

Tamara Bašić***MONETARNI ODBOR U TEORIJI I PRAKSI****Uvod**

Monetarni Odbor je forma monetarne politike kojom se, fiksiranjem deviznog kursa i garantovanjem konvertibilnosti valute, država praktično odriče prava na diskrecionu monetarnu politiku te preuzima monetarnu politiku zemlje za čiju se valutu devizni kurs veže. Prisutan je ili je bio prisutan u svega nekoliko zemalja u svijetu, Hong Kongu, Argentini, Bugarskoj, Litvaniji, Estoniji i Bosni i Hercegovini. Možda i iz tog razloga nije bio opširno diskutovan u literaturi ali se zaključci o mogućim posljedicama uvođenja, te shodno tome i ukidanja, monetarnog odbora mogu izvući i povlačenjem analogija sa teoretskim i praktičnim rješenjima za fiksni devizni kurs.

Politika deviznog kursa je dio monetarne politike za koji, ni literatura ni praksa ne mogu, kako se pokazalo, dati konačan zaključak. Nakon kolapsa Bretton Woods sistema, države su primjenjivale različite politike deviznog kursa, od pune fleksibilnosti, preko puzećeg, slabog do čvrstog fiksiranja i monetarnog odbora. Nijedan od ovih sistema nije se pokazao kao optimalan tako da se potraga za optimalnošću nastavlja. Ne samo da se literatura i praksa ne mogu složiti po pitanju optimalne politike deviznog kursa, nego je i sama praksa pokazala da države često biraju jednu politiku, npr. politiku fiksnog deviznog kursa ali praktikuju sasvim suprotnu, tj. politiku fleksibilnog deviznog kursa, i obrnuto¹.

Argument za politiku fleksibilnog deviznog kursa obično je njena mogućnost da smanji rigidnost nominalnih cijena, te na taj način ublaži uticaj eksternih šokova na domaću privredu. Zagovarači politike fiksnog deviznog kursa izazivaju ovu argumentaciju postavljajući pitanje da li i u kom obimu postoji prenos promjena deviznog kursa na finalne potrošačke cijene. Oni takođe navode da čak iako pogoršanje eksternog šoka na domaću privredu postoji, ono je nedovoljno i kompenzirano koristima koje donosi politika fiksnog deviznog kursa, kao što su porast u spoljnoj trgovini i kapitalnim tokovima, uslijed povećane predviđivosti i tržišnog povjerenja u slučaju zemalja u razvoju.

* OHR, tamarabasic@hotmail.com

Rad je primljen marta 2004.

¹ Vidi Reinhart i Rogoff (2002), Calvo i Reinhart (2002), i Alesina i Wagner (2003).

Problemi primjene monetarnog odbora, kao monetarne politike, i politike fiksnog deviznog kursa, kao devizne politike, usko su vezani te iz toga razloga i ovaj rad posmatra ove probleme u ovakvoj relaciji. U skladu s tim ovaj rad je organizovan kako slijedi: poglavlje politika deviznog kursa u literaturi bavi se pitanjem optimalnosti fiksnog odnosno fleksibilnog deviznog kursa, poglavlje monetarni odbor u praksi daje pregled primjera iz prakse te definiciju monetarnog odbora, poglavlje problemi implementacije politike fiksnog deviznog kursa u praksi navodi instrumente devizne politike te probleme njihove primjene na ostala ekonomska pitanja, poglavlje monetarni odbor – praktični koraci navodi pitanja koja se moraju uzeti u obzir ako je monetarni odbor izabrana solucija, konačno rad se završava zaključcima.

Politika deviznog kursa u literaturi

Debata na temu fiksni ili fleksibilni, kada se radi o optimalnoj deviznoj politici, prisutna je u literaturi od samog početka moderne ekonomske misli. Kolapsom Bretton Woods sistema, počela je da raste podrška fleksibilnom deviznom kursu. Jedan od prvih radova koji pružaju osnovu za podršku režima fleksibilnog deviznog kursa je rad Friedmana (1953). Osnova njegove rasprave, prezentovane u ovom radu, bila je da fleksibilni devizni kurs omogućava ublažavanje monetarnog šoka, dok fiksni devizni kurs prisiljava monetarne vlasti da ovakav šok podrže. Dvije pretpostavke omogućavaju ovakav zaključak, prva je da su nominalne cijene fiksne u valuti proizvođača, a druga je da postoji značajan prenos sa promjena deviznog kursa na potrošačke cijene. Obe pretpostavke kasnije su u literaturi ako ne opovrgnute onda izazvane. Vidi na primjer Obstfeld i Rogoff (2000a), McCallum i Nelson (1999), Bergin (2001) i Corsetti i Dedola (2001), za neke ideje na temu, zašto je prenos promjene u deviznom kursu na potrošačke cijene nizak, kao što je zabilježeno u stvarnim podacima. Za neke od dokaza da su cijene fiksne u lokalnoj valuti a ne u valuti proizvođača, vidi Engel (1998) i Devereux i Engel (2001). Empirijske studije na temu niskog prenosa, čak iako su cijene uglavnom fiksne u proizvođačevoj valuti, prezentovane su u radu Campa i Goldberg (2002). Daljnji radovi pokazuju kako se zaključak o optimalnoj deviznoj politici dramatično mijenjaju, kada se promijene pretpostavke o tome u kojoj su valuti cijene zaista fiksne, vidi Devereux i Engel (1998), (1999) i (2000).

Pitanje fiksni ili fleksibilni, zakomplikovalo se uključivanjem problema mobilnosti kapitala te uzimanjem u obzir činjenice da uz monetarne postoje i realni šokovi. Uzevši ovo u obzir Mundell (1960, 1961a, 1961b, 1963) je pokazao da odgovor na ovo pitanje nije jednoznačan, te da zavisi od intenziteta mobilnosti kapitala i drugih faktora, od toga da li su šokovi monetarni ili fiksni, te od veličine zemlje.

I Friedman i Mundell su pretpostavili da su nominalne cijene u kratkom roku fiksne. Ova pretpostavka opravdava raspravu na temu ublažavanja ili podržavanja šoka. Mnogi autori su kasnije takođe analizirali pitanje optimalnog deviznog režima, pretpostavljajući rigidnost nominalnih cijena ili plata, gdje neke od početnih ideja potiču od Fishera (1977), Webera (1981), Aizenmana i Frenkela (1985), da navedemo samo neke.

