



UNIVERZITET U NIŠU
EKONOMSKI FAKULTET

Časopis „EKONOMSKE TEME”

Godina izlaženja 50, br. 3, 2012, str. 391-414

Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš

Tel: +381 18 528 624 Fax: +381 18 4523 268

PROBLEM IZBORA ADEKVATNOG REŽIMA DEVIZNOG KURSA U SRBIJI

Nenad Janković*

Nenad Stanišić*

Rezime: Izbor režima deviznog kursa predstavlja značajno pitanje ekonomske politike zemalja u tranziciji, imajući u vidu početnu makroekonomsku situaciju, brzinu i obim promena u unutrašnjem ekonomskom uređenju, značajno otvaranje ka regionalnoj i svetskoj ekonomiji, kao i turbulentno spoljnoekonomsko okruženje. U takvim okolnostima, od politike deviznog kursa se očekuje da doprinese rešavanju često konfliktnih ciljeva koji se ne mogu istovremeno ostvariti. Takav je slučaj i sa kursom dinara u periodu tranzicije srpske privrede nakon 2000. godine, kada se od deviznog kursa očekivalo da istovremeno doprinese uspostavljanju i održavanju makroekonomske stabilnosti i smanjenju spoljnotrgovinske neravnoteže. Primenjivani režim deviznog kursa se u Srbiji u tom periodu više puta menjao, pri čemu zacrtani ciljevi nikad nisu bili u potpunosti ostvareni. Efikasnost aktuelne politike inflacionog targetiranja, uz rukovođeno fluktuirajući devizni kurs, je u velikoj meri smanjena visokom nezvaničnom evroizacijom srpske ekonomije i značajnim uticajem promene deviznog kursa na cene. Na osnovu analize sprovedene u radu, dolazimo do zaključka da ključno pitanje ekonomske politike u Srbiji nije promena režima deviznog kursa, već povećanje efikasnosti monetarne politike, kao i njena usaglašenost sa fiskalnom politikom.

Ključne reči: devizni kurs, dinarizacija, kanal deviznog kursa, inflaciono targetiranje, Srbija

1. Uvod

Devizni kurs predstavlja jednu od najvažnijih cena u ekonomiji, pa se i izbor režima deviznog kursa smatra izborom od izuzetne važnosti za ekonomski razvoj zemlje. Za zemlje u tranziciji, a imajući u vidu ekonomske probleme s kojima su se susretale, s jedne strane, i potrebu za bržim ekonomskim razvojem i

* Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, njankovic@kg.ac.rs, nstanisic@kg.ac.rs

UDK 339.743, pregledni rad

Primljeno: 28.06.2012. Prihvaćeno: 20.09.2012.

Rad je rezultat istraživanja u okviru projekta br. 47005, koji finansira Ministarstvo prosvete i nauke Republike Srbije.

rastuću integraciju u regionalne i globalne ekonomske tokove, s druge strane, izbor optimalnog režima deviznog kursa nije bio lak zadatak. Brze promene ekonomskih okolnosti i različiti makroekonomski ciljevi u različitim fazama tranzicije, zahtevale su i adekvatno reagovanje u promeni režima deviznog kursa. Zato i ne čudi što su u zemljama u tranziciji na snazi bili različiti režimi deviznih kurseva u različitim zemljama, ali i u različitim periodima.

U Srbiji, kao zemlji koja se još uvek nalazi u procesu tranzicije, s obzirom na sva dešavanja u prethodnih dvadesetak godina, može se sa velikom dozom sigurnosti zaključiti da kretanje deviznog kursa dinara, odnosno njegova vrednost, ima veliki uticaj na ekonomsku situaciju. Posle višegodišnjih problema sa inflacijom, Srbija je na početku tranzicionog procesa uvela politiku fiksiranja deviznog kursa. Imajući u vidu tadašnju nestabilnu makroekonomsku situaciju i nepoverenje u sopstvenu monetarnu vlast, u pitanju je bio logičan potez, primenjivan u većini tranzicionih zemalja u početnim fazama tranzicije. U okviru ovakvog stabilizacionog programa, devizni kurs se koristio kao nominalno sidro, s ciljem postizanja makroekonomske stabilnosti i smanjenja stope inflacije. Ovakva politika je dala željene rezultate, pa se postavilo pitanje pravca daljeg vođenja monetarne politike. Ostale tranzicione zemlje su se nalazile u sličnoj situaciji i u tom trenutku birale između dva rešenja: da monetarna politika i dalje ostane fokusirana na targetiranje deviznog kursa (pri čemu će režim deviznog kursa biti neka forma fiksnog deviznog kursa, ili valutni odbor, kao u Estoniji, Letoniji, Litvaniji), ili da se monetarna politika okrene inflacionom targetiranju uz režim upravljano fluktuirajućeg deviznog kursa (Poljska, Češka, Mađarska, Slovačka, Rumunija). Srbija je izabrala ovaj drugi put.

Cilj ovog rada je da se sagleda dinamika i oceni adekvatnost i pravovremenost promene režima deviznog kursa u Srbiji nakon 2000. godine, kao i da se ukaže na dva bitna ograničavajuća faktora za optimalno funkcionisanje izabranog monetarnog režima: visok uticaj promene deviznog kursa na cene (exchange rate pass-through) i visok stepen nezvanične evroizacije u Srbiji. Ostatak rada je organizovan na sledeći način: drugi deo rada ukratko objašnjava postojeće režime deviznih kurseva u svetu; treći deo analizira režim deviznog kursa i monetarnu politiku u Srbiji nakon 2000. godine; četvrti i peti deo se bave uticajem promene deviznog kursa na cene i strategijom dinarizacije; u šestom delu se izvode određeni zaključci.

2. Režimi deviznih kurseva u svetu

Prema važećoj klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda, postoji devet različitih režima deviznih kurseva:

- devizni aranžman povezan sa isključenjem nacionalnog monetarnog suvereniteta (exchange arrangements with no separate legal tender) u koji spadaju *monetarna unija* (monetary union) i *dolarizacija* (dollarization);
- *valutni odbor* (currency board arrangements-CBA);

Problem izbora adekvatnog režima deviznog kursa u Srbiji

- *ostali konvencionalni aranžmani fiksnih pariteta* (other conventional fixed peg arrangements);
- *sistem prilagodljivih pariteta* (pegged exchange rate within horizontal bands);
- *puzeći devizni kurs* (crawling peg);
- *pokretni koridor* (crawling band);
- *rukovođeno (kontrolisano) fluktuirajući devizni kurs* (managed float) i
- *promenljivi (fluktuirajući) devizni kurs* (flexible (floating) exchange rate).

Prema zajedničkim karakteristikama ovih režima, odnosno prema stepenu njihove fleksibilnosti, oni se mogu podeliti na: rigidne režime (monetarna unija, dolarizacija (evroizacija), valutni odbor), središnje (umerene, kontrolisane) režime (fiksni devizni kurs, sistem prilagodljivih pariteta, puzeći devizni kurs, pokretni koridor) i fleksibilne režime (rukovođeno fluktuirajući devizni kurs (upravljano fluktuiranje) i slobodno fluktuirajući devizni kurs). Dok liniju razdvajanja između rigidnih i središnjih režima predstavlja institucionalna obaveza monetarnih vlasti, (ne)postojanje eksplicitne ciljne zone (pariteta) razdvaja središnje i fleksibilne režime. Prilikom izbora nekog od fleksibilnih režima vlasti interveniše prema svojoj proceni, u skladu sa promenjenim okolnostima i postavljenim ciljevima ekonomske politike (Beker 2006, 32).

Primena fiksnog ili fleksibilnog deviznog kursa zavisi od okolnosti u svakoj zemlji ponaosob, tj. ne postoji jedinstveno pravilo primenljivo za sve zemlje i u svakom trenutku. Pionirska literatura u oblasti izbora režima deviznog kursa ističe da je za male i otvorene privrede pogodniji fiksni kurs. Međutim, savremena literatura prednost daje prirodi ekonomskih šokova kao faktoru izbora. U globalu, fiksni devizni kurs je pogodan za zemlje u kojima su ekonomski poremećaji uglavnom monetarne prirode (kao na primer, promena u tražnji novca koja utiče na nivo cena). Rastuća inflacija, kao posledica viška ponude novca i visoke agregatne tražnje, dovodi do depresijacije, koja dalje povećava tražnju i indukuje novi rast inflacije. U tom slučaju se inflaciona spirala može prekinuti izborom fiksnog deviznog kursa. Ukoliko su, međutim, ekonomski poremećaji uglavnom u realnom sektoru, ili se prenose iz inostranstva, fleksibilni devizni kurs se nameće kao bolje rešenje.

