

УДК: 336.748(497.11)

НАЦИОНАЛНИ ИНТЕРЕС

Примљено:
16.11.2009.

NATIONAL INTEREST

Прихваћено:
25.02.2010.

Година V, vol. 7

Број 1/2010.

Оригинални научни рад

стр. 183-201

*Никола Фабрис**

КРЕТАЊЕ ДЕВИЗНОГ КУРСА У СРБИЈИ: кризно прилагођавање или последица дубљих структурних неравнотежа

Сажетак

Ниво девизног курса је важна детерминанта економске политике сваке земље. Он утиче на кретање инфлације, платнобилансну (не)равнотежу, социјални положај становништва, ниво задужености, профитабилност привреде и многе друге варијабле. Кроз кретања нивоа девизног курса преламају се различити друштвено-економски, али и политички и социјални односи у Србији.

Нагла губљења вредности курса динара крајем 2008. и крајем 2009. године су отворила бројна питања, почевши од тога који фактори утичу на кретање нивоа курса динара, до тога да ли се економским политикама може утицати на кретање курса. Она су утицала на бројне дебате и врло различите ставове чак и еминентних економиста. Стога је циљ овог рада да покуша да укаже на факторе који утичу на кретање нивоа девизног курса у Србији.

Рад ће се састојати из четири дела. У првом делу су дата теоријска разматрања политике девизног курса. У другом делу рада биће анализирано кретање нивоа девизног курса и његове реперкусије на различите економске варијабле. У трећем делу ће се анализирати фактори који утичу

* Ванредни професор, Економски факултет, Београду.

на кретање нивоа девизног курса у Србији. У четвртом делу ће се анализирати какву би политику девизног курса требало водити у наредном периоду.

Кључне речи: Србија, девизни курс, девизне резерве, монетарна политика.

Теоријска разматрања о политици девизног курса

Избор адекватног режима девизног курса представља једно од најважнијих неразрешених питања међународне економије. Сви режими девизног курса се грубо посматрано могу сврстати у једну од следеће три категорије: фиксни девизни курсеви, флексибилни девизни курсеви и прелазни режими девизних курсева.

У режиму фиксног девизног курса постоји врло мали простор за дискрецију централне банке. Овај режим је погодан за земље са «лошом историјом» кретања инфлације, јер он делујући као номинално сидро може у релативно кратком року оборити инфлациона очекивања, а тиме и кретање стопе инфлације. Овај режим монетарне политике се обично сматра погодним за мале отворене економије у којима спољна размена има велики удео у БДП-у. Нарочито је погодан у условима неразвијеног тржишта капитала, јер је најтранспарентнији и најефективнији канал монетарне трансмисије. Међутим фиксни режими девизних курсева имају и неке негативне стране које се манифестују у томе што девизни курс може постати релативно брзо прецењен и довести до погоршања платнобилансне неравнотеже, односно уколико је курс фиксиран на дугорочно неодрживом нивоу може релативно брзо довести до исцрпљивања девизних резерви.

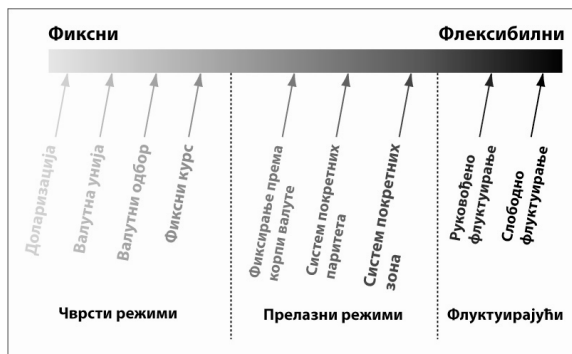
Флексибилни девизни курс подразумева да се ниво курса одређује у зависности од понуде и тражње за девизама. Овако формиран курс не тражи никакву интервенцију, не води трошењу девизних резерви и делује уравнотежујуће на кретање платног биланса. У овом режиму креатори монетарне политике имају висок степен слободе у вођењу монетарне политике. Обично се сматра да је ово режим курса који је погодан за тржишне привреде, јер се онда и девизни курс формира на тржишту, као и све остале робе. Међутим, негативне стране овог режима се огледају у томе што он не делује

антиинфлационо и што је у овом режиму привреда подложна преношењу различитих интерних и екстерних шокова.

Прелазни режими девизних курсева комбинују одређене предности фиксних и флексибилних девизних курсева, али могу довести и до комбинације негативних ефеката две поменуте групе режима девизних курсева.

На следећем графику су приказани различити режими девизних курсева.

Графикон бр 1 – Алтернативни режими девизног курса



Извор: Модификација аутора према раду „Monetary Policy – Frameworks and Rules“, 2004.