Pristupi odgovaranju na ovo pitanje takođe su bili različiti. Neki autori su odabrali ad hoc kriterij, pravilo, kao što je minimiziranje varijanse proizvoda ili kvadratnu funkciju gubitka koja bi obuhvatila trade-off između nezaposlenosti i inflacije. Među ovakvim radovima su radovi Fishera, Webera, Aizenmana i Frenkela te radovi Kimbrougha (1983), Glicka i Wihlborga (1990), te Edwardsa (1996). Drugi autori koristili su pristup maksimizacije blagostanja. Neki radovi u ovom pravcu uključuju radove Lapana i Andersa (1980), Helpmana (1981), Aizenmana (1994), Chinna i Millera (1998).

Ono oko čega se svi radovi slažu jeste da je razlog, zbog koga je fleksibilnost deviznog kursa uopšte bitna, rigidnost nominalnih cijena. Zbog svoje rigidnosti nominalne cijene se ne mogu prilagoditi eksternim realnim šokovima, ali ako se uvede fleksibilni devizni kurs, on će nadoknaditi fleksibilnost nominalnih cijena te na taj način riješiti problem prenosa eksternih šokova. Ipak, debata u skorašnjoj literaturi, na temu rigidnosti cijena nije bila vođena na temu da li ova postoji, nego u kojoj valuti se očituje. Neki skorašnji dokazi podržavaju tvrdnju da su potrošačke cijene fiksne, te da one ne reaguju značajno na promjenu deviznog kursa, vidi radove Engela (1993, 1999, 2000), Engela i Rogersa (1996, 2001), Rogersa i Jenkinsa (1995), Obstfelda i Taylora (1997) i Pasleya i Waya (2001a, 2001b). Dakle u modelima koji pretpostavljaju rigidnost potrošačkih cijena, ili takozvanim modelima cijenovanja u lokalnoj valuti, fleksibilni devizni kurs ne donosi porast blagostanja te je fiksni devizni kurs optimalan. Ovaj tip modela razvijen je u radovima Bettsa i Devereuxa (1996, 2000), Charia, Kehoea i McGrattana (2000), i drugih. Ipak, neki skorašnji radovi nude alternativna objašnjenja primjećene veze između nominalnog deviznog kursa i potrošačkih cijena, koja ostavljaju prostora za efikasnost fleksibilnih deviznih kurseva. Jedan od ovih radova je i onaj Obstfelda i Rogoffa (2000), koji objašnjava slabu reakciju potrošačkih cijena na nominalni devizni kurs pretpostavkom da troškovi transporta i distribucije imaju visoko učešće u finalnoj cijeni uvoznih roba. Drugo objašnjenje, navedeno u već pomenutom radu McCalluma i Nelsona (1999), slično je prethodnom, a navodi da su marketing, distribicioni i maloprodajni troškovi možda upravo oni koji imaju najviše učešće u cijeni uvoznih roba. Još jedno moguće objašnjenje niskog prenosa sa deviznog kursa na cijene, dolazi od Bergina (2001) i Corsettia i Dedole (2001), te navodi da nizak prenos nije posljedica rigidnosti cijena nego optimalne diskriminacije cijena.

Vrijedan pomena ovde je i rad Corsettia i Pesenetia (2001), koji predlaže da režim fleksibilnog deviznog kursa možda nije optimalan čak ni kada je efikasan kao zamjena fiksnom. Ovo je posljedica pretpostavke da je odstupanje od zakona jedne

cijene za društvo skuplje od gubitka proizvoda koji nastaje kao posljedica devijacije cijena od njihovog fleksibilnog optimuma.

Drugo stajalište odbrane fiksnog deviznog režima je korisnost istog za tržišta, odnosno zemlje, u razvoju. Ovde se pretpostavlja da monetarna i fiskalna stabilnost donosi kredibilitet, prijeko potreban zemljama u razvoju, sa obzirom na njihovu zavisnost od međunarodne trgovine i posebno međunarodnih tržišta kapitala (problem "naglog zastoja"). Ovi aspekti fiksnog deviznog režima analizirani su u radu Calvo i Reinhart (2000).

Ipak, protiv fiksnog deviznog režima postoje upozorenja, bar u slučajevima kada ga ne prati oprezna fiskalna politika. Mckinnon i Pill (1998) upozoravaju na činjenicu da fiksni devizni kurs ohrabruje eksterno zaduživanje do nivoa nastanka problema "prekomjernog zaduženja", zato što on umanjuje percipirani rizik ovakvog zaduživanja. Burnside, Eichenbaum i Rebello (2001), razvijaju model u kome vlada garantuje za investicione gubitke i time eliminiše podsticaje za obezbjeđenje protiv deviznog rizika. Cook i Devereux (2003) takode upozoravaju da, ukoliko nije kombinovan sa opreznom fiskalnom politikom, režim fiksnog deviznog kursa treba izbjegavati, iz razloga što on vodi prezaduženju i konsekventnoj valutnoj krizi.

Obstfeld (2002) pruža pregled radova nove otvorene ekonomije, uključujući većinu gore pomenutih, ističući da nizak prenos ne omogućava potpuno zanemarivanje fleksibilnog režima. U ovom radu on ističe da lanac transakcija od uvoza do finalne potrošnje, te globalizovane proizvodne ekonomske odluke, čine neke od faktora koji ozbiljno utiču na zaključke osnovnog modela cijenovanja u lokalnoj valuti.

Teorija takode nudi i širok spektar empirijskih radova, *de facto* (ili stvarnog) i *de jure* (ili deklarativnog) režima deviznog kursa, koji zemlje uvode. Neki pregledi nalaze da je uobičajeno da zemlje navode jedan a primjenjuju sasvim suprotan režim. IMF obavlja klasifikaciju oficijelnih režima, a šta zemlje stvarno praktikuju može se naći u empirijskim studijama u radovima Reinhart i Rogoffa (2002), Calvoa i Reinhart (2002), i Alesine i Wagnera (2003). Ono oko čega se ova tri rada uglavnom slažu jeste da, kao prvo postoji značajan raskorak između onoga što zemlje čine *de jure* i *de facto*, kad se radi o deviznom režimu te drugo, da u odstupanju od *de jure* režima zemlje često zapadaju u takozvani "srednji put" između striktno fleksibilnog i striktno fiksnog kursa. Iako aktuelna literatura predlaže dva ekstrema, striktno fiksni ili slobodno fluktuirajući režim deviznog kursa, vidi Summers (2002) i Frankel, Schmukler i Serven (2002) kao primjer, praksa nudi dokaze da većina zemalja praktikuje nešto između².