Još na osnovu Mandal-Flemingovog modela došlo se do zaključka da se prilikom izbora režima deviznog kursa javlja princip „nemogućeg trojstva“ („impossible trinity“), koji podrazumeva da je nemoguće istovremeno ostvariti sledeća tri cilja: slobodu kretanja kapitala (potpunu finansijsku integraciju), monetarnu nezavisnost i stabilnost deviznog kursa. Nosioci ekonomske politike moraju biti svesni da će prilikom izbora određenog režima deviznog kursa, ili potpunom kontrolom kapitala, biti u stanju da ostvare dva od tri prethodno pomenuta cilja. Režim fiksnog deviznog kursa koji podrazumeva ostvarivanje stabilnosti deviznog kursa i omogućava slobodno kretanje kapitala znači spremnost zemlje da se odrekne autonomije domaće monetarne politike. Upravo se stabilnost deviznog kursa ističe kao cilj koji je bitniji za zemlje u razvoju (tranzicione zemlje)

nego za razvijene zemlje. Stabilnost deviznog kursa je moguće ostvariti i uz pomoć autonomije domaće monetarne politike, ali u tom slučaju je neophodno da zemlja sprovodi kontrolu kretanja kapitala. Ukoliko se zemlja odluči da želi imati autonomiju u vođenju monetarne politike i slobodno kretanje kapitala to će dovesti do nemogućnosti održavanja stabilnosti deviznog kursa i prepuštanja nacionalne valute fluktuiranju (Kovačević 2010, 160-161).

Tabela 1: Zastupljenost vrsta režima deviznih kurseva u svetu

| | 1996. | 2003. | 2010. |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Rigidni režimi | 20% | 29% | 21% |
| Središnji režimi | 52% | 39% | 44% |
| Fleksibilni režimi | 28% | 32% | 35% |

Izvor: IMF, Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks

Savremeni uslovi koji podrazumevaju uklanjanje kapitalnih barijera i visok stepen integracije finansijskih tržišta su uticali da zemlja ima manji broj opcija prilikom izbora režima deviznog kursa. Kapitalna liberalizacija je doprinela tome da središnji režimi postanu skloni valutnim krizama, što je i potvrđeno istraživanjem MMF-a. Ustanovljeno je da je učešće ovih režima u valutnim krizama čak 72,96% (Fabris, Aćimović 2007). Iz tog razloga, već pomenuti princip „nemogućeg trojstva“ u poslednje vreme biva modifikovan i trilema otvorene ekonomije se sve češće svodi na izbor između dva cilja: stabilnosti deviznog kursa i monetarne nezavisnosti. Ovo „sužavanje“ izbora režima deviznog kursa usled rastuće globalizacije svetske ekonomije se naziva „bipolarno gledište“ ili „rešenje dva ugla“. Jedan ugao podrazumeva izbor nekog od režima čvrstih pariteta (valutni odbor, dolarizacija ili monetarna unija), dok drugi ugao podrazumeva izbor između režima rukovođenog i slobodnog fluktuiranja. Način da zemlja zadrži na raspolaganju sve režime deviznih kurseva je da ne bude u potpunosti uključena u međunarodno kapitalno tržište, odnosno da delimično zadrži kontrolu kretanja kapitala (Kina se navodi kao uspešan primer zato što je devedesetih godina prošlog veka uspela da putem kontrole kretanja kapitala održi stabilan devizni kurs i očuva nezavisnost monetarne politike) (Beker 2006, 43-44). Takođe, može se reći da je stopa inflacije u većem delu sveta pod kontrolom, tako da je i to jedan od razloga što ima manje potrebe za tzv. umerenim režimima (Grubišić 2005, 57-61). Tendencije zastupljenosti određenih režima deviznih kurseva je predstavljena u tabeli br. 1, na osnovu koje se može zaključiti da je nakon valutnih kriza u drugoj polovini poslednje decenije XX veka došlo do uspona „bipolarnog“ izbora deviznog kursa, da bi se ta tendencija delimično ublažila poslednjih godina.

3. Režim deviznog kursa i monetarna politika u Srbiji nakon 2000. godine

3.1. Devizni kurs kao nominalno sidro

Pitanje deviznog kursa u Srbiji je naročito osetljivo. Iako se ne može osporiti činjenica da devizni kurs u otvorenoj tržišnoj ekonomiji igra veoma značajnu ulogu (i na mikro i na makro nivou), ipak postoje razlike u stepenu poverenja, stabilnosti i promenljivosti vrednosti nacionalnih valuta među različitim zemljama. Što se Srbije tiče, ekonomska dešavanja u proteklom periodu, pre svega period hiperinflacije, su u velikoj meri uticala da se izgubi poverenje u sopstvenu monetarnu vlast. Iz tog razloga ne treba da čudi da se Srbija u oktobru 2000. godine, što predstavlja suštinski početak tranzicije, odlučila da kao i veći deo zemalja u razvoju i tranzicionih zemalja iskoristi monetarni režim deviznog kursa kao nominalnog sidra i na taj način uspostavi makroekonomsku stabilnost. Poslednju dekadu dvadesetog veka obeležio je režim fiksnog deviznog kursa, ali bez pune konvertibilnosti što je dovelo do pojave tzv. „crnog“ deviznog tržišta. U tom trenutku, Srbija je imala dva devizna tržišta – zvanično, na kom je fiksna vrednost deviznog kursa bila kontrolisana od strane centralne monetarne vlasti, i nezvanično („crno“), na kom se vrednost deviznog kursa određivala na tržišni način. Monetarna vlast je svojom ekspanzivnom fiskalnom i monetarnom politikom konstantno uvećavala ponudu dinara čime je uticala na obezvređivanje nacionalne valute na „crnom“ tržištu (vršena je depresijacija dinara). Različita vrednost deviznog kursa na zvaničnom i „crnom“ tržištu je dovela do sve većeg izbegavanja zvaničnog deviznog tržišta. Kako bi sprečila dalje negativne posledice korišćenja „crnog“ tržišta, monetarna vlast je krajem 2000. godine pokušala da izjednači devizni kurs na dva devizna tržišta time što je izvršila devalvaciju dinara sa 6 na 30 dinara za jednu nemačku marku. Međutim, inicijalna devalvacija je morala biti još veća zato što je u tom trenutku na „crnom“ deviznom tržištu devizni kurs već bio iznad tog nivoa. Značajnija devalvacija je mogla podsticajno da deluje na izvoz Srbije i da obezbedi malo veći period prilagođavanja izvoznom sektoru (Miljković, Vučković 2006, 249-250). Režim je „*de jure*“ bio upravljano fluktuirajući, ali „*de facto*“ devizni kurs je služio kao nominalno sidro i praktično bio fiksni. S obzirom na slab finansijski sistem, visoku stopu inflacije, visoka inflaciona očekivanja i mali stepen poverenja u nacionalnu valutu, drugačije se nije ni moglo očekivati. Jednostavno, cilj korišćenja deviznog kursa kao nominalnog sidra je da loš kredibilitet domaće monetarne politike zameni „uvezenim“ kredibilitetom centralne banke za koju se domaća valuta vezuje. Fiksni devizni kurs služi kao nominalno „sidro“ za domaći nivo cena, te doprinosi okončanju perioda visokih inflacija.

Devizni kurs kao nominalno sidro se može koristiti u dva slučaja: zbog adekvatnih makroekonomskih indikatora (eksternih i strukturnih) i kao tranzitorni monetarni režim u cilju postizanja makroekonomske stabilnosti. U prvom slučaju, poželjno je targetirati devizni kurs ukoliko je: zemlja mala i otvorena, prisutna snažna transmisija kursa na cene, postoji velika neformalna finansijska dolarizacija

(evroizacija), ekonomija podložna monetarnim šokovima, izražena trgovinska koncentracija i sinhronizovan poslovni ciklus (simetrična podložnost šokovima) sa zemljom (zemljama) sidra kao trgovinskim partnerom (partnerima). U drugom slučaju se postizanje makroekonomske stabilnosti nameće kao osnovni cilj, koji zahteva primenu fiksnog kursa bez obzira na ispunjenost navedenih parametara. Problem nastaje kada troškovi primenjene politike postanu dugoročno neodrživi, te postaje neophodno u pravom trenutku primeniti adekvatnu izlaznu strategiju ka fleksibilnijim režimima (naravno, uz usvajanje novih prioriteta u vođenju monetarne politike) (Beker Pucar 2010, 70-71). U sledećoj tabeli su sistematizovani faktori koji čine devizni kurs kao nominalno sidro prihvatljivim režimom na duži rok.

Tabela 2: Faktori “za” i “protiv” režima deviznog kursa kao nominalnog sidra

| ZA | PROTIV |
|---|--|
| Relativno male i otvorene ekonomije | Relativno velike i zatvorene ekonomije |
| Snažna transmisija deviznog kursa na cene | Relativno slaba transmisija deviznog kursa na cene |
| Izražena neformalna finansijska dolarizacija/evroizacija | Ne postoji neformalna finansijska dolarizacija/evroizacija |
| Geografska koncentracija spoljnotrgovinskih aktivnosti sa zemljom (zemljama) sidra | Geografska disperzija spoljnotrgovinskih aktivnosti |
| Diversifikacija izvozne ponude | Koncentracija izvozne ponude |
| Sinhronizovanost poslovnog ciklusa sa zemljom (zemljama) sidra, tj. podložnost simetričnim šokovima | Nesinhronizovanost poslovnog ciklusa sa eventualnom(im) zemljom (zemljama) sidra, tj. podložnost asimetričnim šokovima |
| Relativno visok nivo deviznih rezervi za odbranu pariteta | Nije neophodan visok nivo deviznih rezervi |
| Izrazita podložnost monetarnim (nominalnim) šokovima, (hiper)inflatorna prošlost i snažna inflatorna očekivanja | Podložnost eksternim šokovima (monetarnim i realnim), kao i domaćim realnim šokovima |