Политика девизних курсева је током година била предмет великих промена. Током Бретонвудског система све земље су водиле политику фиксног девизног курса. Сломом овог система почиње да расте број земаља са неким од облика флексибилних режима девизног курса.

У теорији се обично препоручује да земље које су зависне од једног тржишта треба да фиксирају своју националну валуту према валути извозног тржишта, док се за мале отворене економије сугерише политика флексибилног девизног курса, јер се на тај начин могу лакше апсорбовати разни шокови. Фиксни режими девизних курсева се такође примењују у условима хиперинфлације, да би се лакше оборила стопа инфлације.

Велики број студија је показао да је напуштање режима фиксирања девизног курса често било праћено са еко-

номском и политичком нестабилношћу (Eichengreen, Rose и Wyplosz 1995, Dutagupta 2003).

Фиксирање девизног курса има смисла само уколико постоји предвидљива веза између девизног курса и будуће стопе инфлације. Девизни курс на ниво инфлације може да утиче преко два канала:

- Директно у складу са теоријом паритета куповне снаге и
- Индиректно преко формирања очекивања о будућем кретању девизног курса.

Ghos, Gulde и Wolf (2003) су установили да фиксни девизни курсеви имају најмању вероватноћу појаве девизне кризе. До сличног закључка дошла је и Bubula (2002) која је установила да интермедијарни режими везивања девизног курса имају највећу вероватноћу појаве кризе девизних курсева, а да је ова вероватноћа мања у случају фиксних девизних курсева у односу на флукутирајуће режиме. Резултати њеног истраживања могу се приказати следећом табелом.

Табела бр. 1 - Режими девизних курсева и девизне кризе

Режим девизног курса	Учешће у девизним кризама (у %)
Фиксни девизни курсеви	7,14
Интермедијарни режими	72,96
Флукутирајући режими	19,90

Извор: Bubula, A. и Otker-Robe, I. (2002), «The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from de Facto Policies», IMF, WP/02/155.

Из табеле се јасно да је готово три четвртине свих девизних криза настало у условима када је земља примењивала интермедијарне режиме. До криза је најчешће долазило када су креатори економске политике усмеравали текућу политику према домаћим циљевима, а врло често као последица немогућег тројства.¹ Наравно, ово не значи да се кризе нису појављивале и при осталим режимима девизног курса.

Фиксирање девизног курса је често резултат «страха» земље од слободног флукутирања валуте, које уколико је превелико може нанети знатне штете привреди. У режиму слободног флукутирања ризик девизног курса се преноси на привреду, који у условима недовољно јаке валуте, неизграђених институција и недовољног кредибилитета креатора

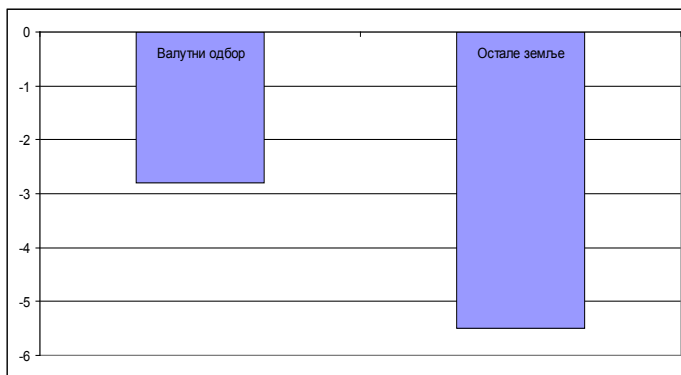
¹ Под немогућим тројством подразумева се слободно кретање капитала, фиксан девизни курс и независна монетарна политике.

економске политике, може водити значајном тржишном ризику. Последњих година привреде у транзицији су суочене са значајним приливом капитала, што би у случају слободног флукутирања водило ап्रेसијацији националне валуте и слабљењу конкурентности земље. Такође, периоди депресијације и апресијације имају асиметричан утицај на кретање инфлације. Депресијација има много јачи утицај на инфлацију, него што апресијација има на дезинфлацију.

Да би се обезбедила одрживост овог режима у земљама у развоју од великог значаја је спровођење адекватних структурних реформи и фискална дисциплина. Фишер је истакао: “Оно што не функционише је... систем девизног курса у коме се влада обавезује да брани одређен ниво девизног курса или зону флукуације, али није предузела институционалне аранжмане који истовремено и ограничавају и дају инструменте монетарној политици за спровођење једног циља – одбрану паритета девизног курса”. Са друге, стране овај режим може водити и повратном позитивном ефекту обезбеђења фискалне дисциплине. То сугерише и следећи графикон који показује кретање буџетског дефицита у европским привредама у транзицији (ПУТ) које користе валутни одбор и осталим европским ПУТ које користе флексибилнији облик девизног курса.