Dakle pitanje fiksni ili fleksibilni ostaje otvoreno. Može se reći da odgovor nije i u skoroj budućnosti neće biti uniforman. Moraće se prepoznati uslovi specifični za

² Ovaj izbor takode je branjen kao optimalan u literaturi, vidi na primjer Reinhart i Reinhart 2003.

zemlju, te međudržavni odnosi, kako bi se moglo reći više o optimalnoj deviznoj politici za datu zemlju.

Monetarni odbor u praksi

Monetarni odbor je sa više ili manje uspjeha, te u različitim modifikacijama, uveden u nekoliko država u svijetu. Argentina ga je usvojila 1991., Estonija 1992., Litvanija 1994., Bosna i Hercegovina 1997. i Bugarska 1997. godine. Hong Kong se takođe smatra zemljom koja kao monetarnu politiku praktikuje monetarni odbor, iako prema striktnoj definiciji monetarnog odbora to nije tačno, već je Hong Kong pratio politiku deviznog pega u odnosu na US dolar sa povremenim devalvacijama i ograničenim fluktuacijama. Ipak Hong Kong je tokom većine svoje istorije u proteklih 50 godina uspio da održi skoro konstantan devizni kurs prema US dolaru³, te se stoga smatra još jednim primjerom monetarnog odbora u praksi. Druge zemlje, kao na primjer Indonezija, preduzele su korake u pravcu uvođenja monetarnog odbora.

Prema definiciji, monetarni odbor je sporazum prema kom monetarna vlast mora da održava najmanje 100% pokrića domaćih obaveza deviznim rezervama, da fiksira devizni kurs domaće valute prema odabranoj stranoj valuti, te da garantuje punu konvertibilnost u valutu koju je odabrala. Što se tiče domaćih obaveza, neke zemlje pokriće rezervama ograničavaju samo na domaći novac u opticaju (Bugarska Centralna Banka obavezuje se na 100% pokriće monetarne baze stranim rezervama⁴) dok neke pokriće proširuju na sve monetarne obaveze, (Centralna Banka Bosne i Hercegovine)⁵. Devizne rezerve se obično čuvaju u obliku stranih valuta a veoma mali dio se ulaže u kratkoročne depozite u bankama.

U cilju definisanja monetarnog odbora kao ekonomskog termina, može se povući paralela sa režimom deviznog kursa. U ovim okvirima monetarni odbor može se definisati kao tvrdi fiksni kurs. Jednom kad se ovako definiše nije teško izvući zaključke o efektima uvođenja monetarnog odbora na ekonomiju.

Ako mi bi se dokazalo da zemlja "profitira" od fiksiranja deviznog kursa u odnosu na valutu druge zemlje, dobio bi se i odgovor na pitanje šta su koristi monetarnog odbora. Trebamo se pitati iz kog razloga bi ovo moglo biti pogrešno, tj. iz kog razloga je politika fleksibilnog deviznog kursa optimalna. Kao što smo vidjeli u uvodnom pregledu literature, smatra se da fleksibilan devizni kurs ublažava strane monetarne šokove, zbog toga što su cijene rigidne i ne mogu se prilagoditi šoku, tako da fleksibilnost deviznog kursa nadoknađuje fleksibilnost koja nedostaje

³ Izvor informacije, IMF-IFS.

⁴ Izvor informacije, World Bank, Sofia Office.

⁵ Izvor informacije, Godišnji Izvještaj Centralne Banke Bosne i Hercegovine za godinu 2002.

cijenama. Međutim ukoliko bi se dokazalo da je upravo suprotno istina, tj. da fiksni devizni kurs zapravo povećava fleksibilnost cijena, onda bi čak iako bi gore pomenuta diskusija na temu da li su cijene rigidne u proizvođačevoj ili potrošačevoj valuti govorila u prilog fleksibilnom deviznom kursu, sve diskusije bile suvišne i fiksni devizni kurs bio bi optimalan. Model prezentovan u radu Devereux-a (2003) upravo pokazuje da je ovo zapravo djelimično tačno, tj. da fiksni devizni kurs povećava fleksibilnost cijena ako je devizni kurs fiksiran samo sa jedne strane, tj. u slučaju jednostranog fiksiranja ili monetarnog odbora.

Problemi implementacije politke fiksnog deviznog kursa u praksi

Teorija pruža dokaz da je politika fiksnog deviznog kursa optimalna. Praksa, pogotovo u nerazvijenim zemljama, daje primjere gdje je fiksni devizni režim izabran kao optimalno rješenje. Međutim istorija je pokazala da je fiksni devizni režim obično kratkog vijeka. Postavlja se pitanje zašto i kada vlade odlučuju da napuste politiku fiksnog deviznog kursa.

Instrumenti politike deviznog kursa

Instrumenti koji stoje na raspolaganju vlastima (bilo da je u pitanju centralna banka ili neka druga institucija) za održavanje fiksnog deviznog kursa su slijedeći:

- Pozajmljivanje rezervi stranih valuta na međunarodnom tržištu novca i kapitala,
- Povećanje kamatnih stopa,
- Pooštravanje kontrole tokova kapitala,
- Pooštravanje fiskalne politike.

Svaki od ovih instrumenata biće kratko komentaran.

Pozajmljivanje rezervi stranih valuta

U toku ranih sedamdesetih godina međunarodno tržište novca i kapitala uvećalo se a sa njim i kupovna moć investitora. Ovo je stvorilo situaciju u kojoj je grupa privatnih investitora (ili u nekim slučajevima i pojedinačni investitor) došla u mogućnost da skupi dovoljno sredstava da otkupi kompletne devizne rezerve zemlje koja pokušava da odbrani fiksni devizni kurs. Ovakva situacija stvorila je ogromnu korist za njih (investitore) i ogromne gubitke za zemlje širom svijeta⁶. Pokrenula je ekonomiste da počnu da razmišljaju o špekulativnim napadima kao o ozbiljnom problemu sa kojim se susreću zemlje koje žele da odbrane fiksni devizni kurs.

⁶ Meksiko, Velika Britanija, Švedska, Argentina, da navedemo par.