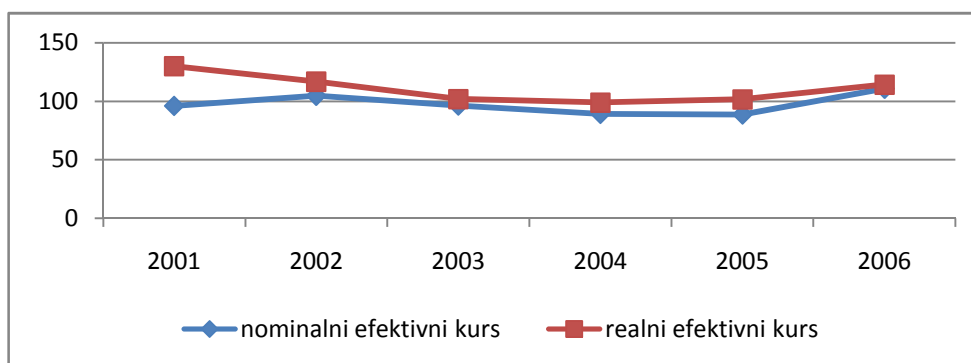
Izvor: Beker Pucar, E., (2010) Upravljanje fluktuiranjem deviznog kursa u režimu inflacionog targetiranja u tranzicionim ekonomijama sa osvrtom na Srbiju, Doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Subotici, Subotica, str. 72

Na osnovu navedenih faktora koji idu u prilog korišćenju deviznog kursa kao nominalnog sidra stiče se zaključak da je ekonomska vlast u Srbiji u tom trenutku načinila pravi izbor. Praktično, svi navedeni faktori su bili karakteristični i za našu zemlju. Dakle, režim konvencionalno fiksnog pariteta koji je *de facto* primenjivan od oktobra 2000. godine do januara 2003. godine je dao dobre rezultate. Devizni kurs je u velikoj meri stabilizovan (kretao se u intervalu od 59,14 dinara za evro do 61,56 dinara za evro), u određenoj meri je popravljeno poverenje u domaću valutu, došlo je do smanjenja stope inflacije (sa 115,6% u avgustu 2001. godine na 14,8% u decembru 2002. godine) i devizne rezerve centralne banke su značajno povećane (sa 914,8 miliona evra u januaru 2001. godine na 4435,6 miliona evra u decembru 2002. godine) (Beker Pucar 2010, 170-171).

Problem izbora adekvatnog režima deviznog kursa u Srbiji

Međutim, fiksiranje nominalnog deviznog kursa je imalo i određene negativne posledice. Uprkos fiksnom deviznom kursu, zahvaljujući inflacionoj inerciji i propustima u domenu ekonomske politike, cene i nadnice su nastavile da rastu što je vremenom dovelo do apresijacije realnog deviznog kursa. Rast nominalnih nadnica u dinarima je pratio stopu inflacije čime je došlo do snažnog rasta nadnica izraženog u inostranoj valuti (u evrima). Rast cena u zemlji s jedne, i rast nadnica u evrima, s druge strane, doprineli su tome da je stanovništvu postalo isplativije da uvozi proizvode iz inostranstva. U nedostatku sredstava došlo je do kreditne ekspanzije. Problem je predstavljalo to što su ti krediti bili sa deviznom klauzulom, što je dovelo do pojave tzv. finansijske evrozicije i valutnog neslaganja, tj. napravljena je razlika između valutne strukture potražnih i dugovnih pozicija (Miljković, Vučković 2006, 253-254). Značajna finansijska evrozicija je otvorila problem depresijacije deviznog kursa, jer bi veliki pad vrednosti domaće valute mogao da izazove probleme u otplati kredita stanovništva, privrede i države, sa rizikom nastanka finansijske krize). S druge strane, rastući deficit tekućeg računa i pad cenovne konkurentnosti domaće privrede su postali ozbiljna pretnja održivosti ovakvog monetarnog režima u dugom roku. Imajući u vidu da je politika korišćenja deviznog kursa kao nominalnog sidra u uslovima konstantno veće inflacije u zemlji nego u Evrozoni dovela do brzog rasta i visokog stepena nezvanične evrozicije, postalo je jasno da je u Srbiji propušten pravi trenutak za nastavak vođenja uspešne politike deviznog kursa (Miljković, Vučković 2006, 253-254).

Grafik 1: Indeks nominalnog i realnog efektivnog kursa dinara u periodu od 2001. do 2006. godine, kraj prethodnog perioda je 100



*indeks iznad 100 ukazuje na apresijaciju dinara, indeks ispod 100 ukazuje na depresijaciju dinara

Izvor: Narodna banka Srbije, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html>

Prethodno navedeni problemi su uticali da početkom 2003. godine Srbija promeni režim deviznog kursa i donekle monetarnu strategiju. U tom trenutku, monetarna vlast u Srbiji je izabrala veću fleksibilnost deviznog kursa (kao i Poljska, Češka, Slovačka i Mađarska) nego u prethodnom periodu (za razliku od zemalja koje su se okrenule rigidnijim režimima deviznog kursa: Crna Gora je

prihvatila evro, a Estonija, Litvanija, Bugarska, BIH su prihvatile valutni odbor). To je podrazumevalo jedan od središnjih režima deviznog kursa - tzv. pokretni paritet. Cilj je bio da se većom fleksibilnošću dinara omogući rešavanje sve većeg problema rastuće eksterne neravnoteže (u 2000. godini deficit tekućeg računa je iznosio 158 miliona evra, dok je u 2003. godini iznosio 1,347 miliona evra).

Veća fleksibilnost dinara je postignuta, tako da je u periodu primene ove strategije (od januara 2003. godine do kraja avgusta 2006. godine) dinar ukupno nominalno depresirao za 27,12% (1. januara 2003. godine zvanični srednji kurs je iznosio 61, 5845 dinara za jedan evro, dok je 30. avgusta 2006. godine bio 84, 5000 dinara za jedan evro), za razliku od prethodnog perioda (2000-2003) kada je dinar ukupno depresirao za svega 2,57%.

Ipak, promenom u politici deviznog kursa nije se mnogo postiglo po pitanju eksterne neravnoteže (deficit tekućeg računa je nastavio da raste tako da je u 2006. godini iznosio 2356 miliona evra). Razlog je dvostruki. Prvo, nominalna depresijacija nije bila praćena i realnom depresijacijom dinara (realni devizni kurs je od 2003. do 2006. godine ostao skoro nepromenjen – grafik br. 1). Drugo, snažna i brza transmisija promene deviznog kursa (u ovom slučaju depresijacije) na cene uticala je i na porast stope inflacije u posmatranom periodu (jednociфrena stopa inflacije koja je dostignuta 2003. godine – 7,8%, vrlo brzo je ponovo počela da raste – u 2004. godini 13,7%, u 2005. godini 17,7% i). Visok „prenos“ (pass-through) deviznog kursa na cene, kao posledica psiholoških faktora, ali i visoke uvozne zavisnosti domaće privrede i visokog stepena nezvanične evroizacije, uslovio je nemogućim značajnije promene deviznog kursa u cilju uravnoteženja tekućeg bilansa, bez ugrožavanja makroekonomske stabilnosti, stvarajući tako konflikt između ostvarenja ova dva cilja. Želja kreatora monetarne politike da pored obaranja inflacije, deviznom kursu dodele još jednu ulogu – uravnoteženje platnog bilansa, se tako pokazala neodrživom. Balansiranje između ova dva cilja u tom periodu je dovelo do toga da kurs dinara niti je doprinio makroekonomskoj stabilnosti, niti platnobilansnom uravnoteženju. Na taj način je ponovo dokazana hipoteza da je nemoguće ostvariti dva (konfliktna) cilja uz pomoć jednog instrumenta ekonomske politike (Fabris, Aćimović 2007).

3.2. Inflaciono targetiranje i rukovođeno fluktuirajući devizni kurs

Usvajanjem Memoranduma Narodne banke Srbije (NBS) o principima novog okvira monetarne politike, krajem avgusta 2006. godine NBS je najavila promenu monetarne strategije. Napušten je režim monetarne politike gde je devizni kurs korišćen kao nominalno sidro i prešlo se na tzv. inflaciono targetiranje. U početku, od septembra 2006. godine do januara 2009. godine, vršena je priprema za čisto inflaciono targetiranje, tzv. „meko“ inflaciono targetiranje, da bi se od 1. januara 2009. godine usvajanjem Memoranduma NBS o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji zvanično prešlo na čisto inflaciono targetiranje. Novi monetarni okvir je imao za cilj: da stvori okruženje koje karakteriše niska i

