

УДК 338.23:336.74(497.11)

Оригинални
научни рад

Српска политичка мисао
број 3/2017.
год. 24. vol. 57.
стр. 99-113.

Милош Ерић

*ФЕФА – Факултет за економију, финансије и
администрацију*

Михајло Бабин

*ФЕФА – Факултет за економију, финансије и
администрацију*

Михаило Црнобрња

*ФЕФА – Факултет за економију, финансије и
администрацију*

ЕФЕКТИ ОЧУВАЊА МОНЕТАРНОГ СУВЕРЕНИТЕТА СРБИЈЕ*

Сажетак

Предмет истраживања у овом раду су ефекти очувања монетарног суверенитета Републике Србије. У раду је анализиран појам монетарног суверенитета у савременом добу и утицај европских интеграција на степен очувања монетарног суверенитета Републике Србије. Применом квантитативних метода утврђено је да постоји изразита корелација између кретања курса евра и курса динара у односу на амерички долар што представља необорив доказ о високом степену неформалне евроизације српске привреде. Иако је једнострана одлука Републике Србије о преласку на евро и потпуном губитку монетарног суверенитета теоријски могућа наведени сценарио је тешко изводљив имајући у виду неопходност испуњења услова за улазак у Европску унију и фискалних критеријума конвергенције за улазак у Европску монетарну унију. Неуспешна политичка и економска конвергенција Републике Ср-

* Рад је настао као део истраживања на пројекту бр. 47028, који финансира Министарство просвете, науке и технолошког развоја.

бије ка пуноправном чланству у Европској унији у протеклих 16 година онемогућила је потпуно укидање монетарног суверенитета и прелазак на евро. Истраживање је показало да су ефекти очувања монетарног суверенитета Републике Србије позитивни имајући у виду снажан раст извоза који је пратио слабљење динара у периоду 2008-2017. Самим тим, очување монетарног суверенитета је допринело да пад бруто домаћег производа Републике Србије буде значајно мањи него што би се могло очекивати у случају губитка монетарног суверенитета и увођења евра као званичне валуте у Републици Србији.

Кључне речи: монетарни суверенитет, Република Србија, евроизација, ефекти, једнострана

1. ЕВРОПСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ И МОНЕТАРНИ СУВЕРЕНИТЕТ

Питање националне суверености у Европској унији (ЕУ) је питање о коме се у литератури доста расправљало. Питање је било довољно осетљиво да постане и тема политичке свакодневнице, па је тако питање интеграције у ЕУ посматрано као потпуни губитак суверенитета и статуса независне државе, или насупротив томе, излазак из ЕУ је дочекан као повратак националног суверенитета. Ипак, члан 50. Уговора о Европској унији, који говори о праву државе чланице да напусти ЕУ, указује на то да се чланице не одричу свог суверенитета – оне га само привремено уступају. Сувереност, очигледно, остаје у рукама националних парламената, који је могу повратити ако одлуче да њихове земље иступе из ЕУ.

Иако се монетарни суверенитет, у ужем смислу, може посматрати као суверено право државе да дефинише, штампа и стави у промет (једино) законско средство плаћања – новац, монетарни суверенитет је ипак нешто шири појам – он је право државе да самостално управља сопственом валутом.

Монетарни суверенитет у земљама чланицама ЕУ и „евро-зоне“ није почео да се круни напуштањем националне валуте и прихватањем евра. Појам „немогућег тројства“ идентификује инхерентно ограничење монетарног суверенитета у отвореној привреди, а у одсуству монетарног сидра као што је златни стандард – држава не може истовремено имати фиксни девизни курс (што би, такође, био одраз њеног монетарног суверенитета), укинути ограничења на капиталне трансакције и – имати суверену монетар-

ну политику. Једне од ових политика (монетарне) власти свакако морају да се одрекну.

Тако је монетарни суверенитет, посебно у привредама које су високо зависне од сарадње са својим суседима, био „окрњен“ много пре увођења евра. Имајући ово у виду, чини се да је питање одржања пуног монетарног суверенитета у данашњој Европи сувишно, јер је тако нешто за отворену привреду немогуће – чак и из перспективе земаља које су као чланице ЕУ у време потписивања Уговора у Мастрихту добиле могућност да изаберу хоће ли приступити еврозони.