Графикон бр. 2

Буџетски дефицит у режиму валутног одбора и флексибилнијим режимима девизног курса (у % БДП, аритметичка средина у периоду 1999–2005)



Извор: „Monetary Policy and Financial Stability in South-Eastern Europe“, 2006.

Међутим са друге стране, истраживање Duttagupte (2003) је показало да су земље у развоју под већим утицајем појаве кризе девизних курсева и да се вероватноћа појаве кризе расте са дужином временског периода у коме је национална валута везана за неку другу валуту. Разлоге за овакав закључак можемо пронаћи у томе да постојеће неконзистентности између девизног курса и осталих макроекономских варијабли расту са периодом времена проведеног у овом режиму девизног курса.

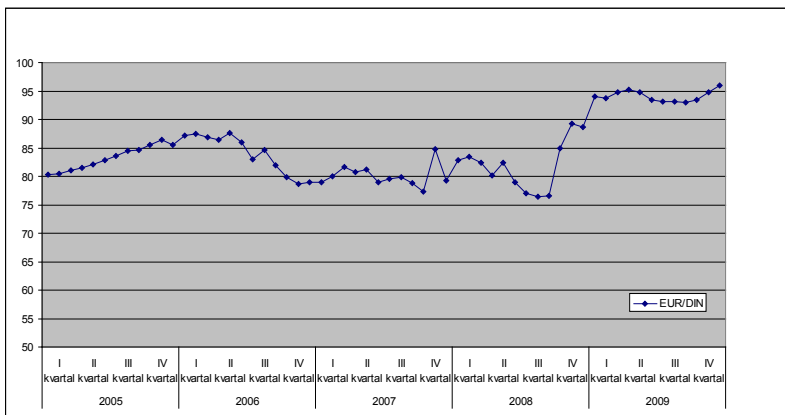
Политика борбе против девизних криза је одавно позната и један од њених најважнијих инструмената је повећање краткорочних каматних стопа. У неким случајевима ова политика се показивала успешном и фиксни курс је опстајао, док у неким није била успешна и тада је долазило или до напуштања режима фиксног девизног курса или до његове девалвације. Повећање каматних стопа доводи до раста тражње за домаћом валутом (повећава трошкове куповине стране валуте), што доводи до «јачања» девизног курса. Наравно, предуслов је да је тражња за домаћом валутом позитивно корелирана са порастом приноса на домаће ХОВ. Међутим, са друге стране политика повећања каматних стопа доводи до раста јавног дуга и може имати контракционе ефекте на ниво производње. Због тога земље неретко избегавају ову политику, нарочито уколико је потребан значајан раст каматних стопа.

Из овог кратког прегледа теоријских ставова о кретању девизног курса само је потврђена реченица са почетка овог одељка, да је питање девизног курса и даље предмет контроверзи и да не постоје јасни теоријски аргументи у прилог једног или другог режима девизног курса.

Кретање девизног курса у Србији и фактори који утичу на кретање

Кретање нивоа девизног курса у Србији у претходном периоду је карактерисао висок степен флукуација (графикон бр. 3).

Графикон бр. 3
Кретање номиналног курса динара у односу на евро у периоду Од 2005. до 2010. године



Јачање курса динара започето крајем 2006. године је било резултат великог прилива страниг капитала. У посматраном периоду поред прилива страних директних инвестиција, дошло је до значајног задуживања Србије кроз три канала:

- Задуживања државе код међународних институција за различите развојне пројекте,
- Задуживања привреде код партнера у иностранству и
- Задуживања банака код матичних банака у иностранству.

Економски раст и раст нивоа животног стандарда у том периоду је био базиран на задуживању, а не на јакој привреди. Наша потрошња је била приближно једнака бруто домаћем производу или нешто виша, а инвестиције су финансиране кроз задуживање. То значи да смо у овом периоду применили Титов модел развоја из седамдесетих.

Такође, у периоду 2002-2008. године БДП Србије растао је просечно по стопи од 5,4% годишње. Међутим, структура

тога раста је била врло неповољна: сектори у којима се производе материјална добра имали су раст бруто додатне вредности значајно испод просека: пољопривреда 0,3% годишње, а индустрија 1,6%. Стога је јасно да смо имали неповољан однос раста и учешћа разменљивих и неразменљивих добара у БДП, односно домаћа производња се на унутрашњем тржишту супституисала понудом из увоза, а директан одраз ове структурне деформације јесте повећавање удела дефицита робе и услуга у задовољавању укупне унутрашње тражње. Овакав модел се могао одржати само док је постојао довољан прилив страног капитала (Стаменковић и др., 2009).