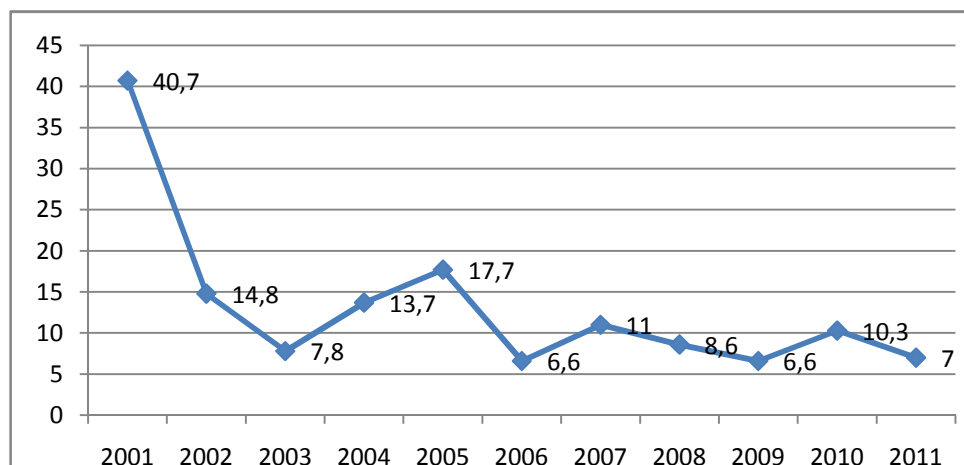
Problem izbora adekvatnog režima deviznog kursa u Srbiji

stabilna stopa inflacije, usklađena sa kriterijumima predviđenim za proces pristupanja EU; da podstakne upotrebu domaće valute i poverenje u domaću valutu i da poveća fleksibilnost i prilagodljivost na privremene domaće i spoljne šokove, kao i promene ambijenta koje se očekuju u toku procesa pristupanja Srbije EU (NBS 2006, 4). Stabilna makroekonomska situacija, odnosno, pre svega, niska stopa inflacije bi trebalo da dovede do toga da prestane strah građana i privrednih subjekata za očuvanje realne vrednosti prihoda i novčane imovine. Time bi se povratilo poverenje u domaću valutu što bi moglo da dovede do toga da štednja u dinarima bude isplativija od štednje u devizama čime bi se stvorili uslovi za smanjenje nezvanične finansijske evroizacije koja predstavlja jedan od najvećih problema monetarne vlasti Srbije.

Hiperinflatorna prošlost u velikoj meri opterećuje monetarnu vlast u Srbiji. Pokušaj da se smanji i stabilizuje stopa inflacije je delimično uspeo. Na grafiku br. 2 se vidi kako se kretala stopa inflacije u Srbiji nakon početka tranzicije. Do 2003. godine (dok se *de facto* primenjivao fiksni režim deviznog kursa i devizni kurs koristio kao nominalno sidro) postignut je veliki uspeh u smanjivanju stope inflacije i dostignuta je jednocifrena stopa. Nakon toga, kada je od 2003. do 2006. godine dozvoljeno veće fluktuiranje deviznog kursa (prelazak na pokretni koridor), a monetarna politika postala nedovoljno transparentna, zabeležen je porast inflacije. Inflaciono targetiranje je sa sobom donelo smanjenje stope inflacije i donekle njenu stabilizaciju, ali postavlja se pitanje da li je to učinjeno u dovoljnoj meri.

Što se režima deviznog kursa tiče, on je promenjen u smeru veće fleksibilnosti tako da je od 2006. godine na snazi upravljano (rukovođeno) fluktuiranje deviznog kursa dinara pri čemu NBS ima pravo da interveniše na deviznom tržištu kako bi sprečila prevelike dnevne oscilacije deviznog kursa, očuvala finansijsku i cenovnu stabilnost i zaštitila adekvatan nivo deviznih rezervi.

Grafik 2: Godišnja stopa inflacije u Srbiji od 2001. do 2011. godine



Izvor: Narodna banka Srbije (2012), *Izveštaj o inflaciji*, maj 2012, str. 48

Osnovni cilj NBS je stabilnost cena, odnosno celokupnog finansijskog sistema. Jedina numerička smernica za sprovođenje ovakve monetarne strategije predstavlja ciljane stopa inflacije - inflacioni target (godišnja procentualna promena indeksa potrošačkih cena). Osnovni instrument za postizanje navedenog cilja predstavlja referentna kamatna stopa. Primenjuje se u sprovođenju dvonedeljnih repo operacija i predstavlja operativni cilj za kratkoročne kamatne stope na tržištu novca. Ostali instrumenti monetarne politike (operacije na otvorenom tržištu hartijama od vrednosti duže ročnosti, obavezna rezerva) treba da imaju pomoćnu ulogu u ostvarenju zacrtanih ciljeva u pogledu inflacije. U ovakvom režimu, intervencije na deviznom tržištu treba da predstavljaju instrument koji se koristi tek kada su iscrpljene sve mogućnosti referentne kamatne stope kao najznačajnijeg instrumenta (što se nikako ne može reći za situaciju u Srbiji, a naročito za 2012. godinu gde je NBS za prvih pet meseci intervenisala skoro svakodnevno i prodala preko milijardu evra deviznih rezervi). Pored korišćenih instrumenata, kao izuzetno bitna činjenica za uspešno funkcionisanje ovakve monetarne strategije ističe se koordinacija monetarne i fiskalne politike i transparentan način poslovanja i odgovoran odnos prema javnosti. Putem tromesečnih Izveštaja o inflaciji NBS redovno obaveštava javnost o ostvarenju ciljane inflacije, očekivanoj inflaciji i merama monetarne politike koje je neophodno preduzeti u narednom periodu kako bi se ostvarili zacrtani ciljevi (NBS 2008, 1-4).

Uspeh monetarne politike će u velikoj meri zavistiti od pogađanja inflacionih targeta. Ispunjavanje zacrtanih ciljeva daje kredibilitet korišćenju novog sidra, čime raste poverenje u monetarnu politiku i domaću valutu što za posledicu može imati rast štednje i zaduživanja u domaćoj valuti. Na ovaj način može doći do smanjenja finansijske evroizacije i transmisije deviznog kursa na cene čime bi došlo do jačanja kanala kamatne stope kao transmissionog mehanizma. Istovremeno, ukoliko bi inflaciona očekivanja išla u pravcu inflacionog targeta (smanjen uticaj promene deviznog kursa na cene) zbog smanjene finansijske evroizacije i fluktuacije deviznog kursa bi postale prihvatljivije što znači da stanovništvo i privredni subjekti ne bi panično reagovali na svaku promenu na deviznom tržištu (Beker Pucar 2010, 185).

Na osnovu podataka iz tabele br. 3, vidi se da je monetarna politika inflacionog targetiranja u periodu od 2006. do 2011. godine bila delimično uspešna. U periodu „mekog“ inflacionog targetiranja, bazna inflacija je predstavljala target. Inflacioni target je pogođen u samo dve godine (2007. i 2009. godine) što svakako negativno utiče na kredibilitet sprovedene politike. U poslednjem Izveštaju o inflaciji (iz maja 2012. godine) prikazan je usvojeni Memorandum NBS o ciljanim stopama inflacije do 2014. godine. Izvršni odbor NBS je odredio da ciljane stope ukupne inflacije (s dozvoljenim odstupanjem), merene godišnjom procentualnom promenom indeksa potrošačkih cena, za period od 2012. do 2014. godine, polazeći od njihove vrednosti na kraju prethodne godine za sve tri godine budu iste – 4% +/- 1,5% (NBS 2012a, 49). Pored toga što se ne ispunjavaju zacrtani ciljevi, pozitivno je to što se na osnovu usvojenog

Problem izbora adekvatnog režima deviznog kursa u Srbiji

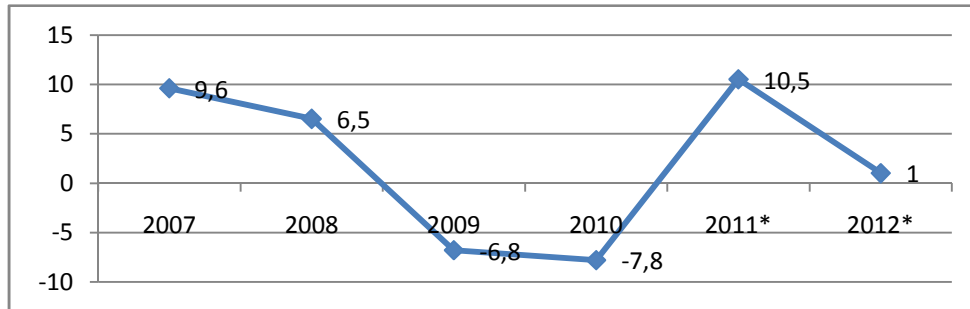
memoranduma vidi da NBS konstanto smanjuje centralne vrednosti (8%, 6%, 4,5%, i u naredne tri godine 4%), čime se očigledno želi postići konvergencija sa, pre svega zemljama evrozone kao najznačajnijim trgovinskim partnerima. Prilikom korišćenja deviznog kursa kao nominalnog sidra, glavna pritužba je bila da dolazi do smanjenja izvozne konkurentnosti zbog konstantne apresijacije realnog (efektivnog) deviznog kursa dinara. Usvajanje inflacionog targetiranja je trebalo da kroz fluktuacije deviznog kursa doprinese rešavanju ovog problema. Međutim, na osnovu grafika br. 3 vidimo da je samo u 2009. i 2010. godini došlo do depresijacije realnog efektivnog deviznog kursa dinara što ukazuje da promena režima i monetarne politike nije bitno promenila situaciju i da glavni problem ostaje viši nivo inflacije u odnosu na glavne trgovinske partnere.