Монетарни суверенитет није био кључна тема у току кампање око британског референдума о напуштању Европске уније, јер заправо Велика Британија није – попут чланица ЕУ које су приступиле 2004. године и касније – имала обавезу да се (даље) одриче монетарног суверенитета у корист Европске централне банке и других европских институција и уводи евро као једино средство плаћања. Уосталом, све чланице Европске уније су још 70-их година прошлог века почеле са сарадњом која је означила почетак ограничења њиховог монетарног суверенитета када су приступиле „Механизму девизних курсева“. Овај механизам, који никада није у потпуности примењен, имао је за циљ да смањи осцилације у девизним курсевима валута земаља чланица тадашње Европске економске заједнице (ЕЕЗ), како би олакшао прекограничну трговину унутар ЕЕЗ и свео валутни ризик на минимум.

Одрицање од суверенитета у контексту европских интеграција ишло је супротним путем од онога којим се обично иде, како примећује Де Ђеко.¹⁾ Још од Римског уговора,²⁾ државе чланице интеграције су сведоци ерозије свог суверенитета – стварање економске и монетарне уније у Мастрихту само је наставак тог процеса. Међутим, политички суверенитет и даље припада државама чланицама, а не Унији, а уобичајено је да је процес супротан – прво долази до успостављања политичког суверенитета (као резултат најразличитијих процеса), па тек онда до трансфера монетарног суверенитета у складу са политичким променама. Овакав политички експеримент се често посматра у контексту француско-немачког *rapprochementa* након Другог светског рата, када је политичка интеграција ове две земље била незамислива; тадашња

1) Marcello de Cecco, “On the European System of Central Banks: A Note”, in: *Economic Performance* (eds. B. Bohm, L.F. Punzo), Physica, Heidelberg, 1994, стр. 187-197.

2) Уговори о оснивању Европске економске заједнице и Европске заједнице за атомску енергију, потписани у Риму 25.3.1957.

Европска економска заједница могла се посматрати као „пут којим се лакше иде,“ односно монетарна унија као „још један степен ка остварењу вишег циља.“³⁾

2. ЕКОНОМСКЕ ПРЕДНОСТИ И НЕДОСТАЦИ ОЧУВАЊА НАЦИОНАЛНЕ ВАЛУТЕ

Позитивни ефекти очувања националне валуте зависе од квалитета управљања монетарном политиком. Независност централне банке, као основно начело савремене монетарне политике, подразумева управљање монетарном политиком у складу са достигнућима науке и струке, а не прилагођавање монетарне политике циљевима владајућих политичких партија. Независна централна банка треба да координира мере монетарне политике са мерама фискалне политике, коју дефинише и спроводи Министарство финансија. У случају испуњености наведених предуслова очување монетарног суверенитета обезбеђује важан део макроекономске стабилности:

1. стабилност цена;
2. умерене флукуације валуте; и
3. стимулативне каматне стопе.

Конечно, стабилност цена, умерене флукуације валуте и стимулативне каматне стопе представља ослонац за стабилан економски раст и одржив економски развој.

Прихватању стране валуте прибегава се када је макроекономска стабилност системски угрожена због немогућности централне банке да стопу инфлације држи под контролом.⁴⁾ Потенцијалне користи прихватања стране валуте су: смањење премије ризика земље, онемогућавање финансирање фискалног дефицита путем примарне емисије,⁵⁾ развој домаћег финансијског сектора,⁶⁾ елиминација трансакционих трошкова и оснажење економске

3) Marcello de Cecco, “On the European System of Central Banks: A Note”, нав. дело, стр. 187-197.

4) Ilan Goldfajn, Gino Olivares, “Is Adopting Full Dollarization the Solution? Looking at the Evidence”, *Texto para discussao* (радне свеске), Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro, No. 416, 2000.

5) Barry J. Eichengreen, “When to dollarize”, *Journal of money, credit and banking*, Wiley, Vol. 34/1, 2002, стр. 1-24.

6) Ricardo Hausmann, “Should there be five currencies or one hundred and five?”, *Foreign Policy*, Washington Post Newsweek Interactive LLC, No. 116, 1999, стр. 65-79.