Како је такав модел ограниченог „дах“, јасно је било да ће пре или касније бити нужно прилагођавање, кроз смањивање нивоа потрошње и финансирање инвестиција из бруто домаћег производа. До таквог сценарија је довела Глобална финансијска криза која је утицала на значајно смањен прилив страног капитала, који је утицао на смањену понуду стране валуте, тако да курс динара почиње да значајно губи на вредности крајем 2008. године. И макроекономски амбијент је био неповољан имајући у виду негативне стопе економског раста, раст незапослености, опадање инвестиција, раст неликвидности привреде и др.

По правилу, дугорочно посматрано, јачање валуте је резултат јаке привреде. Јасно је да јачање курса динара током 2006. и 2007. године. није било резултат јаке привреде. Исто тако постоје и бројни други фактори структурне природе који врше дугорочни притисак на слабљење курса динара.

Висок спољнотрговински дефицит значи да због континуирано вишег увоза од извоза постоји висок ниво тражње за страном валутом, да би се измириле обавезе према иностранству. Затим, континуирано виша стопа инфлације у Србији од стопе инфлације у еврозони врши притисак на номинално усклађивање девизног курса. Такође, висок буџетски дефицит је још један фактор који утиче на слабљење вредности динара.

Тако, на пример током 2006. године, када је био присутан значајан прилив капитала стопа апресијација динара у односу на евро износила је око 4%, а истовремено стопа инфлације је износила 6%. То значи да је у 2006. години геп између кретања инфлације и девизног курса износио око 10%.

Тај геп је додатно повећан током 2007. године и прве половине 2008. године. У периоду септембар 2005 – септембар 2008 кумулативан пораст цена на мало је износио око 30%, а у истом периоду курс динара је у односу на евро ојачао за око 10%. Како иза овог гема није стојала «јака» привреда, јасно је да је било питање временског тренутка када ће доћи до „печања“ овог гема (Фабрис, 2008).

Треба имати у виду да Србија спада у групу неформално еуризованих економија. У таквим условима ефикасност монетарне политике је у великој мери ограничена, јер она не може деловати на трансакције које се обављају у страниој валути. Стога је дејство монетарне политике на кретање курса у великој мери ограничено, нарочито у кратком року. Приликом већих осцилација једини ефикасан начин за одржавање вредности курса динара је био преко директних интервенција из девизних резерви. Треба имати у виду и одсуство координације између монетарне и фискалне политике, то јест у периоду када је НБС водила рестриктивну монетарну политику, вођења је експанзивна фискална политика.²

Имајући у виду већ описани модел развоја јасно је да би до слабљења курса динара дошло и да није било Глобалне финансијске кризе, само би оно дошло нешто касније и било би у мањој мери скоковито. То значи да је Криза само убрзала прилагођавање курса динара и да је оно доминантно последица структурних неравнотежа.

Иако у дугом року на кретање курса динара доминантно утичу структурне неравнотеже, на краткорочна кретања могу утицати и бројни други фактори попут: шпекулативних акција, психолошких фактора, политичке нестабилности, конверзија стране валуте од стране државе за измирење својих обавеза, доспевање већих рата за плаћање иностранству и др.

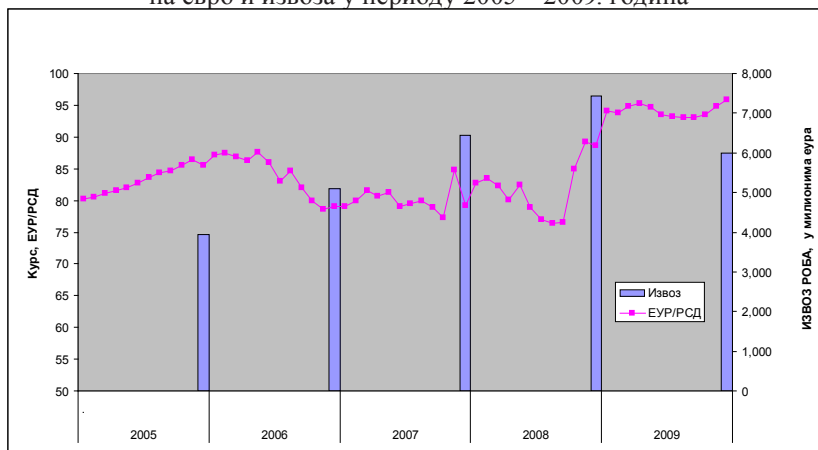
2 Стога су у јавности била често присутна „пребацивања лоптице“ између Владе и НБС ко је одговоран за неповољна кретања курса.

Утицај девизног курса на реални сектор и економски положај

Пад вредности националне валуте, посматрано са теоријског аспекта, би требао да подстиче извоз, јер извозници добијају више новца израженог у националној валути, а да дестимулише увоз, јер сада увозни производи изражени у националној валути постају скупљи. На тај начин се побољшава конкурентност и платнобилансна позиција домаће привреде.