Tabela 3: Uspešnost inflacionog targetiranja od 2006. do 2011. godine

| godine | Inflacioni targeti (%) | | | Ostvarena inflacija | | Uspeh ciljanja inflacije |
|--------|------------------------|----------------|--------------------|---------------------|------------------|--|
| | Donja granica | Gornja granica | Centralna vrednost | Bazna inflacija | Ukupna inflacija | |
| 2006. | 7 | 9 | | 5,9 | 6,6 | Ispod donje granice za 1,1 procentni poen |
| 2007. | 4 | 8 | | 7,9 | 11 | Pogođeno |
| 2008. | 3 | 6 | | 10,8 | 8,6 | Iznad gornje granice za 4,8 procentnih poena |
| 2009. | 6 | 10 | 8 | 3,6 | 6,6 | Pogođeno |
| 2010. | 4 | 8 | 6 | 8,6 | 10,3 | Iznad gornje granice za 2,3 procentna poena |
| 2011. | 3 | 6 | 4,5 | | 7 | Iznad gornje granice za 1 procentni poen |
| 2012. | 2,5 | 5,5 | 4 | | | |
| 2013. | 2,5 | 5,5 | 4 | | | |
| 2014. | 2,5 | 5,5 | 4 | | | |

Izvor: Narodna banka Srbije, Izveštaj o inflaciji 2007-2012.

Grafik 3: Realni efektivni kurs dinara, prosečna godišnja promena u %, (+) ukazuje na apresijaciju, (-) na depresijaciju

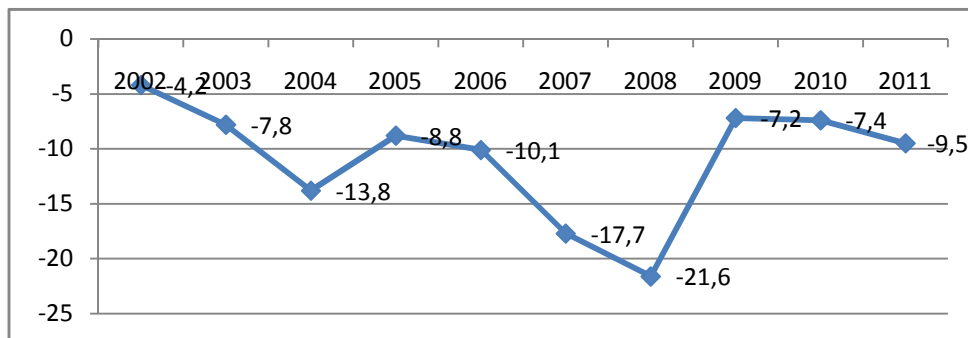


* projekcija Međunarodnog monetarnog fonda

Izvor: Narodna banka Srbije (2011), Izveštaj o inflaciji, novembar 2011, str. 44

Tokom svih ovih godina, smatralo se da je još jedna posledica apresijacije realnog deviznog kursa i eksterna neravnoteža, odnosno deficit tekućeg računa. Grafik br. 4 prikazuje kako se od 2002. do 2011. godine menjalo procentualno učešće salda tekućeg računa u BDP-u Srbije.

Grafik 4: Tekući račun platnog bilansa u % BDP-a, od 2002. do 2011. godine



Izvor: Narodna banka Srbije (2012), Izveštaj o inflaciji, maj 2012, str. 48

Promena režima deviznog kursa i monetarne politike trebalo je da deluje u pravcu smanjivanja ovog deficita. Međutim, očigledno je da i nakon 2006. godine deficit tekućeg računa, ne samo da opstaje, već se i pogoršava. Iako od 2001. godine Srbija beleži konstantni rast izvoza (izuzetak je 2009. godina zbog velike svetske finansijske, a kasnije i ekonomske krize), problem predstavlja to što se istovremeno beleži i konstantni rast na strani uvoza (naravno, osim u 2009. godini) koji je u četiri godine bio i procentualno veći od rasta izvoza. Sve ovo je uticalo da učešće salda tekućeg računa u BDP-u konstantno raste i nakon 2006. godine. Prekid je napravljen 2009. godine (sa -21,6% u 2008. godini na -7,2% u 2009. godini), ali se na osnovu podataka vidi da ponovo počinje da raste. Zaključak je da

Problem izbora adekvatnog režima deviznog kursa u Srbiji

problem eksterne neravnoteže, odnosno izvozne konkurentnosti srpske privrede u ovom trenutku, ne zavisi u velikoj meri od primenjivanog režima deviznog kursa i monetarne politike, već da je to znatno dublji, strukturni problem.

Pojedinim interesnim grupama odgovara da dinar bude „jak“ ili „slab“. Za „slab“ dinar se zalažu neto izvoznici, devizne štediške, pojedinci ili institucije koji imaju prihode koji su vezani za inostranu valutu (evro), banke koje depozite zasnivaju na pozajmnicama iz inostranstva i menjačnice. S druge strane, može se reći da „jak“ dinar odgovara uvoznicima, dinarskim štedišama, bankama sa „domaćom“ štednjom, pojedincima ili institucijama koji imaju prihode koji su u dinarima i dužnicima čiji krediti su indeksirani u stranoj valuti. Upravo ova konstatacija može pomoći da se shvati zašto je dinar jačao u periodima niske izvozne konkurentnosti srpske privrede i nedovoljne aktivnosti u industriji, sa nelikvidnim realnim sektorom i zastarelom privrednom strukturom. Jednostavno, apresijacija dinara je odgovarala prezaduženoj srpskoj privredi i građanima i uvozničkom lobiju, pri čemu je negativno uticala na izvoz i investiranje u proizvodne sektore. U tom kontekstu, NBS je bila zainteresovana da stabilizuje kurs na višem nivou dinara kako bi sprečila njegovo dejstvo na inflaciju (kanal deviznog kursa), pa se dozvoljavalo da dinar bude „jači“ nego što na to ukazuju vrednost izvoza i realno stanje u srpskoj privredi (Jovović 2011, 70-72).

4. Kanal deviznog kursa kao najznačajniji transmisioni mehanizam

Poznavanje mehanizama i intenziteta uticaja mera monetarne politike na opšti nivo cena predstavlja osnovni preduslov vođenja efektivne i efikasne monetarne politike. Kanali transmisije monetarne politike su: kanal kamatne stope, kanal deviznog kursa, kreditni kanal i kanal očekivanja. Jačina delovanja svakog od njih zavisi od mnogo faktora koji karakterišu konkretnu ekonomiju. Empirijska istraživanja (videti Coricelli, Balasz i MacDouglas 2006) pokazuju da se transmisije mera monetarne politike na cene na različit način manifestuje u zemljama različite veličine i različitog stepena razvijenosti, ali i pri različitim izabranim režimima deviznog kursa.

Za male i otvorene privrede, kakva je i srpska, posebno je interesantan kanal deviznog kursa (*exchange rate pass-through - ERPT*). Jačina njegovog dejstva može predstavljati ograničavajući faktor i pri izboru režima deviznog kursa. Pri visokom prenosu promene deviznog kursa na cene (a pre svega depresijacije na porast inflacije), fluktuacije deviznog kursa moraju biti pod kontrolom kako bi se obezbedilo ostvarivanje osnovnog cilja monetarne politike – stabilnost cena. Transmisija promene deviznog kursa na potrošačke cene se na direktan način odvija putem promene uvoznih cena (gde je prenos 100% imajući u vidu da se uvozne cene u malim zemljama skoro u potpunosti fakturišu u stranoj valuti), a zatim promene proizvođačkih cena, u meri u kojoj uvozni inputi učestvuju u domaćoj proizvodnji. Indirektan uticaj promena deviznog kursa ostvaruje se putem promene neto izvoza

(izvoz – uvoz), čime se menja agregatna tražnja. U zemljama sa istorijom monetarne nestabilnosti, kakva je Srbija, psihološki faktori koriguju ERPT na više.

Kanal deviznog kursa je od posebnog značaja u privredama u kojima vlada visok stepen „dolarizacije“ (Leiderman et al 2006), a problem evroizacije srpske privrede će biti predmet razmatranja narednog poglavlja rada.

Empirijska istraživanja ukazuju da je ERPT visok u evropskim tranzicionim ekonomijama i da u proseku u dugom roku iznosi oko 0,45, što znači da pri svakoj depresijaciji nominalnog efektivnog deviznog kursa dolazi do povećanja potrošačkih cena za 0,44% u roku od 48 meseci (Beirne i Bijsterbosch 2009, 20), kao i da je on viši u privredama sa nekom formom fiksnog deviznog kursa (0,509 u poređenju sa 0,392 u zemljama sa fluktuirajućim deviznim kursom). Vrednosti ERPT za devet zemalja Centralne i Istočne Evrope je data u tabeli br. 4.

Tabela 4: Transmisija deviznog kursa na potrošačke cene u evropskim zemljama u tranziciji

| | Promene indeksa potrošačkih cena usled 1% promene nominalnog efektivnog deviznog kursa | | | |
|-----------|--|-----------------|-----------------|-----------------|
| | Nakon 6 meseci | Nakon 12 meseci | Nakon 24 meseca | Nakon 48 meseci |
| Bugarska | 0,203 | 0,213 | 0,320 | 0,360 |
| Češka | 0,246 | 0,384 | 0,414 | 0,434 |
| Estonija | 0,060 | 0,159 | 0,572 | 0,598 |
| Mađarska | 0,089 | 0,239 | 0,367 | 0,396 |
| Letonija | 0,356 | 0,439 | 0,509 | 0,619 |
| Litvanija | 0,147 | 0,211 | 0,335 | 0,460 |
| Poljska | 0,267 | 0,360 | 0,397 | 0,400 |
| Rumunija | 0,135 | 0,177 | 0,230 | 0,340 |
| Slovačka | 0,046 | 0,176 | 0,389 | 0,391 |

Izvor: Beirne i Bijsterbosch 2009

Procene ERPT efekta u Srbiji se kreću u rasponu od 0,4 do 0,52, u zavisnosti od metodologije istraživanja i obuhvaćenog perioda (Dragutinović 2008; Dimitrijević 2010). Poređenjem sa drugim tranzicionim zemljama, dolazi se do zaključka da je značaj kanala deviznog kursa u transmisiji monetarne politike na cene u Srbiji relativno visok i u rangu zemalja koje imaju fiksni devizni kurs ili valutni odbor. Zemlje sa monetarnom politikom ciljanja inflacije imaju u proseku niže vrednosti ERPT, te se može konstatovati da je transmisija monetarne politike specifična za našu zemlju značajan ograničavajući faktor vođenja efikasne politike ciljanja inflacije uz rukovođeno fluktuirajući devizni kurs.