интеграције са земљом која емитује валуту која се преузима.⁷⁾ У погледу снажније економске интеграције, треба напоменути да до ње долази захваљујући елиминацији трансакционих трошкова, али и нестанком трговинских ризика.

Имајући у виду да су амерички долар и евро најчешће коришћене валуте за доларизацију, а истовремено водећи рачуна о аргументу како је прихватање стране валуте посебно значајно са аспекта елиминације трансакционих трошкова и побољшања економских веза, није изненађење да студије случаја када је у питању амерички долар налазимо углавном у Латинској Америци,⁸⁾ док до евроизације долази по правилу у транзиционим привредама Централне и Источне Европе, уз неколико значајних изузетака у виду западноевропских микро држава, као и мањих афричких земаља које се трговински ослањају на трговину са ЕУ, посебно Француском и Шпанијом.⁹⁾

Предуслов да до снажније економске интеграције дође је, међутим, да је трговина између две земље либерализована – када су у питању Србија и Европска унија, ова либерализација формализована је кроз Споразум о стабилизацији и придруживању. Потпуни губитак монетарног суверенитета и прелазак на страну валуту би по правилу повећао обим спољнотрговинске размене и смањило би трансакционе трошкове извозних и увозних компанија. Такође, елиминисао би се ризик промене девизног курса, а последично би нестао и ефекат преливања промене девизног курса на цене (енг. *pass-through effect*).

Могуће је разликовати два облика губитка монетарног суверенитета:

1. губитак монетарног суверенитета заснован на политичкој одлуци – примери овог облика губитка монетарног суверенитета су слабе економије са малим бројем становника. У свету свега 18,5 милиона људи живи у земљама или зависним територијама које су прихватиле страну валуту.¹⁰⁾ Дебата, међутим, није завршена, јер је

7) Rose Andrew K., Engel Charles, "Currency unions and international integration", *NBER Working Papers*, The National Bureau of Economic Research, No. 7872, 2000.

8) Thomas I. Palley, "The economics of exchange rates and the dollarization debate: the case against extremes", *International Journal of Political Economy*, Taylor & Francis, Vol. 33(1), 2003, стр. 61-82.

9) Marijana Ivanov, Marina Tkalec, Maruska Vizek, "The Determinants of Financial Euroization in a Post-Transition Country: Do Threshold Effects Matter?", *Finance a uver*, Institute of Economic Studies, Charles University in Prague, No. 61.3, 2011, стр. 230.

10) Adalbert Winkler, Francesco Mazzaferro, Carolin Nerlich, Christian Thimann, "Official Dollarisation/Euroisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases", *ECB Occasional Paper*, European Central Bank, No. 11, 2005, стр. 1-63.

у међувремену овај број нарастао на око 30 милиона људи (Андора, Црна Гора, Девичанска острва, Еквадор, Ел Салвадор, Холандски Антили, Источни Тимор, Лихтенштајн, Маршалска острва, Микронезија, Монако, Науру, Палау, Панама, Сан Марино, Туркс и Каикос, Ватикан).

2. постепен губитак монетарног суверенитета заснован на испуњавању прописаних критеријума – пример постепеног губитка монетарног суверенитета представља процес приступања ЕМУ (Европска монетарна унија), губитка националне валуте и прихватања евра.

Први облик губитка монетарног суверенитета није примењив на Србију. Најпре, број становника и ниво бруто домаћег производа је значајно већи у односу на привреде које су прибегле губитку монетарног суверенитета на основу политичке одлуке. Србија је кандидат за чланство у Европској унији, а чланство у Европској унији представља формални предуслов за улазак у еврозону.

Постепени улазак у еврозону је условљен испуњавањем фискалних¹¹⁾ и макроекономских критеријума (стабилност девизног курса; стопа инфлације и каматне стопе на дугорочне државне обвезнице) конвергенције у ЕМУ – мастрихтски критеријуми.¹²⁾

Наведени критеријуми имају двојак циљ:

1. унапређење макроекономске стабилности државе кандидата у ЕМУ; и
2. очување макроекономске стабилности чланица ЕМУ и монетарне уније у целини.

