ne utiče na razlike u inflacijama među razvijenim zemljama.

Tabela 5 Parametri uzorka razvijenih zemalja

	Slobodno fluktuirajući kurs	Bez nacionalne valute
Srednja vrednost	1,953%	2,189%
Veličina uzorka	11	13
Standardna devijacija	0,9806	0,6979
Standardna greška	0,2956	0,1936
Minimalna vrednost	0,10	0,98
Maksimalna vrednost	3,15	3,43
Medijana	2,00	2,18
Donja granica inter- vala poverenja (95%)	1,294	1,767
Gornja granica inter- vala poverenja (95%)	2,611	2,611

Uticaj monetarne integracije na privredni rast

Analogno urađenoj statističkoj analizi uticaja monetarnog integrisanja na inflaciju, može se testirati uticaj na prosečnu stopu rasta realnog GDP. I ovog puta valja voditi računa o razvijenosti zemalja, pa se prvi deo analize odnosi na zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji, a drugi deo na razvijene zemlje. Posmatrana je prosečna stopa rasta realnog GDP u periodu od 2005. do 2009. godine.

Tabela 6 Parametri uzorka zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji

	Slobodno fluktuirajući kurs	Dolarizacija i valutni odbor
Srednja vrednost	5,00%	5,50%
Veličina uzorka	10	8
Standardna devijacija	1,099	2,010
Standardna greška	0,3475	0,7107
Minimalna vrednost	3,30	3,13
Maksimalna vrednost	6,73	9,10
Medijana	5,315	5,600
Donja granica inter- vala poverenja (95%)	4,214	3,827
Gornja granica inter- vala poverenja (95%)	5,786	7,188

Ostvarena srednja vrednost prosečnih stopa inflacije u monetarno integrisanim zemljama u razvoju i zemljama u tranziciji nešto je viša (5,5%) nego u zemljama sa slobodno fluktuirajućim deviznim kursom (5%). Statistička značajnost razlike testirana je uz urađenu Velšovu korekciju. Dobijena P vrednost (0,5356) ukazuje na statistički zanemarljivu razliku u ostvarenim stopama rasta GDP, čime nije dokazan jasan uticaj monetarnog integrisanja na ekonomski rast u ovoj grupi zemalja.

Drugi deo analize odnosi se na grupu razvijenih zemalja. Parametri uzorka dati su u Tabeli 7.

Tabela 7 Parametri uzorka razvijenih zemalja

	Slobodno fluktuirajući kurs	Bez nacionalne valute
Srednja vrednost	3,11%	2,97%
Veličina uzorka	11	13
Standardna devijacija	0,8017	1,708
Standardna greška	0,2417	0,4737
Minimalna vrednost	2,23	0,98
Maksimalna vrednost	4,63	6,85
Medijana	3,08	2,38
Donja granica inter- vala poverenja (95%)	2,575	1,942
Gornja granica inter- vala poverenja (95%)	3,652	4,006

Uočena razlika u ostvarenim prosečnim godišnjim stopama rasta realnog GDP u četvorogodišnjem periodu, 3,11% nasuprot 2,97% u korist zemalja sa fluktuirajućim deviznim kursom, nije statistički značajna ($P=0,8060$), pa ni ovog puta nije pronađena jasna veza između primenjivanog režima deviznog kursa i ekonomskog rasta.

Iako nije dokazan uticaj monetarne integracije na privredni rast ni u jednoj od posmatranih grupa zemalja, nepostojanje jasne empirijske veze između monetarnog integrisanja i stope rasta možda više govori o nemogućnosti modeliranja složenog uticaja brojnih direktnih i indirektnih varijabli na ekonomske performanse zemlje nego o nepostojanju te veze.

Uticaj monetarne integracije na saldo tekućeg bilansa

Uticaj monetarne integracije na stanje platnog bilansa će biti testiran na istovetan način kao i u slučaju prethodna dva parametra, inflacije i rasta realnog GDP. I ovog puta će se posebno posmatrati zemlje u razvoju i razvijene zemlje kako bi se otklonio uticaj različitog nivoa razvijenosti i kako bi se uvažile značajne razlike koje postoje između ove dve grupe zemalja po pitanju spoljnotrgovinskih performansi i tekućih transfera dohotka.