U režimu ciljane inflacije, uz primenu rukovođeno fluktuirajućeg deviznog kursa, kada centralna banka interveniše na deviznom tržištu samo kako bi sprečila preterane oscilacije deviznog kursa, uticaj monetarne politike na devizni kurs je indirektan i odvija se preko promene u ponudi i tražnji deviza nastalih kao

Problem izbora adekvatnog režima deviznog kursa u Srbiji

posledica promene referentne kamatne stope. Ukoliko je kamatna stopa viša od kamatne stope u inostranstvu, priliv inostranog kapitala stvara dodatnu tražnju za domaćom valutom što izaziva u kratkom roku apresijaciju domaće valute. Ova pojava se može uočiti i na srpskom finansijskom tržištu, gde se epizode priliva kapitala iz inostranstva poklapaju sa periodima visoke nominalne repo kamatne stope i apresijacijama nominalnog efektivnog deviznog kursa, koja je uvećavala prinos na plasmane investitorima koji dolaze iz strane valute.

Visok efekat promene deviznog kursa, a pogotovo depresijacije, na opšti nivo cena u Srbiji ograničava vođenje monetarne politike ciljanja inflacije. Spoljnoekonomska neravnoteža i psihološki faktori povezani sa percepcijom rizika ulaganja u Srbiji stvaraju konstantni depresijacijski pritisak, koji zbog izraženo visokog ERPT dovodi do inflatornog pritiska, ugrožavajući ostvarenje postavljenih ciljeva targetiranja inflacije, te dovodi do primene restriktivnih mera monetarne politike, koje se u pojedinim situacijama ne mogu smatrati poželjnim sa aspekta realne ekonomije. Apresijacija deviznog kursa kao rezultat restriktivnije monetarne politike i priliva kratkoročnog kapitala iz inostranstva ugrožava konkurentnost domaće privrede, produbljujući problem eksterne neravnoteže. Rešenje za efikasniju monetarnu politiku, koja bi ujedno više služila interesima realnog sektora, delimično bi se moglo pronaći u smanjenju jačine prenosa deviznog kursa na cene. Iskustvo drugih tranzicionih zemalja pokazuje da se u tim zemljama smanjuje jačina prenosa deviznog kursa na cene, a kao posledica makroekonomske stabilizacije, tj. smanjenja inflacija (Frankel et al 2005), pa se to može očekivati i u Srbiji, ukoliko politika ciljane inflacije da očekivane rezultate.

5. Problem evroizacije u Srbiji

5.1. Uzroci evroizacije u Srbiji

Dolarizacija (ili kod nas prisutna evroizacija) najčešće predstavlja posledicu monetarne i ekonomske nestabilnosti, odnosno slabih ekonomskih institucija. Može se javiti kao zvanična i nezvanična. Zvanična dolarizacija podrazumeva da je neka zemlja zvanično usvojila valutu druge zemlje kao svoju (primer Crne Gore), dok nezvanična podrazumeva istovremenu upotrebu i domaće i inostrane valute. Dakle, domaća valuta je zvanično u upotrebi, ali usled već pomenutih slabosti inostrana valuta se upotrebljava i kao čuvar vrednosti, i kao sredstvo razmene, i kao jedinica mere. Na ovaj način mogu se razgraničiti: finansijska dolarizacija (javlja se kada rezidenti finansijsku aktivu ili obaveze izražavaju u instrumentima koji su izraženi u stranoj valuti), dolarizacija u plaćanju (inostrana valuta se koristi kao sredstvo razmene i za transakcije na malo i na veliko – valutna supstitucija) i realna dolarizacija (podrazumeva domaće cene i plate indeksirane u inostranoj valuti). Ovim putem ekonomski subjekti vrše neku vrstu samoosiguranja u slučaju pogrešno vođene ekonomske i monetarne politike (primer hiperinflacije kod nas). Skorija istraživanja su pokazala da pored visine inflacije u velikoj meri na realnu vrednost uloženi sredstava može uticati i

promenljivost stope inflacije, kao i sklonost institucija ka inostranoj valuti, tržišno okruženje ili prudenciona regulacija koja ne prepoznaje problem nezvanične dolarizacije (evroizacije). Generalno gledano, kao glavni uzroci evroizacije se izdvajaju režim monetarne politike, makroekonomsko i institucionalno okruženje (Chailloux, Ohnsorge and Vavra 2010, 4).

Pored makroekonomske stabilnosti koja je postignuta na početku tranzicionog perioda (od 2000. godine), u Srbiji je tokom svih narednih godina bila prisutna visoka i rastuća evroizacija. Najveći uticaj su imali: istorija nestabilnosti dinara tokom prethodnog perioda, negativna realna kamatna stopa na dinarske depozite u određenim godinama, ulazak inostranih banaka, konverzija nemačkih maraka u evro i stalni rast doznaka iz inostranstva. Pored stabilnog deviznog kursa u početnom tranzicionom periodu, učešće depozita izraženih u inostranoj valuti je poraslo sa 54% u trećem kvartalu 2002. godine na 67% na kraju 2004. godine. Porastu ove vrste depozita su doprineli realni rast zarada i doznaka (što su građani koristili i vršili čestu konverziju domaćeg u inostrani novac i ulagali ga u banke) i rastuće poverenje u bankarski sistem koje je dovelo do izvlačenja inostranog novca iz „slamarica“ (naročito izraženo prilikom uvođenja evra) (IMF 2005, 67). Promena valutnog režima je najverovatnije dodatno uticala na porast deviznih depozita u narednom periodu tako da su na kraju 2010. godine oni dostigli nivo od gotovo 80% svih depozita u bankama. Poverenje javnosti u domaću valutu možda se najbolje ogleda kroz valutnu strukturu štednje stanovništva. Tokom svih ovih godina (u periodu od 2001. do 2010. godine) udeo dinarske štednje je bio neverovatno mali – oko 2%. U tom kontekstu, sa tolikim nepoverenjem u domaću valutu i dominacijom stranog novca, vođenje monetarne politike postaje znatno komplikovanije (Vuković 2011, 35-36).

Problem neslaganja valuta („currency mismatching“), odnosno finansijska evroizacija nastaje u onim zemljama koje imaju značajnu denominaciju privatnih i javnih obaveza u inostranoj valuti, dok su im potraživanja denominovana u domaćoj valuti. U ovakvim slučajevima značajne promene deviznog kursa (pre svega se misli na depresijaciju ili devalvaciju) mogu ugroziti funkcionisanje pojedinaca i privrednih subjekata, pa čak i cele privrede, tako da postoji pritisak da se fiksira vrednost nacionalne valute (Stanišić, Janković 2012, 219), odnosno postoji „strah od fluktuiranja“ (Calvo, Reinhart 2002, 379-408). Calvo i Reinhart su „strah od fluktuiranja“ izrazili kroz indeks koji se može definisati kao racio standardne devijacije deviznog kursa u odnosu na sumu standardnih devijacija deviznih rezervi i referentne kamatne stope. Indeks se približava nuli u zemljama koje smanjuju oscilacije deviznog kursa sistematskim intervencijama uz pomoć deviznih rezervi ili prilagođavanjem domaćih kamatnih stopa. U Srbiji, u periodu od 2001. do 2006. godine, vrednost ovog indeksa je bila veoma mala, što potvrđuje napred navedenu činjenicu. NBS je intervenisala često, snažno i asimetrično na deviznom tržištu (uglavnom prodajom deviza, da bi sprečila depresijaciju). Promena monetarne politike i napuštanje *de facto* fiksnog deviznog kursa je uticalo na porast indeksa koji je bio izraženiji u godinama krize koje su nastupile (Chailloux, Ohnsorge and Vavra 2010, 10-11).

Problem izbora adekvatnog režima deviznog kursa u Srbiji

Svakako da korene finansijske evroizacije treba tražiti u poslednjoj deceniji 20. veka. Loša ekonomska i politička situacija je uticala da dinar, kao nacionalna valuta, izgubi svoja osnovna obeležja – u velikoj meri je prestao da se koristi kao sredstvo plaćanja i čuvar vrednosti (ove funkcije preuzimaju nemačka marka i nakon nje, evro). Izrazito nepoverenje u domaće institucije (centrarna banka i vlada) i ekonomsku politiku (fiskalnu i monetarnu) je uticalo na sve jaču finansijsku evroizaciju. Nakon početka tranzicije (2000. godine), iako je došlo do određene makroekonomske stabilizacije, taj proces nije zaustavljen. Nasuprot tome, fiksiranje deviznog kursa, uz rast cena i nadnica u domaćoj valuti, je dovelo do sve značajnijeg odobravanja kredita u inostranoj valuti (ili u domaćoj, ali uz deviznu klauzulu) što je pojačavalo započeti proces. Sve značajnija finansijska evroizacija u velikoj meri utiče na jačanje kanala deviznog kursa kao transmissionog mehanizma monetarne politike (videli smo koliki je njegov značaj za Srbiju), što stvara još veći pritisak na sprečavanje prevelikih fluktuacija deviznog kursa. Dodatni problem predstavlja slabljenje drugog transmissionog mehanizma – kanala kamatne stope. Uslove kreditiranja bankarski sektor vezuje za referentne kamatne stope na inostranim tržištima (u našem slučaju, pre svega Euribor) što sužava mogućnost delovanja monetarne politike. Referentna kamatna stopa, kao glavni instrument monetarne politike u uslovima inflacionog tergetiranja gubi na značaju.