Manjak rezervi stranih valuta bio je viđen kao jedan od glavnih uzroka raspada fiksnog deviznog režima.

Ipak, situacija se promijenila. Na modernom međunarodnom tržištu novca i kapitala, pozajmljivanje deviznih rezervi ne predstavlja problem za zemlje koje nastoje da odbrane fiksni devizni režim. Centralne banke imaju mogućnost da posuđuju od drugih centralnih banaka (iz deviznih rezervi drugih zemalja), od konzorcijuma privatnih banaka, privatnih investitora i međunarodnih organizacija kao što je MMF, koje tipično potpisuju sa zemljama stand-by aranžman kao dio podrške stabilnosti deviznog kursa, u slučajevima zemalja koje se suočavaju sa problemom kredibiliteta na međunarodnom finansijskom tržištu⁷. Iz ovog razloga manjak rezervi se teško može nazvati uzrokom raspada fiksnog deviznog režima te treba uvidjeti da ovo nije ozbiljan razlog za brigu kad je u pitanju opstanak monetarnog odbora, i da nevolje dolaze sa neke druge strane.

Kamatne stope

Kamatne stope su fundamentalni instrument monetarne politike i politike deviznog kursa, bilo da su ove dve jedinstvene (u slučaju monetarnog odbora) ili ne. Upravo je ovo uzrok problema. Dok povećanje kamatnih stopa može sa jedne strane uvećati priliv kapitala iz inostranstva, uzrokujući pri tom pad deviznog kursa (ili smanjenje pritiska na revaluaciju deviznog kursa ako je ovaj fiksni), u isti će se vrijeme reflektovati na cijelu ekonomiju te će biti neprihvatljivo ukoliko je ekonomija u recesiji. Mehanizam oba procesa je jednostavan. Ako se kamatne stope povećaju, međunarodni investitori će biti zainteresovani da investiraju u ekonomiju, pa će stoga mijenjati svoju (stranu) valutu za domaću kako bi investirali. Ovo će stvoriti porast potražnje za domaćom valutom i prirodno izazvati porast cijene domaće valute ili drugim riječima revaluaciju domaće valute. Sa druge strane, ako se kamatne stope povećaju preduzetnici će biti destimulirani od poduzimanja investicija koje su po prethodnim kamatnim stopama bili profitabilni, u ekonomiji će doći do usporenja i moguće i do recesije. Ova ilustracija, iako pojednostavljena, ukazuje na problem da kamatne stope, kao instrument kontrole deviznog kursa, ne mogu biti korištene bez daljnjih posljedica po ekonomiju, ili u najmanju ruku ne bez kombinovanja sa drugim instrumentima monetarne i uopšte ekonomske politike, što nosi daljnje probleme. Slijedeće poglavlje bavi se problematikom jednog od instrumenta koji se u okviru politike deviznog kursa može koristiti u kombinaciji sa kamatnim stopama.

⁷ IMF stand-by aranžman, koji podržava odbranu sistema fiksnog deviznog kursa, potpisali su Argentina, Estonija, Litvanija, Bugarska i Bosna, tj. sve zemlje koje su uvele monetarni odbor.

Kontrola tokova kapitala

Kontrola tokova kapitala može se primjeniti na uvoz kapitala, izvoz kapitala ili oboje. Obično bi se, ako se koristi u svrhe politike deviznog kursa, kontrola tokova kapitala primjenjivala na uvoz kapitala. Mehanizam pooštavanja kontrole kapitala funkcionise tako što vlasti mogu, zaustavljanjem priliva stranog kapitala, spriječiti da ovaj bude investiran na domaćem tržištu, čime bi intervencije na domaćem tržištu novca postale nepotrebne a nestabilnost kamatnih stopa praktično nemoguća. Ovo bi omogućilo smanjenje kamatnih stopa uz održavanje željenog deviznog kursa. Ipak, ovakva intervencija bi spriječila priliv obično prijeko potrebnog stranog kapitala koji nema špekulativne namjere, tako da je ova intervencija više instrument 'gašenja vatre' nego instrument koji bi se redovno trebao koristiti u cilju stabilizacije deviznog kursa.

Pooštavanje fiskalne politike

Fiskalna politika, slično kao i dva prethodno pomenuta instrumenta, nema za svrhu kontrolu deviznog kursa, te bi je iz tog razloga trebalo shvatiti ne kao instrument devizne politike nego u kontekstu pitanja koje treba imati na umu kada se govori o politici deviznog kursa. Fiskalna politika je od vitalnog značaja za fiksiranje deviznog kursa bilo koje vrste (dakle i za monetarni odbor). Opšte je poznato da se ne može očekivati da se problem visokog fiskalnog deficita riješi uz održavanje fiksnog deviznog kursa. Očigledan razlog tome je činjenica da je, u slučaju visokog deficita, interes vlade da vrši pritisak na centralnu banku u smislu korištenja senioraže (dakle štampanja novca) za rješenje ovog problema, previše visok. U slučaju monetarnog odbora međutim, zakon eliminiše ovu mogućnost, budući da monetarna baza može biti povećana samo ukoliko postoji puno pokriće deviznim rezervama. Međutim fiskalna politika je od vitalnog značaja u slučaju monetarnog odbora iz drugih razloga. Problem fiskalnog deficita postaje posebno ozbiljan ako je devizni kurs fiksiran, kada postoji valutni disbalans između aktive i pasive kako u javnom tako i u privatnom sektoru. Ako je pasiva u stranoj valuti a aktiva nije, pritisak u slučaju devalvacije postaje toliko visok da se javljaju realne šanse da će doći do izmjene samog zakona kako bi se spasilo ono što se spasti ne može. Tako bi fiskalnu politiku trebalo shvatiti kao pitanje prevencije prije nego intervencije, u smislu da nakon uvođenja institucije monetarnog odbora, visoke fiskalne deficite treba izbjegavati po svaku cijenu a valutnu uravnoteženost aktive i pasive uvijek držati na umu. Na žalost, kao i u slučaju kamatnih stopa, fiskalni deficit nije problem koji utiče samo na devizni kurs te stoga može postati viši prioritet od devizne politike, stvarajući nekonzistentnosti. U slučaju recesije cilj održavanja fiksnog deviznog kursa može izgubiti na privlačnosti ako je za pokretanje privrede potrebno smanjenje poreza.