Prvi deo analize odnosi se na zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji. Posmatran je saldo tekućeg bilansa (% GDP) u periodu od 2005. do 2009. godine. Parametri uzorka dati su u Tabeli 8.

Tabela 8 Parametri uzorka zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji

	Slobodno fluktuirajući kurs	Dolarizacija i valutni odbor
Srednja vrednost	-2,57%	-10,40%
Veličina uzorka	10	8
Standardna devijacija	3,506	9,031
Standardna greška	1,109	3,193
Minimalna vrednost	-7,27	-24,13
Maksimalna vrednost	2,17	2,60
Medijana	-2,385	-9,420
Donja granica inter- vala poverenja (95%)	-5,079	-17,956
Gornja granica inter- vala poverenja (95%)	-0,063	-2,854

Obe grupe zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji beleže deficite tekućeg bilansa, a uočava se značajna razlika u njihovim vrednostima. Kod zemalja koje primenjuju dolarizaciju ili valutni odbor prosečan deficit iznosi 10,4% GDP dok je u grupi zemalja sa slobodno fluktuirajućim kursom deficit znatno niži, 2,57% GDP.

Da je ova razlika posledica i primenjivanog režima deviznog kursa potvrđuju rezultati t-testa. Zbog nejednakih varijansi, urađena je Velšova korekcija. Vrednost P statistike ($P=0,0491$) ukazuje na to da postoji

vrlo mala verovatnoća da je uočena razlika u deficitu slučajna, tj. da je uočena razlika rezultat uzorkovanja, a ne stvarne razlike među posmatranim grupama.

Rezultati studije pokazuju da se nedostatak nacionalne monetarne politike i politike deviznog kursa, u slučaju zemalja koje primenjuju dolarizaciju ili valutni odbor, značajno odražava na stanje tekućeg bilansa. Uzrok tome je u činjenici da monetarna politika zemlje, čija se valuta koristi u zemljama sa dolarizacijom ili valutnim odborom, često ne odgovara ekonomskom stanju u zemljama koje su se odrekle nacionalne valute, što je posledica različitih privrednih struktura i neusaglašenog kretanja privrednog ciklusa, s jedne, a loše fleksibilnosti i efikasnosti ostalih mehanizama prilagođavanja, s druge strane.

Kada su u pitanju razvijene zemlje, mogu se očekivati drugačiji rezultati, pre svega zbog činjenice da zemlje članice EMU (koje čine najveći deo ovog uzorka) vode aktivnu regionalnu monetarnu politiku, kao i zbog činjenice da se nalaze na sličnom nivou razvijenosti. Privredni ciklusi ovih zemalja, spoljnotrgovinska otvorenost i robna struktura izvoza u znatno većoj meri su usaglašeni nego što je to slučaj među zemljama u razvoju i zemljama u tranziciji. Takođe, uprkos mnogim ograničenjima, mehanizmi prilagođavanja platnog bilansa u ovim zemljama funkcionišu znatno efikasnije.

Parametri uzorka razvijenih zemalja sa aspekta veličine deficita tekućeg bilansa dati su u Tabeli 9.

Tabela 9 Parametri uzorka razvijenih zemalja

	Slobodno fluktuirajući kurs	Bez nacionalne valute
Srednja vrednost	2,21%	0,85%
Veličina uzorka	11	13
Standardna devijacija	8,213	6,326
Standardna greška	2,476	1,754
Minimalna vrednost	-8,58	-9,00
Maksimalna vrednost	18,13	9,35
Medijana	1,93	1,15
Donja granica inter- vala poverenja (95%)	-3,309	-2,976
Gornja granica inter- vala poverenja (95%)	7,726	4,670

Uočena razlika u visini deficita tekućeg računa u dve posmatrane grupe zemalja (2,21% nasuprot 0,85%) nije statistički značajna ($P=0,6510$), čime je potvrđena početna pretpostavka da, u slučaju razvijenih zemalja, razlika u deficitu nema veze sa razlikama u primenjivanom režimu deviznog kursa.