Promena režima deviznog kursa je zajedno sa negativnim ekonomskim dešavanjima u svetu tokom 2008. i 2009. godine uslovlila veće oscilacije deviznog kursa dinara. Zbog toga što se desilo da za samo par meseci dinar prema evru izgubi preko 20% vrednosti (slična situacija je i u prvoj polovini 2012. godine – za pet meseci dinar je u odnosu na evro depresirao za 10,77%), postalo je jasno da se po pitanju smanjenja finansijske evroizacije nešto mora uraditi. Iz tog razloga je NBS krajem 2010. godine najavila Strategiju dinarizacije (deevroizacije) koja treba da smanji negativan uticaj koji mogu imati šokovi na makroekonomskom nivou koji nastaju usled delovanja međunarodnih kriza. NBS je ocenila da je visok nivo evroizacije (prekomerno oslanjanje na strane izvore finansiranja) bio jedan od najvećih pojedinačnih problema za još efikasnije rešavanje problema u kriznom periodu. U suštini, najveću opasnost po stabilnost našeg finansijskog sistema je predstavljao veliki obim devizno indeksiranih i deviznih kredita datih stanovništvu i privredi, koji u velikoj meri nisu bili zaštićeni od rizika promene deviznog kursa.

5.2. Strategija dinarizacije finansijskog sistema Srbije

Svakako, proces dinarizacije mora biti dugoročan proces postepenog prilagođavanja aktivne i pasivne strane bilansa banaka i nebankarskih institucija koji mora obuhvatiti sve ključne aktore – NBS, bankarski sektor, Vladu i javnost. Usvajanjem Memoranduma o strategiji dinarizacije finansijskog sistema Srbije od strane Vlade Republike Srbije i NBS zaključeno je se dinarizacija mora sprovesti koordinisanim akcijama koje uključuju tri grupe aktivnosti koje su nezavisne jedna od druge, ali, napredak u bilo kojoj od njih će svakako pozitivno delovati na preostale.

Prva grupa aktivnosti je najopštija, ali ujedno i najvažnija. Podrazumeva mere monetarne i fiskalne politike koje će doprineti stvaranju stabilnog makroekonomskog okruženja uz nisku i stabilnu stopu inflacije, upravljano fluktuirajući devizni kurs i održiv privredni rast.

Druga grupa aktivnosti podrazumeva mere usmerene na razvoj tržišta dinarskih hartija od vrednosti i stvaranje uslova za uvođenje novih dinarskih proizvoda (dugoročni dinarski krediti sa varijabilnom i fiksnom kamatnom stopom, povećavanje udela duga u domaćoj valuti u ukupnom državnom dugu, emitovanje dinarskih obveznica).

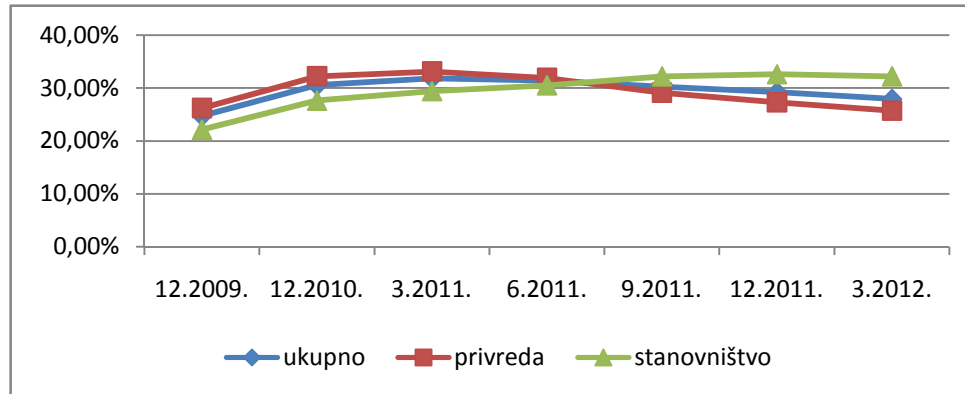
Treća grupa se sastoji od aktivnosti koje su neophodne za razvoj osnovnih instrumenata zaštite od deviznog rizika (i na među bankarskom tržištu i u poslovanju sa klijentima) (NBS 2012c, 2).

Naravno, kao i kod sprovođenja inflacionog targetiranja, i u ovom slučaju, NBS i Vlada Republike Srbije će redovno pratiti i analizirati započetu strategiju dinarizacije. U tom kontekstu, potrebno je obezbediti što veću transparentnost tako da su ove dve institucije postigle saglasnost da se kvartalno objavljuje Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije u kojem se prikazuju dešavanja u segmentu dinarskog tržišta, ukazuje na mere i aktivnosti koje su preduzete ili će biti preduzete, i vrši se analiza efekata preduzetih mera. Postignuta je saglasnost da osnovni kriterijum za merenje stepena dinarizacije bude učešće dinarskih kredita u ukupnim kreditima. Kao dodatni kriterijumi se mogu koristiti učešće dinarskih kredita u ukupnim novoodobrenim kreditima privredi i stanovništvu, učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima stanovništva i privrede i učešće dinarskog duga u ukupnom javnom dugu, s posebnim osvrtom na valutnu i ročnu strukturu državnih hartija od vrednosti (NBS 2012b, 5).

U drugoj polovini 2010. godine kao realno ostvariv nivo dinarizacije u naredne dve do četiri godine NBS je izdvojila povećanje učešća dinarskih kredita privredi u ukupno odobrenim kreditima sa nivoa od 28% na oko 45%. Grafik br. 5 predstavlja kretanje učešća osnovnog kriterijuma za merenje stepena dinarizacije u Srbiji od decembra 2009. godine do marta 2012. godine. Na osnovu podataka iz dostupnih Izveštaja o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije, zaključuje se da je za period od nešto više od dve godine zabeleženo veoma malo povećanje dinarskih plasmana u ukupnim plasmanima od 3,2% (sa 24,7% na 27,9%), što je daleko manje od zacrtanih ciljeva. Ukoliko se posmatra sektorska struktura tih plasmana primećuje se da je u sektoru privrede zabeleženo smanjenje učešća za vreme posmatranog perioda od 0,5% (sa 26,2% na 25,7%), dok sektor stanovništva beleži povećanje od 10,1% (sa 22,1% na 32,2%).

Problem izbora adekvatnog režima deviznog kursa u Srbiji

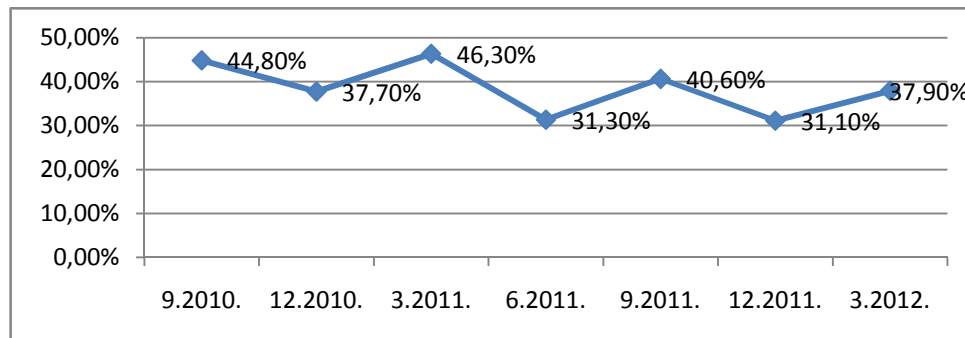
Grafik 5: Učešće dinarskih plasmana u ukupnim plasmanima privredi i stanovništvu i sektorska struktura tih plasmana od decembra 2009. do marta 2012. godine



Izvor: Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije 2011-2012

Učešće dinarskih kredita u ukupnim novoodobrenim kreditima privredi i stanovništvu, kao dodatni pokazatelj stepena dinarizacije u posmatranom periodu beleži znatno veće oscilacije koje se kreću u rasponu od 26,3% u avgustu 2011. godine, do 49,4% u oktobru 2010. godine. Upoređujući početak i kraj perioda, na osnovu grafika br. 6 zaključuje se da ovaj pokazatelj beleži smanjenje od 6,9% (sa 44,8% na 37,9%).