Fundamentalne prijetnje monetarnom odboru

Neki od fundamentalnih razloga iz kojih fiksni devizni režim postaje neodrživ su slijedeći:

- Manjak rezervi stranih valuta,
- Manjak tržišnog povjerenja u politiku deviznog kursa, ili manjak kredibiliteta vlasti, (povezano sa npr. fiskalnom politikom koja je ikonzistentna sa politikom deviznog kursa, u smislu trajnog visokog deficita),
- Visoke domaće nominalne kamatne stope,
- Visoka i / ili rastuća nezaposlenost,
- Zaraza iz drugih zemalja koje prolaze kroz finansijsku i valutnu krizu, itd.

Svaka od ovih stavki kratko će biti komentarisana u narednim redovima.

Manjak rezervi stranih valuta

Pitanje rezervi stranih valuta je već bilo pominjano u poglavlju o pozajmljivanju rezervi. Očito je da za vlade i zemlje nije problem ako im je potrebno da pozajme rezerve kako bi odbranile devizni kurs. Ipak valutne krize se dešavaju, pa je uzrok problemu očito nešto drugo. Pitanje manjka rezervi je stari problem, pa su neki od ranih modela koji su se bavili pitanjem valutnih kriza upravo polazili od ovog problema kao ključnog. Ono što je danas zanimljivo uvidjeti jeste činjenica da manjak rezervi jeste problem ali i da se on može prevazići. Takođe je važno da se zapamti istorija kad se radi o slučajevima gdje zemlje ulažu ogromne iznose svojih deviznih rezervi u odbranu fiksnog deviznog kursa, da bi kasnije taj cilj napustile i time ostvarile ogromne gubitke. Ovo se lako može izbjeći pa bi to prema tome i trebalo činiti.

Manjak tržišnog povjerenja

Manjak tržišnog povjerenja je možda najvažniji problem kada se radi o pitanju valutne krize. Kao što rad Obstfelda (1995) pokazuje, valutne krize imaju samo-inicirani karakter a odgovor na pitanje da li će se predskazanje ispuniti ili ne zavisi od tržišnog povjerenja. Obimno literatura navodi⁸ da je uvjerljiva predanost jedino što može riješiti ovaj problem. U slučaju fiksnog deviznog kursa, monetarni odbor ima visok nivo uvjerljivosti budući da po definiciji ima snagu zakona, ali problem leži u tome što iako ima snagu zakona nije u interesu samih zakonodavaca, što znači da se prije ili kasnije pojavljuje problem uvjerljive predanosti i sa njom i samo-

⁸ Rad koji je dao ključni doprinos na ovu temu je rad Kydlanda i Prescottta. (1977).

inicirane valutne krize. Ono što pomaže je svakako i istorija institucionalne stabilnosti i zdravih politika, ali garancija zaista ne postoji. Generalno rečeno, ako zemlja ima istoriju stabilnih institucija, uključujući i stabilne političke i ekonomske (monetarne i fiskalne) institucije i ako zemlja vodi zdravu politiku (zdravu fiskalnu politiku na prvom mjestu), u smislu svih pitanja, ovde pokrenutih, koja ugrožavaju opstanak fiksnog deviznog kursa, vjerovatno je da će predanost biti posmatrana kao uvjerljiva i da će privreda izbjeći situaciju samo-inicirane krize. Ovo znači da, ako se prati politika monetarnog odbora, najmanje što treba učiniti je održati uvjerljivost predanosti, poštujući glavna pravila koja idu uz monetarni odbor kao vrstu monetarne politike.

Kamatne stope

Slično kao i devizne rezerve, kamatne stope su instrument i potencijalni problem, kada se radi o održanju fiksnog deviznog kursa ili monetarnog odbora. Logika je ista kao i ona kamatnih stopa kao instrumenta devizne politike. Ako je privreda u depresiji ili se sa njom suočava, poželjan korak bilo bi smanjenje kamatnih stopa. Međutim, ako se u isto vrijeme želi održati fiksni devizni kurs ovo smanjenje može postati nemoguće, i mora biti izabran prioritet. Problem se svodi na činjenicu da izbor monetarnog odbora kao oblika monetarne politike, podrazumjeva odricanje diskrecione monetarne politke, te sa njom i mogućnosti intervencije kamatnim stopama. Ovo može postati skup izbor u vremenima usporenja ekonomskog rasta ali, kao što rekoh, prioritet se mora izabrati. Iz ovog je razloga važno da izbor valute za koju se monetarni odbor veže bude takav, da ova valuta pripada zemlji sa čijim su poslovnim ciklusima domaći poslovni ciklusi visoko korelisani te sa kojom domaća privreda ima visok nivo trgovinske razmjene, tako da bi domaća monetarna politika blisko pratila onu koja je podobna za rješavanje njenih ekonomskih problema. Drugim riječima, ako zemlja za čiju je valutu fiksiran devizni kurs, prolazi recesiju u isto vrijeme kada i zemlja koja fiksira kurs (što je vjerovatno istina ako je nivo trgovine između dve zemlje visok) onda će monetarna politika zemlje za čiju se valutu kurs fiksira biti podobna za zemlju koja taj kurs fiksira. Ovi problemi će biti dodatno komentarisani u poglavlju o izboru valute za fiksiranje kursa.

Nezaposlenost

Problem nezaposlenosti je usko povezan sa problemom opstanka fiksnog deviznog kursa, iz razloga što fiksiranje deviznog kursa u vidu usvajanja monetarnog odbora, znači odricanje prava na diskrecionu monetarnu politiku i ograničenja u polju fiskalne politike. U slučaju da postoji visoka i / ili rastuća nezaposlenost, ovaj teret može postati pretežak a time se pojavljuje i problem

uvjerljive predanosti. Troškovi i koristi monetarnog odbora moraju biti odmjerene a ovde se pojavljuje problem kada i kako uvesti monetarni odbor, problem koji će šire biti diskutovan u narednom poglavlju.

Zaraza

Zaraza je problem koji nažalost može zadesiti zemlju čak i ako ona poštuje sva pravila 'zdrave' politike fiksnog deviznog kursa. Slučajevi zaraze, kada se radi o valutnim krizama, najčešći su u zemljama južne Amerike. Iako mogućnost krize uslijed zaraze postoji i bez realističnog razloga, dakle ima samo-inicirani karakter, generalno je tačno da zemlje u kojima se one dešavaju imaju istoriju pravljenja sličnih grešaka kad se radi o politici deviznog kursa. Time se vraćamo na pitanje uvjerljive predanosti i dolazimo do smjernica koje će biti date u zaključnom poglavlju ovog rada.