Испуњеност фискалних критеријума има кључну улогу у конвергенцији ка чланству у ЕМУ. За државе кандидате испуњавање фискалних критеријума представља већи изазов у односу на макроекономске критеријуме (стабилност девизног курса; стопа инфлације и каматне стопе на дугорочне државне обвезнице). Наиме, ако држава кандидат за чланство у ЕМУ испуњава фискалне критеријуме – умерен буџетски дефицит (до 3% бруто домаћег производа) и одржив ниво јавног дуга (до 60% бруто домаћег производа); не постоји опасност да ће пријем нове чланице ЕМУ негативно утицати на ЕМУ у целини. Након испуњења наведених фискалних критеријума држава улази у наредну фазу монетарне интеграције – почиње примена посебног механизма девизног кур-

11) Mihajlo Babin, Miloš Erić, „Uloga fiskalnih pravila“, *Strani pravni život*, Institut za uporedno pravo, br. 2, 2011, стр. 253-267.

12) Panos C. Afentziou, “Convergence, the Maastricht criteria, and their benefits”, *The Brown Journal of World Affairs*, Vol. 7.1, 2000, стр. 245-254.

са – ERM II (*The Exchange Rate Mechanism II*). У оквиру механизма се одређује централни (средњи) ниво девизног курса (енг. *central rate*) уз обавезу да ниво девизног курса не сме да јача или слаби више од 15% у односу на средњи ниво девизног курса. Способност монетарних власти државе кандидата за улазак у еврозону да спрече превелике флукуације девизног курса, уз испуњење фискалне критеријуме, говоре о високом степену макроекономске стабилности и непостојању ризика учлањења нове економије на чланице еврозоне.

Штиглиц¹³⁾ истиче да су фискални критеријуми конвергенције погрешно замишљени и да су створили супротан ефекат – економску дивергенцију (повећање јаза између чланица ЕМУ). Наиме, у условима негативног (енг. *adverse*) економског шока сиромашнија чланица ЕМУ услед фискалних ограничења није могла адекватно реаговати због чега су богатије чланице ЕМУ наставиле са јачањем својих економија на рачун сиромашне(их) чланице(а) погођене(их) кризом.

Позитивни ефекти очувања монетарног суверенитета су видљиви ако се пореди бруто домаћи производ држава чланица еврозоне и држава које су задржале националну валуту у периоду 2007-2015. година. Бруто домаћи производ држава чланица еврозоне је 2015. године био само 0,8% виши у односу на 2007. годину, док је бруто домаћи производ држава које су задржале националну валуту (не рачунајући бивше транзиционе привреде централне и источне Европе) у истом временском периоду повећан за 8,1%. Наведени закључак је још убедљивији ако се узму у обзир бивше транзиционе привреде које нису прихватиле евро и чији бруто домаћи производ је 2015. значајно више вредео него 2007. године – у случају Пољске (28%) и у случају Румуније (12%).¹⁴⁾ Наведени квантитативни подаци говоре о предностима које су оствариле чланице Европске уније које су очувале националну валуту.

3. ЕВРОИЗАЦИЈА У СРБИЈИ

Једнострана евроизација је и осетљиво политичко питање, али и начин да се заобиђе потреба за испуњавањем критеријума конвергенције. Једнострана евроизација је пре Светске економске кризе била предмет разматрања и у земљама које су већ приступи-

13) Joseph E. Stiglitz, *The euro: How a common currency threatens the future of Europe*, W.W. Norton & Company, New York, 2016, стр. 15.

14) Исто, стр. 67-68.