Међутим, у нашим условима пад националне валуте није доводио до значајног побољшања конкурентности. То је пре свега резултат тога што у нашем извозу доминирају производи ниског степена обраде и сировине, чији је извоз углавном зависио од домаћих производних капацитета, а не цена на глобалном тржишту. Са друге стране српска привреда је високо увозно зависна, тако да постоји један значајан сегмент увоза који је ценовно нееластичан (нафта, енергенти, репроматеријал). Стога пад националне валуте није доводио до значајних промена у спољнотрговинској размени (графикон бр. 4).

Графикон бр. 4
Кретање номиналног курса динара у односу
на евро и извоза у периоду 2005 – 2009. година

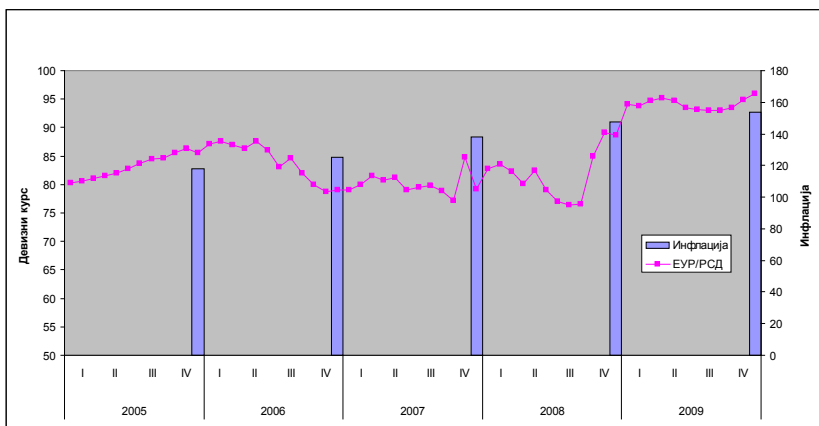


Напомена: извоз у 2009. години је процењен на бази података за првих 11 месеци

Пад вредности националне валуте са друге стране утиче на кретање нивоа цена. Тада се обично покреће следећа

спирала: девизни курс → раст плата и трошкова → раст инфлације → раст девизног курса. Наиме, увозни производи постају скупљи и они утичу на раст цена и осталих производа било због тога што имају увозну компоненту или због ефекта угледања. Међутим, овај ефекат на раст нивоа цена није присутан у кратком року, већ се он пре свега може пратити у дугом року (графикон бр. 5).

Графикон бр. 5
Кретање нивоа девизног курса и ланчаног индекса инфлације у периоду 2005 – 2010. година



Напомена: Инфлација 2004=100³

Наиме, када је курс у једном тренутку пао са нивоа од 87 на 77 динара за један евро, цене производа нису опале и оне су остале формиране на претходном нивоу курса, јер је тржиште проценило да је у питању привремени пад курса који је дугорочно неодржив, јер иза њега не стоји јака привреда. Стога када је дошло до поновног раста курса није дошло до корекција цена, јер су оне већ биле формиране на вишем нивоу курса. Међутим, раст нивоа девизног курса крајем 2009. и почетком 2010. године поново није довео до усклађивања цена са новим нивоом курса. Овога пута разлог је била процена увозника да је ниво животног стандарда значајно опао под утицајем кризе и да би у случају даљег раста цена

3 Као индикатор инфлације коришћено је кретање цијена на мало, јер индекс потрошачких цијена који се сада користи као индикатор инфлације нема упоредиву серију података од 2004. године.

значајно опала продаја.⁴ То значи да у неком будућем периоду, у случају да се курс не врати на претходни ниво, можемо очекивати нови талас корекција цена.

Кретање нивоа девизног курса је и питање преко којег се преламају социјална питања. Пад нивоа девизног курса значи раст плата изражених у еврима и обрнуто. Такође, промене нивоа девизног курса директно утичу и на висину рата које отплаћује становништво.⁵ У већ поменутом периоду када је ниво девизног курса значајно опао ми смо имали значајан раст куповне моћи сектора становништва, јер су плате изражене у еврима континуирано расле, чак иако су остајале непромењене у динарским износима. То је утицало на висок раст потрошње, нарочито увозних производа и олако задуживање великог броја становника. Међутим, како је ниво девизног курса скочио на ниво близу 100 динара што представља скок номиналног курса од 29%, а номиналне плате су у овом периоду порасле за 12%, јасно је да је у питању значајан пад нивоа животног стандарда.⁶ Ово је утицало на значајан раст рата кредита изражених у динарима, као и на значајно смањење нивоа животног стандарда и код дела становништва је утицало на стварање социјалних проблема. Наиме, показало се да је раст нивоа животног стандарда из претходног периода био финансиран задуживањем у иностранству, а не растом продуктивности и конкурентности српске привреде, што ће нужно водити, у наредном периоду, прилагођавању потрошње реалним могућностима, кроз значајан пад нивоа животног стандарда.