Monetarni odbor – praktični koraci

Vidjeli smo da korist od uvođenja monetarnog odbora može biti porast fleksibilnosti nominalnih cijena. Takođe smo vidjeli da troškovi mogu biti gubitak diskrecije u monetarnoj i fiskalnoj politici, potreba za visokim deviznim rezervama te mogućnost izbijanja valutne krize koja sa sobom obično nosi i ogromne gubitke na deviznim rezervama. Postavlja se pitanje kako balansirati ove koristi i troškove, ili drugim riječima šta učiniti da bi se monetarni odbor "isplatio".

Ovde ću navesti, ono što je već navedeno kao lista problema ali i još neka pitanja, u formi smjernica koje treba pratiti ako se usvoji monetarni odbor.

Izbor valute sidra

Ono što zemlje koje usvoje politiku monetarnog odbora faktički čine, jeste usvajanje jedne ili korpe valuta za koju se veže devizni kurs. Valute koje se najčešće koriste u praksi kao valute sidra su američki dolar i euro⁹. Argentina je usvojila monetarni odbor u 1991., vežući svoju valutu za američki dolar, Estonija je vezala svoju valutu, kron, za njemačku marku 1992., Litvanija je vezala svoju valutu, litas, za američki dolar 1994., Bosna i Hercegovina je vezala konvertibilnu marku za njemačku marku 1997. a Bugarska je vezala svoj lev za korpu valuta koja se sastoji

⁹ Euro je takođe zamjenio njemačku marku kao valutu sidro kada je marka povučena iz oficijelne upotrebe 31. Decembra 2001.

50% od američkog dolara i 50% eura, u 1997. Hong Kong je fiksirao svoj dolar za američki dolar.

Pitanje je, kako bi trebalo izabrati valutu sidro jednom kada se usvoji odluka o uvođenju monetarnog odbora. Literatura je ponudila neke odgovore na ovo pitanje¹⁰. Odgovori se uglavnom svode na slijedeće:

- Valuta sidro trebala bi biti valuta zemlje sa sličnim poslovnim ciklusima zemlji koja usvaja monetarni odbor;
- Valuta sidro trebala bi biti valuta zemlje sa kojom zemlja u pitanju ima važne trgovinske odnose (glavni trgovinski partner zemlje).

Logika ova dva pravila je vrlo проста. Budući da uvođenje monetarnog odbora znači odricanje prava na diskrecionu monetarnu politiku, te faktički praćenje monetarne politike zemlje čija je valuta izabrana za sidro, dakle monetarna politika zemlje valute sidra postaje monetarna politika zemlje koja uvodi monetarni odbor. Ono što dakle zemlja čini izborom valute sidra je izbor monetarne politike. Očito je u najboljem interesu zemlje da izabere monetarnu politiku koja najviše pogoduje njenim poslovnim ciklusima, a ovo bi upravo bila monetarna politika zemlje sa usklađenim poslovnim ciklusima.

Što se tiče važnosti obimnih trgovinskih odnosa, empirijski radovi ukazuju na prednosti stabilnosti deviznog kursa, vidi na primjer Glick i Rose (2002), Rose (2001) i Rose i Wincoop (2001). Ovo se može razumjeti ako pretpostavimo da trgovci imaju visoku averziju prema riziku te podsjećajući se da devizni kurs, ako nije fiksiran, nosi sa sobom određen rizik. Ovo objašnjenje istina ima i nedostatak u činjenici da je obezbjeđenje od deviznog rizika razvijeno do nivoa gdje je rizik moguće potpuno odstraniti. Ipak empirijski podaci ukazuju na činjenicu da trgovinski odnosi ipak imaju koristi od eliminacije fluktuacija u deviznom kursu (bilo putem uvođenja monetarnog odbora ili monetarne unije), a ovo se može pokušati dalje objasniti mogućnošću da na porast trgovine utiče ne samo eliminacija deviznog rizika nego i konvergencija između zemalja, koja sama počinje eliminacijom deviznog rizika. Birajući valutu važnog trgovinskog partnera kao valutu sidro u monetarnom odboru doprinosi trgovini, a ova doprinosi konvergenciji između dvije zemlje, čineći time i sada zajedničku monetarnu politiku pogodnijom za obe.

Fiskalna politika

Fiskalna politika kao problem za održavanje fiksnog deviznog kursa diskutovana je u prethodnim poglavljima. Ovde bih htjela da naglasim par činjenica kojima se

¹⁰ Obimna literatura bavi se temom optimalnosti monetarne unije, vidi na primjer Frankel i Rose (1998), ovo se može primijeniti na odgovor na pitanje koje se postavlja ovde, tj. pitanje optimalnosti valute sidra.

bavi i obimna literatura¹¹, više u formi navoda šta učiniti a ne koji su problemi kada se radi o fiskalnoj politici i monetarnom odboru.

Neophodna je zdrava fiskalna politika ukoliko se usvoji monetarni odbor. Zdrava politika ovde prije svega znači solventna politika. Visoke fiskalne deficite treba izbjegavati po svaku cijenu. Razlozi su jednostavni: jednom kada fiskalni deficit poraste do nivoa gdje postaje očigledno da se vlada iz njega ne može izvući bez okretanja leđa fiksnom deviznom kursu, kredibilitet je uništen i valutna kriza postaje neizbježna čak iako je fiksni devizni kurs bio održiv.

Problem naravno nastaje u činjenici da održavanje monetarnog odbora može postati preskupo budući da znači odricanje diskrecione fiskalne politike. Ovaj problem treba rješavati izborom odgovarajuće valute sidra tako da 'gašenje požara' nesolventne fiskalne mjere neće ni biti neophodne.

Ovde se postavlja i dodatno pitanje. Može se pitati iz kog razloga fiskalna politika može postati ili postaje nezdrava odnosno nesolventna. Odgovori se ponovo mogu potražiti u historiji, te se nalazi da je opasan izvor fiskalne neravnoteže spašavanje javnog sektora (obično bankarskog¹²). Ovo znači da bi se sa problemom trebalo boriti u samom njegovom nastanku, tj. da bi ako je potrebno trebalo provesti strukturne promjene u javnom sektoru prije nego što se donese odluka o odricanju diskrecione fiskalne politike usvajanjem monetarnog odbora. Ova pitanja su dovoljno kompleksna da budu tema još jednog rada ovog obima, te ih ovde neću dalje komentarisati.