ле Европској унији, у оквиру проширења 2004. и 2007. године,¹⁵⁾ а углавном у време док су још биле земље кандидати за чланство. У Србији се тема увођења евра као званичне валуте углавном помињала у изјавама економиста током предизборних кампања или стручних расправа, али је веома ретко истраживана у научним радовима.¹⁶⁾

Аутори такође дискутују о званичној и незваничној доларизацији/евроизацији и истражују разлике међу ефектима које оне производе.¹⁷⁾ Ова дистинкција је веома значајна због предмета истраживања имајући у виду висок степен евроизације српске привреде. Употреба евра (незванична евроизација) у трансакцијама у Србији је заступљена у више облика:

1. Изражавање цена у еврима – цене некретнина, аутомобила и других скупљих добара се изражава у еврима док се сама трансакција може обавити у еврима или у динарској противвредности;

2. Индексација цена за промене курса евра – у овом случају промет се одвија у динарима (кредити и уговори са девизном клаузулом, плате и хонорари) ради испуњења основног циља индексације – очување реалне вредности у еврима;

3. Промена цена – девизни курс утиче на промену цена увозних производа изражену у домаћој валути. Самим тим, слабљење домаће валуте утиче на повећање стопе инфлације.

Ако изузмемо покушаје да се курс динара фиксира за неку стабилну страну валуту, међу којима се последњи догодио за време мера монетарне стабилизације из 1994. године, као и званични курс који је годинама био везан за немачку марку, али који је на тржишту био потпуно неприменљив – Србија није имала (успешно) искуство везивања своје валуте за страну, па то може бити један од разлога зашто након 2000. године није ни експериментисала са фиксним девизним курсом. Према томе, флукутирање динара у односу на немачку марку као референтну валуту, а касније евро, је сасвим уобичајено – за око 17 година динар је изгубио половину своје вредности у односу на заједничку европску валуту, уз повре-

15) Andrzej Bratkowski, Jacek Rostowski, "The EU attitude to unilateral euroization: Misunderstandings, real concerns and sub-optimal admission criteria", *Economics of Transition*, Wiley, Vol. 10.2, 2002, стр. 445-468.

16) Nikola Fabris, "Inflation targeting with special review on application in Serbia", *Panoeconomicus*, Savez ekonomista Vojvodine, Vol. 53(4), 2006, стр. 389-405.

17) Edgar L. Feige, Michael Faulend, Velimir Šonje, Vedran Šošić, „Currency substitution, Unofficial Dollarization, and Estimates of Foreign Currency held abroad: the case of Croatia”, in: *Financial Policies in Emerging Markets* (eds. Mario Blejer, Marko Škreb), The MIT Press, Cambridge, Mass., 2002, стр. 217-249.

мено јачање, које је у времену пре кризе достигло веома озбиљне размере се очигледним последицама по трговински биланс.

Иако је Народна банка Србије у пуно наврата интервенисала на девизном тржишту како би спречила „оштре флукуације“ домаће валуте, и иако су понекада те интервенције биле мало више од простог ублажавања тржишног тренда – посебно имајући у виду колико је тржиште плитко – флукуирање курса динара и даље остаје један од принципа монетарне политике коју води НБС.

Међутим, повезаност евра и динара мора бити присутна, макар само као резултат веома високог степена неформалне евроизације и чак уколико та веза није јасно видљива кроз однос ове две валуте, она се може манифестовати посматрајући однос девизног курса евра и динара према некој трећој светској валути, која није зависна ни од једне од поменуте две. Због тога је као референтна валута узет амерички долар (USD), за који се не може рећи да је у потпуности независан од кретања евра као резултат глобализације трговине, али свакако не „прати“ вредност евра.

Ова анализа мери процентуалне промене девизног курса евра и динара, али и још неколико референтних валута – које су у већој или мањој мери повезане са евром – према долару, на сваких месец дана, од јануара 2002. до јуна 2017. године. Међусобне корелације ових вредности показују да ли постоји веза између сваког пара валута, а у њиховом односу према америчком долару.

Користећи податке о девизном курсу, вредности које представљају апсолутну вредност девизног курса дате валуте према америчком долару најпре су претворене у процентуалну промену тог курса у односу на претходни месец – у супротном би било тешко поредити валуте чије су номиналне вредности потпуно различите. Ова трансформација је изведена за пет валута чији се однос према америчком долару испитивао – бразилски реал (BRL), кинески јуан (CNY), евро (EUR), британску фунту (GBP) и српски динар (RSD).