Уколико погледамо текуће осцилације динара оне и нису толико велике. Динар је у 2009. години мање осцилирао у односу на евро него што су то долар или фунта, али наш је проблем што је наша главна валута евро, а не динар. У таквим условима губљење вредности курса националне ва-

4 Због тога је увознички лоби и кренуо у „оштру“ медијску кампању ради одржања непромењене вредности нивоа девизног курса.

5 Према проценама преко 90% кредита одобрених сектору становништву имају девизну клаузулу што значи да се усклађују са променама нивоа девизног курса.

6 Скок курса са нивоа од 76,5 динара колико је био на крају септембра 2008. године на ниво од 98,5 динара колико је био на крају јануара 2010. године

луте више утиче на ниво животног стандарда, него нпр. када падају долар или фунта у САД, односно Великој Британији.

Српско девизно тржиште⁷ карактерише релативно мали обим промета тако да шпекуланти и са релативно мањим променама у понуди, односно тражњи могу утицати на значајне промене нивоа девизног курса. У нашој јавности се често полемисало да су промене девизног курса крајем 2008. и 2009. године резултат шпекулативних акција банака, који на тај начин „поправљају“ своје билансе да би смањиле износ пореза који треба да плате. Међутим, уколико погледамо колико је износила отворена девизна позиција банака на крају 2009. године, јасно је да та хипотеза није тачна. Наиме, отворена девизна позиција банака је износила 5%, а прописима је дозвољено максимално 20%. То значи да не постоји значајан простор да се на овај начин остваре већи износи зарада. Ипак, то не искључује могућност постојања других шпекуланата, који су у претходном периоду купили евро по нижем курсу, а сада настоје да га продају по значајно вишем курсу.

Кретање нивоа девизног курса у великој мери утиче на макроекономску стабилност. Земље са превеликим и непредвидивим флукуацијама националне валуте се обично сматрају нестабилним и такве земље страни инвеститори по правилу заобилазе. Наиме, пословање страних компанија је најчешће изражено у домаћој валути, а профит се конвертује и трансферише у страном валути. Уколико фирма успешно послује и оствари значајан профит, њега „преко ноћи може појести“ девалвација или депресијација националне валуте. Присуство стране валуте, односно одсуство девизног ризика, је и један од разлога што Црна Гора већ годинама има прилив страних директних инвестиција од преко 20% БДП-а и што се налази у врху европских привреда у транзицији по овом индикатору.⁸

На крају не треба изгубити из вида да и на најмање промене нивоа девизног курса долази до паничних реакција. То је последица монетарних удара из деведесетих, када је девизни курс преко ноћи драстично скакао. С обзиром на још увек присутна сећања на овај период економски субјекти

7 Ниво девизног курса у Србији се утврђује на међубанкарском тржишту.

8 За више детаља погледати „Годишњи извјештај Главног економисте Централне банке Црне Горе“.

често реагују панично настојећи да се што пре „ослободе“ домаће валуте да њихова имовина не би била обезвређена.

Политика девизног курса у Србији

Питање које се често поставља је да ли би Србији највише одговарао режим фиксног девизног курса, имајући у виду честе и превелике флукуације девизног курса. У условима када имамо инфлацију вишу од стопе инфлације у Европској монетарној унији, када постоји висок дефицит текућег рачуна платног биланса и висок буџетски дефицит јасно је да је фиксни курс динара тржишно неодржив, односно да је нужно постепено губљење вредности динара. Он би се могао одржавати фиксним, преко континуираних интервенција из девизних резерви, што би дугорочно посматрано водило исцрпљивању нивоа девизних резерви.

У постојећим условима када је наша инфлација виша од инфлације која постоји у Европској монетарној унији, политика фиксног девизног курса, би врло брзо довела до прецењености нивоа девизног курса и погоршања платно-билансне неравнотеже. Такође, у условима раста номиналних зарада куповна моћ становништва би континуирано расла, јер би плате изражене у еврима континуирано расле. То би имало две негативне последице. Прва би била да би због раста плата израженим у еврима расла куповина увозних производа што би додатно погоршало платно-билансну неравнотежу. Друга последица би била та што би на тај начин остварен раст нивоа животног стандарда не би био резултат раста продуктивности и бољег пословања привреде, већ резултат трошења девизних резерви које би биле неопходне за одбрану девизног курса. Самим тиме он би био дугорочно неодржив и врло брзо би довео до исцрпљивања девизних резерви и у будућности би нас довео у још тежу ситуацију, јер би нужна структурна прилагођавања било неопходно спровести по цену великог пада нивоа животног стандарда и без девизних резерви. У прилог дугорочне неодрживости фиксног девизног курса сведочи и чињеница да ниједан од бројних покушаја из прошлости са фиксирањем девизног курса није био дугорочно одржив.