Devizne rezerve

Pitanje rezervi stranih valuta takođe je komentarisano u prethodnim poglavljima. Ovde bih htjela naglasiti još jednu činjenicu. Nivo potrebnih deviznih rezervi propisan je zakonom, kada se usvoji monetarni odbor, budući da je puno pokriće monetarne baze deviznim rezervama jedan od zahtjeva monetarnog odbora kao aranžmana. Za zemlju je držanje deviznih rezervi skupo jer su rezerve obično uložene uz minimalan povrat kako bi bila izložena minimalnom riziku. Ovo pitanje je nešto što može postati tema debate, a ukoliko se to desi treba zapamtiti da troškove ovih sredstava ne terba porediti sa oportunitetnim troškovima nego sa koristima koje nosi minimiziranje rizika kojem su ova sredstva izložena, a ove koristi se uglavnom svode na kredibilitet koji, mada ga je teško kvantifikovati, jeste

¹¹ Ovde mislim prevashodno na literaturu koja analizira kolaps monetarnog odbora u Argentini, koji su mnogi pripisali nezdravoj fiskalnoj politici, među drugim problemima. Vidi na primjer Edwards (2002) i Calvo, Izquierdo i Talvi (2003).

¹² Tipični primjeri spašavanja bankarskog sektora koja su donijela ogromne troškove za državni budžet, su skorašnja iskustva Argentine i post-tranziciono iskustvo Češke Republike.

predmet od ogromne važnosti ne samo za monetarni odbor nego i ekonomiju u cjelini.

Zaključak

Monetarni odbor je rješenje prihvaćeno u svega nekoliko država u svijetu te rješenje kome je optimalnost u ovim zemljama često osporavana iz razloga što on znatno ograničava slobodu države po pitanju ekonomske politike. Cilj ovog rada je da rasvijetli pravo značenje monetarnog odbora, za ekonomiju država koji ga uvode, te time ukaže da monetarni odbor može biti optimalna politika, jer u krajnjem slučaju predstavlja praćenje monetarne politike odabrane zemlje, te da se može i uspješno primjeniti u praksi ukoliko se pridržava određenih pravila. Kao što rad navodi, ključni faktori koji opredjeljuju uspješnost monetarnog odbora su izbor valute sidra (u smislu usklađenosti poslovnih ciklusa i intenziteta trgovinske razmjene), obezbjeđenje potrebnog nivoa deviznih rezervi te usklađivanje fiskalne politike. Uz to se pažnja mora obratiti na oblasti koje tipično mogu da ugroze monetarni odbor ili koje njime same bivaju ugrožene, a to su kako smo vidjeli politika kamatnih stopa, problem nezaposlenosti, problem tržišnog nepovjerenja te problem prenosa finansijske ili valutne krize iz zemalja u okruženju.

Kako vidimo monetarni odbor zahtijeva disciplinu u primjeni ekonomske politike u kom slučaju može biti optimalan posebno za male države kojima donosi i garantuje makroekonomsku stabilnost.

Literatura

- 1) Aizenman, Joshua, 1994, "Monetary and real shocks, productive capacity and exchange rate regimes", *Economica*, 407-434.
- 2) Aizenman, Joshua, i Jacob A. Frenkel, 1985, "Optimal wage indexation, foreign exchange intervention and monetary policy", *American Economic Review* 75, 402-423.
- 3) Alesina, Alberto i Alexier Wagner, 2003, "Choosing (and Reneging on) Exchange rate Regimes", NBER Working Paper No. 9809.
- 4) Bergin, Paul R., 2001, "One Money One Price? Pricing to Market in a Monetary Union", Department of Economics, University of California, Davis, manuscript (<http://www.econ.ucdavis.edu/faculty/bergin/research/twop5web.pdf>)
- 5) Betts, Caroline, i Michael B. Devereux, 1996, "The Exchange rate in a Model of Pricing-to-Market", *European Economic Review* 40, 1007-1021.
- 6) Betts, Caroline, i Michael B. Devereux, 2000, "Exchange rate Dynamics in a Model of Pricing-to-Market", *Journal of International Economics* 50, 215-244.

7) Burnside, Craig, Martin Eichenbaum, i Sergio Rebelo, 2001, "Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange rate Regimes", *European Economic Review*, 40, 1007-21.

8) Calvo, Guillermo A., i Carmen M., Reinhart, 2000, "Fixing for Your Life", NBER Working Paper No. 8006.

9) Calvo, Guillermo A., i Carmen M., Reinhart, 2002, "Fear of Floating", NBER Working paper No. 7993.

10) Campa, José Manuel, i Linda S. Goldberg, 2002, "Exchange rate pass-through into import prices: a macro or micro phenomenon?", NBER working paper No. 8934.

11) Chari, V.V.; Patrick J. Kehoe; i, Ellen R. McGrattan, 2000, "Can Sticky Price Models Generate Volatile and Persistent Exchange rates?", National Bureau of Economics Research Working Paper, no. 7869.

12) Chinn, Daniel M., i Preston J. Miller, 1998, "Fixed vs. Floating rates: A dynamic general equilibrium analysis", *European Economic Review* 42, 1221-1249.

13) Cook, David i Michael B. Devereux, "The Dangers of Hard Pegs: Monetary and Fiscal Policy Coordination in an Open Economy", (<http://www.arts.ubc.ca/econ/devereux/mdevereux.htm>)

14) Corsetti, Giancarlo, i Luca Dedola, 2001, "Macroeconomics of International Price Discrimination", ECB Working paper No. 176.

15) Corsetti, Giancarlo, i Paolo Pesenti, 2001, "International Dimensions of Optimal Monetary Policy", University of Rome III, manuscript.

16) Devereux, Michael B., i Charles Engel, 1998, "Fixed vs. floating exchange rates: how price setting affects the optimal choice of exchange rate regime", NBER Working paper No. 6867.

17) Devereux, Michael B., i Charles Engel, 1999, "The optimal choice of exchange rate regime: price-setting rules and internationalised production", NBER working paper No. 6992.

18) Devereux, Michael B., i Charles Engel, 2000, "Monetary policy in the open economy revisited: price setting and exchange rate flexibility", NBER working paper No. 7665.