Иако су промене у девизном курсу евра према долару биле нешто оштрије од оних са којима се суочила британска фунта, почетак економске кризе довео је до веома значајног пада вредности британске валуте, која се тада номинално скоро изједначила са евром. То је коинцидирало са све гласнијим захтевима у Великој Британији да се размисли о преласку на евро – ипак, ова иницијатива је релативно брзо заборављена, како је почела криза сувереног дуга земаља чланица еврозоне, што је утицало на стабилност ове валуте касније у посматраном периоду.

Подаци прикупљени за 185 временских периода (одн. месеци, у периоду од јануара 2002. до јуна 2017. године) показали су веома висок степен корелације између евра и динара ($r=0,82$), уверљиво најзначајнију корелацију између свих испитиваних. Значајно висок степен корелације забележен је у односу између евра и британске фунте ($r=0,67$), што се може објаснити чињеницом да је Уједињено Краљевство у датом периоду припадало Европској унији и да, без обзира што није увело евро као своју националну валуту, води рачуна о томе да не дође до валутних шокова, који би могли угрозити трговинску размену са другим чланицама заједничког тржишта ЕУ.

Табела 1. Корелација између вредности процентуалних промена у девизним курсевима одабраних валута у односу на амерички долар

	PGBP	PRSD	PCNY	PBRL	PEUR
PGBP	1.00000000	0.59245873	0.15597381	0.22973421	0.67377698
PRSD	0.59245873	1.00000000	0.15937503	0.27592359	0.81496371
PCNY	0.15597381	0.15937503	1.00000000	0.23666957	0.16601357
PBRL	0.22973421	0.27592359	0.23666957	1.00000000	0.29396638
PEUR	0.67377698	0.81496371	0.16601357	0.29396638	1.00000000

Имајући у виду да је амерички долар изабран као референтна валута у овом истраживању управо зато што Србија не остварује значајну размену са Сједињеним Државама (у односу на друге спољнотрговинске партнере), па и нема разлога да „прати“ вредност ове валуте на девизном тржишту; такође и чињеницу да су остале валуте изабране као релативно значајне, а опет довољно „независне“ од америчког долара, овако висок степен корелације динара и евра показује да су ове валуте међусобно чврсто везане, иако не постоји формални разлог за тако нешто. Како је сигурна претпоставка да је динар тај који прати евро, а не обратно, чињеница да су валуте толико везане говори о високом степену (неформалне) евроизације у Србији и потреби да однос ове две валуте на дуги рок остане веома стабилан, чак у већој мери него што ту потребу осећа постојећа чланица ЕУ, Велика Британија.

Анализирани подаци показују да је у Србији у претходном периоду дошло је до губитка значајног дела монетарног суверенитета и до смањења емисионе добити (eng. *seignorage*) будући да се трансакције великих вредности често обављају у иностраној валути, па нема повећане тражње за динарима.

Подаци потврђују очигледну дугорочну укореееност евра у српској привреди. Логично је очекивати да ће ниво евроизације српске привреде остати прилично стабилан. Смаеење употребе евра (девроизација) у Србији би се могла остварити искључиво административним мерама којима би се онемогућило коришћење стране валуте у земљи, које су се у прошлости показале не само као неуспешне, већ као мере које производе ефекте потпуно супротне од жељених.

Драстично смаеење улоге евра у домаћој привреди није могуће – трансакциони трошкови коришћења евра су одавно постали значајно мањи од користи које грађани и привреда имају користећи европску валуту. То је у складу са претпоставком по којој до неформалне евроизације долази нагло, након кризе монетарног система те је стога једном достигнут степен евроизације је веома тешко смањити. Зато можемо закључити да је, бар за неко дуже време, достигнути степен неформалне евроизације у Србији трајан, односно да се може значајно променити само повећањем на 100%, што би био резултат званичне евроизације. Увођење евра би пре свега елиминисало валутни ризик у трговини са великим бројем земаља чланица ЕУ, што је с обзиром на структуру спољне трговине Србије (и њен географски положај), веома значајно. Насупрот томе, трајни губитак монетарног суверенитета потпуним преласком на евро би спречио унапређење ценовне конкурентности извозних производа из Србије чиме би се у средњем и дугом року створили негативни ефекти на економски раст и запошљавање.