Исто тако ни политика флексибилног девизног курса није у овом тренутку добра опција за Србију. Прво, српско

девизно тржиште је врло плитко и појава веће тражње за девизним курсом може довести до великих скокова девизног курса. Такође, због бројних хиперинфлаторних епизода и монетарних удара из прошлости свака нестабилност на девизном тржишту доводи до креирања ефекта панике. У таквим условима појединци настоје да се убрзано ослобађају домаће валуте и врше додатни притисак на слабљење вредности динара. Такође, флексибилни девизни курс би утицао да би Србија била подложнија на преношење негативних екстерних шокова, што малој и недовољно конкурентној привреди као што је српска не одговара.

Свесна ових чињеница и Народна банка Србије је водила једну врсту прелазног режима девизног курса, који се у теорији обично назива „прљавим флукутирањем“ (енг. *dirty floating*).⁹ То подразумева да се води политика флукутирајућег девизног курса, а да у случају прекомерних дневних флукутација интервенише НБС.¹⁰ На овај начин се дозвољава постепено слабљење вредности курса динара и ограничено флукутирање, али се спречава да оно буде прекомерно због страха од свих негативних последица које може носити потпуно слободно флукутирање девизног курса.

Сматрам да би ипак у постојећем режиму девизног курса требало унети извесне промене. По мом мишљењу најпогоднији режим девизног курса би у овом тренутку био систем покретних зона. Овај режим би подразумевао да би НБС на почетку године одредила зону флукутације у којој би било дозвољено слободно флукутирање нивоа девизног курса. Пример једне такве зоне би био да се у 2010 години курс динара може кретати у распону од 95 до 110 динара. За следећу годину би се ова зона померила на нпр. од 100 до 115 динара.¹¹

9 Јасно је да у овом тренутку не може бити говора о томе да Србија води политику флексибилног девизног курса, јер када се у периоду нешто дужем од годину дана потроши око 900 милиона еура на девизне интервенције јасно је да то више није флексибилни режим девизног курса.

10 НБС није јавно објавила шта је праг за прекомерне дневне флукутације, што се може оправдати тиме да би се спречила спекулативна кретања. Ипак, из досадашње праксе може се констатовати да је то био ниво када је динар губио више од 1% своје вредности.

11 Сугерисане номиналне вредности флукутације курса динара у овом примеру треба сматрати само као илустративне, а не као апсолутне вредности које

Овај режим има доста сличности са постојећим режимом, али и крупних разлика. Основна сличност се огледа у томе што постоји слобода флукутирања, али се спречавају прекомерне флукуације преко интервенција НБС. Основна разлика се огледа у томе што постоји јавно објављена зона до које је максимално дозвољена флукуација.

Предности овог режима би се огледале у томе што би он дозвољавао постепено губљење вредности динара, које је апсолутно нужно. Такође, дозвољавао би да се девизни курс формира у великој мери под утицајем односа понуде и тражње, али само до оне мере до које тржишно формирање не би прешло у деструктивно. Такође, формирање девизног курса на овај начин би спречило ефекат панике, јер би била јавно објављена граница преко које курс динара не би могао да „слаби“. На тај начин би се и избегле дилеме да ли је у постојећем режиму потребно интервенисати са већим износом девизних резерви и да ли су девизне резерве постале саме по себи циљ. Овај режим би био и у складу са препорукама ЕУ која тражи од земаља кандидата за Европску монетарну унију да фиксирају девизни курс националне валуте према еврју уз дозвољену зону флукуације.¹² Треба имати у виду и да су девизне резерве значајно веће од новчане масе, што значи да НБС теоретски може бранити ниво курса динара на било ком нивоу за који процени да је пожељан. Негативна последица овакве политике би могла бити губљење дела девизних резерви, али њихова функција и јесте управо то - да се троше у ванредним ситуацијама.

То би значило да би у постојећем монетарном режиму – циљања инфлације – имали два номинална сидра: инфлацију и девизни курс. Тиме би се по мом мишљењу додатно ојачао кредибилитет монетарне политике. Иако се у теоријским радовима о циљану инфлације истиче да је претпоставка овог режима флексибилан девизни курс, постоје земље које су имале фиксан девизни курс у овом режиму, попут Мађарске, Чилеа, Израела и др.¹³ Наравно значајно је

треба прихватити.

12 За више детаља о политици девизног курса у процесу приступања Европској унији погледати рад „Избор режима девизног курса у процесу приступања Европској Унији“.

13 За више детаља видети књигу *Централно банкарство у теорији и пракси*.