ZAKLJUČAK

Sprovedeno istraživanje o efektima odricanja od nacionalnog monetarnog suvereniteta na stopu inflacije potvrđuje da odricanje od nacionalnog novca u korist strane, jake valute doprinosi uspostavljanju monetarne stabilnosti u zemljama u razvoju i zemljama u tranziciji, ali da upotreba stranog ili regionalnog novca u grupi razvijenih zemalja nije imala efekte na snižavanje stope inflacije.

Dobijena razlika u rezultatu, sa aspekta razvijenosti zemalja, može se objasniti činjenicom da zemlje u razvoju, po pravilu, imaju nestabilne nacionalne valute, tj. istoriju dugoročno visoke inflacije u periodu pre odricanja od nacionalnog novca. Štaviše, to se upravo može smatrati i osnovnim razlogom zbog kojeg se jedan deo ovih zemalja opredelio za zvanično prihvatanje stranog novca. S druge strane, razvijene zemlje koje su se odrekle nacionalnog monetarnog suvereniteta (pre svega, zemlje članice Evrozone) su i pre uvođenja evra, u najvećem broju slučajeva, imale relativno niske stope inflacije (izuzetak predstavljaju Irska, Italija, Portugalija, Grčka i Španija), te je i efekat monetarne integracije statistički zanemarljiv.

U pogledu uticaja monetarne integracije na stopu ekonomskog rasta, sprovedena analiza nije dokazala njegovo postojanje, bilo da se radi o razvijenim zemljama ili zemljama u razvoju. Ipak, ovakav zaključak treba uzeti sa rezervom imajući u vidu teško izolovanje pojedinih efekata u mnoštvu faktora koji opredeljuju stopu privrednog rasta.

Rezultati studije, takođe, ukazuju na to da se nedostatak nacionalne politike deviznog kursa, u slučaju zemalja u razvoju koje su se odlučile za sprovođenje zvanične dolarizacije, odražavana stanje tekućeg bilansa dovodeći do značajnog porasta deficita. Ovakav zaključak i ne čudi jer monetarna politika najrazvijenijih zemalja ne može odgovarati zemljama na znatno nižem nivou

razvoja, sa inferiornijom privrednom strukturom, nižom stopom rasta produktivnosti i lošijom strukturom izvoza. Takođe, čest je slučaj da je inflacija u zemljama u razvoju koje primenjuju dolarizaciju, iako smanjena, na višem nivou od inflacije u zemlji čija se valuta koristi (Balaš-Samjuelsonov efekat), te dolazi do konstantnog gubljenja cenovne konkurentnosti na svetskom tržištu.

Za razliku od grupe zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji, u slučaju razvijenih zemalja nije dokazan uticaj monetarne integracije na pogoršanje stanja u tekućem bilansu zemalja članica. Razlog je to što zemlje Evrozone (koje čine najveći deo ovog uzorka) vode aktivnu zajedničku monetarnu politiku, kao i to što se nalaze na relativno sličnom nivou razvijenosti, pa su privredni ciklusi ovih zemalja, spoljnotrgovinska otvorenost i robna struktura izvoza znatno usaglašeniji nego što je to slučaj među zemljama u razvoju i zemljama u tranziciji.

Na kraju, valja pomenuti i osnovna ograničenja prezentirane studije i trasirati put budućim istraživanjima uticaja monetarnog integrisanja. Ona se, pre svega, odnose na primenjeni statistički alat koji je korišćen za testiranje postavljenih hipoteza. Iako često primenjivani u literaturi i podobni za komparativnu analizu, kakva je sprovedena u ovom radu, korišćeni metodi istraživanja ne mogu u određenim slučajevima jasno identifikovati i izolovati uticaj pojedinih varijabli na inflaciju, tekući bilans i, pre svega, ekonomski rast. Naime, radi se o makroekonomskim pokazateljima na koje utiče neodređeno veliki broj varijabli, sa međusobno isprepletanom uticajima svojstvenim svim društvenim sistemima, koji svako modeliranje čine teškim, a rezultate nepouzdanim. Cilj budućih istraživanja problematike koja je bila predmet razmatranja ovog rada je specificiranje kompleksnijih ekonometrijskih modela koji će „kontrolisati“ uticaj većeg broja nezavisnih varijabli, a ne samo razvijenosti ekonomije, kao što je to u ovoj studiji bio slučaj.