4. ЕФЕКТИ ОЧУВАЊА МОНЕТАРНОГ СУВЕРЕНИТЕТА СРБИЈЕ

Ефекте очувања монетарног суверенитета Републике Србије треба посматрати анализом утицаја промена девизног курса на извоз роба и услуга. Наиме, слабљење девизног курса домаће валуте омогућава унапређење ценовне конкурентности домаћих производа на иностраном и домаћем тржишту, стимулише извоз и дестимулише увоз. Формирање девизног курса динар/евро на тржишту, са ограниченим интервенцијама Народне банке Србије, је омогућило значајно слабљење динара у односу на евро у периоду 2008-2017. година чиме су отклоњене препреке за повећање извоза које су постојале у преткризном периоду у условима неоправдано јаког динара.

Будући да Србија није једнострано увела евро, слабљење динара у периоду 2008.-2017. је омогућило раст извоза и последично спречило оштрији пад бруто домаћег производа током трајања економске кризе. Просечна вредност динара према еврџу је током 2008. године износила 81,44 динара за један евро, док је крајњи ефекат континуалног слабљења динара у посматраном периоду видљив у 2016. години током које је просечна вредност једног евра била 123,12 динара.¹⁸⁾ У истом периоду извоз роба и услуга из Србије је повећан са 7,43 милијарди евра у 2008. години на 13,43 милијарди евра током 2016. године.¹⁹⁾ Иако слабљење курса не представља једини фактор повећања извоза, недвосмислено се може закључити да је корелација између слабљења динара и повећања извоза изузетно изражена и да представља необорив позитиван ефекат очувања монетарног суверенитета Србије. Наведени закључак постаје још израженији ако се узме у обзир чињеница да је бруто домаћи производ у периоду 2008-2017 повећан за свега 400 милиона евра.

5. ЗАКЉУЧАК

Применом квантитативних метода утврђено је да постоји изразита корелација између кретања курса евра и курса динара у односу на амерички долар што представља необорив доказ о високом степену неформалне евроизације српске привреде. Иако је једнострана одлука Републике Србије о преласку на евро и потпуном губитку монетарног суверенитета теоријски могућа наведени сценарио је тешко изводљив имајући у виду неопходност испуњења услова за улазак у Европску унију и фискалних критеријума конвергенције за улазак у Европску монетарну унију.

Услед неуспешне политичке конвергенције Србије ка чланству у Европској унији у протеклих 16 година формално очување монетарног суверенитета и могућност управљања сопственом валутом и даље представљају реалност. Формирање девизног курса динар/евро на тржишту, са ограниченим интервенцијама Народне банке Србије, омогућило је значајно слабљење динара у односу на евро у периоду 2008-2017, чиме су отклоњене препреке за повећање извоза које су постојале у преткризном периоду у условима (неоправдано) јаког динара. Слабљење динара је свакако предста-

18) Министарство финансија Републике Србије, *Макроекономски и фискални подаци*, 1. јун 2017. године, Internet, www.mfin.gov.rs/pages/article.php?id=13232, 06/06/2017.

19) Исто.

вљало важан фактор повећања удела извоза у бруто домаћем производу и смањења спољнотрговинског дефицита. Логично је претпоставити да наведени ефекти не би наступили или би наступили у много мањој мери у случају да је Србија пре почетка економске кризе једнострано потпуно укинула монетарни суверенитет, уз сагласност ЕЦБ и ЕУ. Следствено, може се закључити да је у условима немогућности одрицања од монетарног суверенитета потребно користити све предности очувања динара као националне валуте ради повећања стопе економског раста на основу динамичног раста извоза.