да инфлациони таргет и таргет девизног курса буду одређени на компатибилном нивоу. То значи да пракса иде испред теорије, што не би било први пут када је у питању монетарна политика.

Закључна разматрања

Кретање нивоа девизног курса представља фактор који утиче на велики број других варијабли. Ниво девизног курса утиче на инфлацију, макроекономску стабилност, социјални положај грађана, пословне резултате привреде, токове капитала, политичку стабилност и др.

Србију је у претходном периоду карактерисао висок ниво флукуација девизног курса. У периоду високог прилива капитала динар је „јачао“, а са појавом Глобалне финансијске кризе и смањеним приливом капитала курс динара је „слабио“. Имајући у виду да иза јачања курса динара није стајала јака привреда, као и имајући у виду инфлацију вишу од инфлације у еуро-зони, висок спољнотрговински и буџетски дефицит, слабљење курса динара је било неизбежно. До њега би дошло и да није било Глобалне финансијске кризе, али би прилагођавање наступило нешто касније и трајало би вероватно дужи временски период. Постојећи ниво флукуација није добар ни за грађане ни за привреду.

Стога се у раду предлаже промена режима девизног курса. Уместо интервенција да би се спречиле прекомерне дневне флукуације девизног курса, предлаже се увођење система покретних зона. Овај режим би по мишљењу аутора ојачао кредибилитет монетарне политике, ограничио простор за шпекуланте, елиминисао ефекат панике, унео ефекат предвидљивости у пословну политику предузећа, допринео макроекономској стабилности, као и уважио чињеницу да је постепено слабљење националне валуте у постојећим условима неизбежно, али само до одређене границе.

Литература

1. Bubula, A. и Otter-Robe, I. (2002), «The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from de Facto Policies», *IMF*, WP/02/155.
2. Bubula, A. и Otter-Robe, I. (2003), «Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone», *IMF*, WP/03/23.
3. Duttagupta, R., и Otter-Robe, I. (2003), «Exits from Pegged Regimes: An Empirical Analysis», *IMF*, WP/03/147.
4. ECB, (2006), «Issues Note», *Economic Conference Monetary Policy and Financial Stability in South-Eastern Europe*, Frankfurt.
5. Eichengreen, B., Rose, A. и Wyplosz, C. (1995), «Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attack», *Economic Policy*, vol. 21, октобар
6. Ghosh, A., Gulde, A. и Wolf H., (2003), «Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences», MIT Press.
7. Kutner, K., (2004), „Monetary Policy – Frameworks and Rules“, презентација на „Central Banking Seminar“, FRB of New York
8. Завод за статистику Републике Србије, *Саопштења о зарадама по запосленом у Републици Србији*, различити бројеви.
9. Народна банка Србије, *Статистички билтен НБС*, различити бројеви, Београд.
10. Стаменковић, С., и др. (2009), *Модел равнотеже мора да се мења*, Економски институт, Београд.
11. Фабрис, Н., (2006), „Избор режима девизног курса у процесу приступања Европској унији“, *Саветовање економиста Србије и Црне Горе*, Будва.
12. Фабрис, Н., (2006), *Централно банкарство у теорији и пракси*, Централна банка Црне Горе, Подгорица.
13. Фабрис, Н., (2008), „Глобална финансијска криза и њен утицај на монетарну политику Србије“, *Саветовање научног друштва економиста*, Београд.
14. ЦБЦГ, (2009), *Годишњи извјештај Централне банке Црне Горе*, Централна банка Црне Горе, Подгорица.

Nikola Fabris

*EXCHANGE RATE MOVEMENT IN SERBIA:
adoption to the crisis or a consequence of deep
structural imbalances?*

Summary

An exchange rate level is important determinant of economic politics of each and every state in the world. It influences movement of inflation, balance of payments, social status of the people, level of indebtedness, profitability of economy and many other variables. Through the exchange rate movement there are reflected various socio-economic, political and social relationships in Serbia. Sudden falls of the value of the dinar exchange rate at the end of 2008 and 2009 have made a ground for rising numerous questions, starting with the ones like “what are the factors influencing the dinar exchange rate?” or “Can economic situation influence the exchange rate movement?” These questions have influenced numerous debates and very different standpoints of some respected economists. Taking into consideration all of these points, this text’s objective is to underline some factors that have influenced the exchange rate movement in Serbia. The text consists of four parts. In its first part there is presented theoretical elaboration of the exchange rate politics. In its second part there is analyzed the movement of the level of the exchange rate and its repercussions on different economic variables. In its third part there are analyzed some factors influencing the exchange rate movement in Serbia. In its fourth part there is presented an analysis on the kind of the exchange rate politics that should be implemented in upcoming period.

Key Words: Serbia, exchange rate, foreign exchange reserve, monetary politics