19) Devereux, Michael B., i Charles Engel, 2001, "Endogenous currency of price setting in a dynamic open economy model", NBER working paper No. 8559.

20) Edwards, Sebastian, 1996, "The Determinants of The Choice between Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes", NBER Working paper 5756.

21) Edwards, Sebastian, 2001, "Exchange Rate Regimes, Capital Flow and Crisis Prevention", NBER Working paper 8529.

22) Engel, Charles, 1993, "Real Exchange rates and Relative Prices: An Empirical Investigation", *Journal of Monetary Economics* 32, 35-50.

23) Engel, Charles, 1999, "Accounting for U.S. Real Exchange rate Changes", *Journal of Political Economy* 107, 507-538.

- 24) Engel, Charles, October 1999, "Local-Currency Pricing and the Choice of Exchange rate Regime", *European Economic Review* 44, 1149-1472.
- 25) Engel, Charles, i John H. Rogers, 1996, "How Wide is the Border?" (with John Rogers), *American Economic Review* 86, 1112-1125.
- 26) Engel, Charles, i John H. Rogers, 2001, "Deviations From the Purchasing Power Parity: Causes and Welfare Costs", *Journal of International Economics* 55, 29-57.
- 27) Fischer, Stanley, 1977, "Stability and exchange rate systems in a monetarist model of the balance of payments", in Robert Z. Aliber, ed., *The Political Economy of Monetary Reform* (Montclair, NJ: Allanheld, Oemum).
- 28) Frankel, Jeffrey A., i Irew K. Rose, 1998, "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *Economic Journal* 108 (449), July, pp.1009-25.
- 29) Frankel, Jeffrey, Sergio Schmukler, i Luis Servén, 2000, "Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange rate Regime", *Brookings Trade Forum*, 49-108, NBER Working paper No. 7901.
- 30) Friedman, Milton 1953, "The case for flexible exchange rates", in Milton Friedman, ed., *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press).
- 31) Glick, Reuven, i Clas Wihlborg, 1990, "Real exchange rate effects of monetary shocks under fixed and flexible exchange rates", *Journal of International Economics* 28, 267-290.
- 32) Glick, Reuven, i Irew K. Rose, 2002, "Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence", *European Economic Review* 46, pp. 1125-51.
- 33) Helpman, Elhanan, 1981, "An exploration in the theory of exchange rate regimes", *Journal of Political Economy* 10, 263-283.
- 34) Kimbrough, Kent, 1983, "The information content of the exchange rate and the stability of real output under alternative exchange rate regimes", *Journal of International Money i Finance* 2, 27-38.
- 35) Krugman, Paul, 1979, "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit i Banking* 11 (August 1979), 311-25.
- 36) Kydli, Finn i Edward C. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, June, vol. 85, No. 3, pp. 473-491.
- 37) Lapan, Harvey E., i Walter Anders, 1980, "Random disturbances and choice of the exchange rate regimes, in an international model", *Journal of International Economics*, 263-283.
- 38) McCallum, Bennett T., i Edward Nelson, 1999, "Nominal Income Targeting in an Open-Economy Optimising Model", *Journal of Monetary Economics* 43, 553-578.
- 39) McKinnon, Ronald, i Huw Pill, 1999, "Exchange rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Over borrowing", *Oxford Review of Economic Policy*, 15, 19-38.

40) Mundell, Robert A., 1960, "The monetary dynamics of international adjustment under fixed and floating exchange rates", *Quarterly Journal of Economics* 74, 227-257.

41) Mundell, Robert A., 1961a, "A Theory of optimum currency areas", *American Economic Review* 51, 509-517.

42) Mundell, Robert A., 1961b, "Flexible exchange rates and employment policy", *Canadian Journal of Economics i Political Science* 27, 509-517.

43) Mundell, Robert A., 1963, "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates", *Canadian Journal of Econometrics i Political Science* 29, 475-485.

44) Obstfeld, Maurice, 1994, "The logic of currency crisis", NBER Working paper No. 4640.

45) Obstfeld, Maurice, 1995, "Models of currency crises with self-fulfilling features", NBER Working paper No. 5285.

46) Obstfeld, Maurice, i Alan M. Taylor, 1997, "Non-linear Aspects of Goods Market Arbitrage and Adjustment: Heckscher's Commodity Points Revisited", *Journal of the Japanese i International Economies* 11, 441-479.

47) Obstfeld, Maurice, i Kenneth Rogoff, 2000, "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?" NBER Macroeconomics Annual 2000, 339-390.

48) Parsley, David C., i Shang-Jin Wei, 2001, "Limiting Currency Volatility to Stimulate Goods Market Integration: A Price Based Approach", Owens Graduate School of Management, Vanderbilt University, manuscript, NBER Working paper No. 8468.

49) Reinhart, Carmen M, i Kenneth S. Rogoff, 2002, "The Modern History of Exchange rate Arrangements: A Reinterpretation", NBER Working paper No. 8963.

50) Reinhart, Carmen M., i Vincent R. Reinhart, 2003, "Twin Fallacies about Exchange rate Policy in Emerging Markets", NBER Working paper No. 9670.

51) Rogers, John H., i Michael Jenkins, 1996, "Haircuts or Hysteresis? Sources of Movements in Real Exchange rates", *Journal of International Economics* 38, 339-360.

52) Rose, Irew K., "Currency Unions i Trade: The Effect is Large", *Economic Policy* 33.

53) Rose, Irew K., i Eric van Wincoop, 2001, "National Money as a barrier to Trade: The Real Case for Monetary Union", *American Economic Review* 91, 368-90.

54) Weber, Warren, 1981, "Output variability under monetary policy and exchange rate rules", *Journal of Political Economy* 89, 733-775.

APSTRAKT

Ovaj rad bavi se pitanjem monetarnog odbora kao forme monetarne politike u smislu njegove optimalnosti u teoriji te mogućnosti i komplikacija primjene u praksi. Dat je kratak pregled literature na temu izbora optimalne politike deviznog kursa a zatim i primjeri i definicija monetarnog odbora u praksi. Rad nadalje navodi probleme implementacije monetarnog odbora u praksi te fundamentalne prijetnje i praktične korake koje treba preduzeti kako bi on optimalno djelovao na ekonomiju. Konačno rad iznosi zaključak da monetarni odbor, za male ekonomske sisteme, može biti i jeste optimalna monetarna politika ako se pri njenoj primjeni pridržava navedenih pravila.