ЛИТЕРАТУРА

- Министарство финансија Републике Србије, *Макроекономски и фискални подаци*, 1. јун 2017. године, Internet, www.mfin.gov.rs/pages/article.php?id=13232, 6/6/2017.
- Afxentiou Panos C., "Convergence, the Maastricht criteria, and their benefits", *The Brown Journal of World Affairs*, Vol. 7.1, 2000, стр. 245-254.
- Babin Mihajlo, Erić Miloš, „Uloga fiskalnih pravila“, *Strani pravni život*, Institut za uporedno pravo, br. 2, 2011, стр. 253-267.
- Bratkowski Andrzej, Rostowski Jacek, „The EU attitude to unilateral euroization: Misunderstandings, real concerns and sub-optimal admission criteria“, *Economics of Transition*, Wiley, Vol. 10.2, 2002, стр. 445-468.
- De Cecco Marcello, "On the European System of Central Banks: A Note", in: *Economic Performance* (Eds. B. Bohm, L.F. Punzo), Physica, Heidelberg, 1994, стр. 187-197.
- Eichengreen Barry J., "When to dollarize", *Journal of money, credit and banking*, Wiley, Vol. 34/1, 2002, стр. 1-24.
- Fabris Nikola, "Inflation targeting with special review on application in Serbia", *Panoeconomicus*, Savez ekonomista Vojvodine, Vol. 53(4), 2006, стр. 389-405.
- Feige Edgar L., Faulend Michael, Šonje Velimir, Šošić Vedran, "Currency substitution, Unofficial Dollarization, and Estimates of Foreign Currency held abroad: the case of Croatia", in: *Financial Policies in Emerging Markets* (eds: Mario Blejer, Marko Škreb), The MIT Press, Cambridge, Mass., 2002, стр. 217-249.
- Goldfajn Ilan, Olivares Gino, "Is Adopting Full Dollarization the Solution? Looking at the Evidence", *Texto para discussao*, Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro, No. 416, 2000.
- Hausmann Ricardo, "Should there be five currencies or one hundred and five?", *Foreign Policy*, Washington Post Newsweek Interactive LLC, No. 116, 1999, стр. 65-79.

- Ivanov Marijana, Tkalec Marina, Vizek Maruska, "The Determinants of Financial Euroization in a Post-Transition Country: Do Threshold Effects Matter?", *Finance a uver*, Institute of Economic Studies, Charles University in Prague, No. 61.3, 2011, стр. 230.
- Palley Thomas I., "The economics of exchange rates and the dollarization debate: the case against extremes", *International Journal of Political Economy*, Taylor & Francis, Vol. 33(1), 2003, стр. 61-82.
- Rose Andrew K., Engel Charles, "Currency unions and international integration", *NBER Working Papers*, The National Bureau of Economic Research, No. 7872, 2000.
- Stiglitz Joseph E., *The euro: How a common currency threatens the future of Europe*, W.W. Norton & Company, New York, 2016.
- Winkler Adalbert, Mazzaferro Francesco, Nerlich Carolin, Thimann Christian, "Official Dollarisation/Euroisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases", *ECB Occasional Paper*, European Central Bank, No. 11, 2005, стр. 1-63.

Milos Eric, Mihajlo Babin, Mihailo Crnobrnja

THE EFFECTS OF MAINTAINING MONETARY SOVEREIGNTY IN SERBIA

Resume

Effects of maintaining the national currency (RSD; *dinar*) is a very important topic for the country such as Serbia. Historically, foreign currency (mostly Deutch mark) has been unofficially used in Serbia due to the volatile political and economic situation during the 1990s. Introduction of the euro has been followed by high level of euroization of the Serbian economy. Namely, the euro has been widely used for various types of financial transactions in Serbia.

During the past 16 years, Serbia has strived to become a full member of the EU, which would consequently lead to adoption of euro as the official currency. Even though unilateral introduction of euro in Serbia is theoretically plausible, it would surely worsen relations with the EU. This is a very important point due to the fact that Serbian accession process has not been smooth.

This paper establishes that a high level of euroization in Serbia exists, by application of quantitative methods. Therefore, a key issue arises – whether preservation of Serbian monetary sovereignty has delivered positive or negative effects? Analysis of statistical data enabled evidence based conclusions that depreciation of the dinar between 2008 and 2017 has contributed to increase of Serbian exports

that almost doubled during analyzed period. Increase of exports partially neutralized negative effects of economic crisis on GDP and has positively contributed to stabilization of the national economy. Therefore, preservation of dinar as national currency in previous period delivered positive effects and would in fact accomodate convergence of Serbia to full membership of the EU, rather than the opposite.

Keywords: monetary sovereignty, Serbia, euroization, dollarization, effect, unilateral

* Овај рад је примљен 01. августа 2017. године а прихваћен за штампу на састанку Редакције 22. августа 2017. године.