Takođe, zaključci sprovedene analize daju prostor za nova istraživanja kojima bi se na naučno valjan i metodološki validan način pokušali predvideti efekti uvođenja evra kao zvanične valute u Srbiji, o čemu se, poslednjih godina, u stručnim krugovima dosta polemise.

ZAHVALNICA

Ovaj rad je deo Projekta integralnih i interdisciplinarnih istraživanja (broj III47005), koji finansira Ministarstvo nauke Republike Srbije.

REFERENCE

- Bayoumi, T., & Eichengreen B. (1994). Economic performance under alternative exchange rate regimes: some historical evidence. In T. Bayoumi, B. Eichengreen, P. Kenen, F. Papadia, & F. Saccomanni (Eds.). *The International Monetary System* (pp. 257-297). Cambridge, England: Cambridge University Press.
- Berg, A., & Borensztein, E. (2000). *The Pros and Cons of Full Dollarization*, IMF Working Paper WP/00/50, Washington, DC.
- ECB (2003), *Exchange Rate Regimes for Emerging Market Economies*, ECB Monthly Bulletin, February, pp. 51-62.
- Edwards, S. (2001). *Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation*, NBER Working Paper No. 8274, Cambridge, MA.
- Edwards, S. (2002). *The Great Exchange Rate Debate after Argentina*, NBER Working Paper No. 9257, Cambridge, MA.
- Edwards, S., & Magendzo, I. (2001). *Dollarization, Inflation and Growth*, NBER Working Paper No. 8671, Cambridge, MA.
- Edwards, S., & Magendzo, I. (2002). *A Currency of One's Own?*. Paper presented at the conference organised by the Swedish Riksbank, Stockholm, Sweden.
- Edwards, S., & Magendzo, I. (2002a). *Dollarization, Inflation and Growth*, NBER Working Paper, No 8671, Cambridge, MA.
- Edwards, S., & Magendzo, I. (2006). Strict dollarization and economic performance: an empirical investigation, *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(1), 269-282.
- Ghosh, A., Gulde, A., Ostry J., & Wolf H. (1995). *Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?*, IMF Working Paper 95/121, Washington, DC.
- Ghosh, A., Gulde, A., Ostry J., & Wolf H. (1998). Does the Exchange Rate Regime Matters for Inflation and Growth? *Economic Issues*, No. 2, IMF, Washington, DC.
- Ghosh, A., Gulde A., & Wolf, H. (2002). *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences*. Cambridge, USA: MIT Press.
- IMF (1997). *Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries*. Washington, DC.
- IMF (2010). *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework*. Washington, DC.
- IMF (2010). *World Economic Outlook*. Washington, DC.
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2003). To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth. *American Economic Review*, 93(4), 1173-1193.
- Marković, D., & Furtula, S. (2009), Unilateralna evroizacija kao monetarni fenomen. *Ekonomski horizonti*, 11(2), 33-46.
- Meller, B., & Dieter, N. (2009). The impact of the European Monetary Union on inflation persistence in the Euro Area. Retrieved April 2, 2010, from: <http://ssrn.com/abstract=1362580>
- Mundell, R. (1961). A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51(3), 653-678.
- Mundell, R. (1991). *Do Exchange Rates Work? Another View*, IMF Working Papers 91/37. Washington, DC.
- Rogoff, K., Husain, A., Mody, A, Brooks, R., & Oomes, N. (2004). *Evolution and Performances of Exchange Rate Regimes*, Occasional Paper 229, IMF. Washington, DC.
- Stanišić, N. (2010). *Izazovi međunarodne monetarne integracije*. Neobjavljena doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Srbija.

Primljeno 16. marta 2012,
nakon revizije,
prihvaćeno za publikovanje 27. aprila 2012.

Nenad Stanišić je docent Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Kragujevcu. Izvodi nastavu na predmetu Međunarodni ekonomski odnosi. Titulu doktora ekonomskih nauka stekao je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu. Osnovne oblasti njegovog naučnog interesovanja su međunarodna ekonomija, međunarodna ekonomska integracija i međunarodne finansije.