Grafik 6: Učešće dinarskih kredita u ukupnim novoodobrenim kreditima privredi i stanovništvu u periodu od septembra 2010. do marta 2012. godine

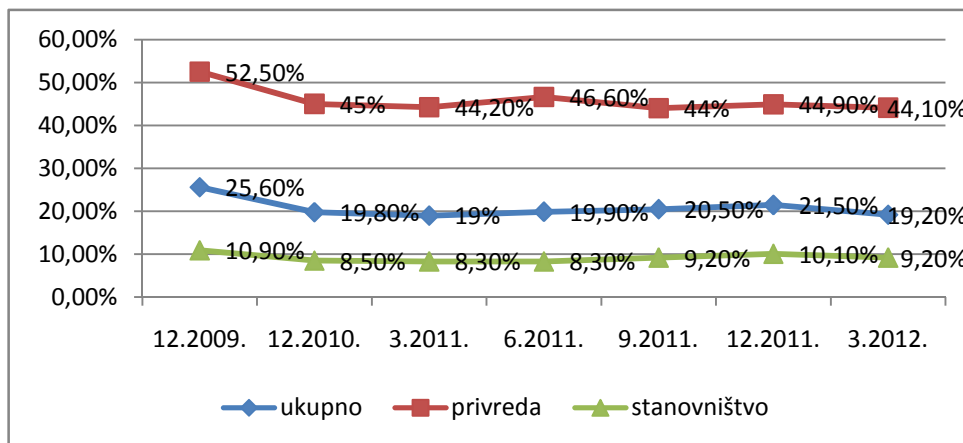


Izvor: Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije 2011-2012

Dodatni pokazatelj u vidu učešća dinarskih depozita u ukupnim depozitima privrede i stanovništva takođe za vreme posmatranog perioda beleži smanjenje. Iz grafika br. 7 se vidi da to smanjenje ukoliko se posmatraju svi depoziti iznosi 6,4% (sa 25,6% na 19,2%), dok, ukoliko se sektorski razloži приметно je veće smanjenje u sektoru privrede – 8,4% (sa 52,5% na 44,1%), nego u sektoru stanovništva –

1,7% (sa 10,9% na 9,2%). Pored toga, kao dodatna otežavajuća činjenica može se izdvojiti i loša ročna struktura posmatranih depozita tako da u martu 2012. godine učešće kratkoročnih dinarskih depozita u ukupnim dinarskim depozitima privrede i stanovništva iznosi čak 97,7%.

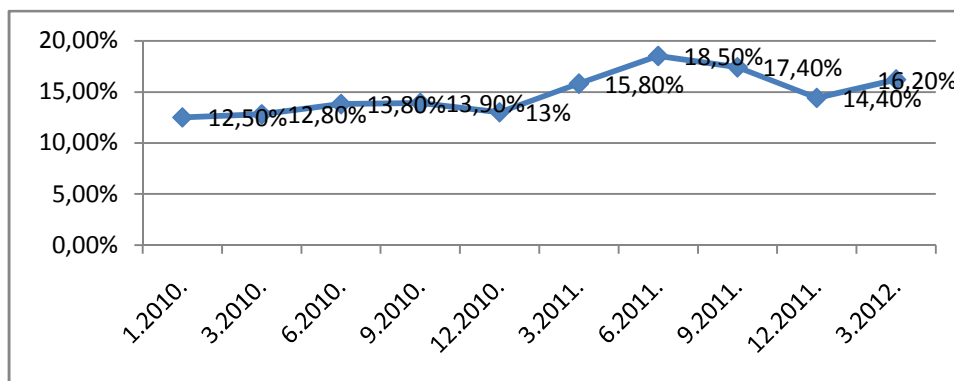
Grafik 7: Učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima privrede i stanovništva i sektorska struktura tih depozita od decembra 2009. do marta 2012. godine



Izvor: Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije 2011-2012

Učešće dinarskog duga u ukupnom javnom dugu, kao još jedan od dodatnih pokazatelja, beleži povećanje u posmatranom periodu od 3,7% (sa 12,5% na 16,2%) – grafik br. 8. Valuta koja dominira svojim učešćem u ukupnom javnom dugu je evro sa 57,1% u martu 2012. godine. To je još jedan od razloga što monetarnu vlast Srbije najviše brine promena vrednosti ove valute.

Grafik br. 8: Učešće dinarskog duga u ukupnom javnom dugu u periodu od januara 2010. do marta 2012. godine



Izvor: Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije 2011-2012

Problem izbora adekvatnog režima deviznog kursa u Srbiji

Na osnovu analize izabranih pokazatelja u periodu od 2010. do marta 2012. godine, primećuje se da su dva od četiri pokazatelja zabaležila pozitivna kretanja. Problem predstavlja što je taj pomak mali i nedovoljan kako bi se ispunili zacrtani ciljevi. Sve administrativne mere koje su usmerene na deevroizaciju i koje se svode na ograničenja i zabrane deviznih kredita i troškovno opterećivanje deviznih depozita i sličnih izvora u pasivi banaka bez dovoljnog uporišta u kredibilnoj monetarnoj politici ne mogu dati adekvatne rezultate. Deevroizacija se najlakše može sprovesti uz stabilnu i nisku stopu inflacije i rastuće poverenje u domaću valutu. Dilema ostaje kako u Srbiji kao tranzicionoj zemlji očuvati stabilnost cena i jačati poverenje u nacionalnu valutu bez devizne zaštite (Vuković 2011, 38-39). Pored toga što je Strategija dinarizacije ambiciozno najavljivana još 2010. godine, što je postignuta saglasnost o neophodnoj koordinisanoj akciji svih učesnika (NBS kao nosioca, bankarskog sektora, Vlade Republike Srbije i šire javnosti), što je usvojen Memorandum o strategiji dinarizacije finansijskog sistema u Srbiji, što je transparentnost podignuta na jedan viši nivo (pre svega redovno obaveštavanje javnosti putem tromesečnih Izveštaja o dinarizaciji) stiče se utisak da po pitanju sprovođenja Strategije nisu sve zainteresovane strane dovoljno uradile čime su ukupni efekti dinarizacije izostali, pa se čak može konstatovati da je kod pojedinih pokazatelja nastavljen proces evroizacije.

6. Zaključak

Početak tranzicije, period nakon 2000. godine, je obeležila želja monetarnih vlasti da stabilizuje makroekonomsku situaciju u zemlji. U tom kontekstu, kao pomoćno sredstvo je izabran *de facto* fiksni režim deviznog kursa. Rezultati (bar u pogledu stope inflacije) su bili vidljivi – krajem 2001. godine inflacija je bila 40,7%, a krajem 2003. godine, 7,8%. Međutim, pošto je istovremeno nastavljena apresijacija realnog deviznog kursa što je dovelo do rasta deficita tekućeg bilansa (sa 158 miliona evra u 2000. godini na 1347 miliona evra u 2003. godini) i daljeg gubitka izvozne konkurentnosti, monetarna vlast je 2003. godine odlučila da izabere režim pokretnog koridora i dozvoli veće fluktuacije deviznog kursa kako bi smanjila eksternu neravnotežu. Pored toga što je dinar nominalno depresirao u pomenutom periodu (za 27,12%), njegova vrednost je realno ostala skoro nepromenjena, pa je i problem eksterne neravnoteže ostao nerešen (deficit tekućeg bilansa je iznosio 2356 miliona evra u 2006. godini). Uz to, stopa inflacije je u 2005. godini dostigla visokih 17,7% , čime je potvrđena hipoteza da je nemoguće ostvariti dva (konfliktna) cilja uz pomoć jednog instrumenta ekonomske politike.

Nakon toga, 2006. godine, sledi nova promena monetarne politike – usvojen je koncept inflacionog targetiranja uz primenu rukovođeno fluktuirajućeg režima deviznog kursa. Inflacija je u određenoj meri stabilizovana, ali ceo period nakon toga karakteriše samo delimično ispunjavanje zacrtanih ciljeva (inflacionih targeta) 2007. i 2009. godine. Iako se odstupanja mogu delimično pripisati dešavanjima u svetskoj i regionalnoj ekonomiji, te se mogu zapaziti skoro u svim ekonomijama koje sprovode ovaj koncept, neophodno je da monetarna politika u

budućem periodu postane efikasnija, kako bi se povećao njen kredibilitet i stepen poverenja u monetarnu vlast i domaću valutu. Time bi se doprinelo i rešavanju dva velika problema za uspešnu primenu ovog režima – visokog nivoa finansijske evroizacije i transmisije deviznog kursa na cene. Upravo ove dve karakteristike srpske privrede u velikoj meri determinišu adekvatnost izabranog režima deviznog kursa i monetarne politike u celini. Da bi se u tome uspelo, neophodna je adekvatna i čvrsta fiskalna politika, koja neće biti u suprotnosti sa nastojanjima da se cene održe pod kontrolom. Česti „raskoraci“ u vođenju monetarne i fiskalne politike u Srbiji su jedan od osnovnih opasnosti dugoročnog vođenja adekvatne i razvojne ekonomske politike u zemlji.

Visok *pass-through* deviznog kursa u Srbiji ograničava vođenje monetarne politike ciljanja inflacije jer svaki depresijacijski pritisak dovodi do inflatornog pritiska koji ugrožava ostvarenje postavljenih inflatornih ciljeva. Realna apresijacija deviznog kursa, kao rezultat restriktivnije monetarne politike u datim uslovima, ugrožava konkurentnost domaće privrede i produbljuje problem eksterne neravnoteže. Iskustvo drugih tranzicionih zemalja pokazuje da se u tim zemljama smanjuje jačina prenosa deviznog kursa na cene, a kao posledica makroekonomske stabilizacije, pa se to može očekivati i u Srbiji, ukoliko politika ciljane inflacije da očekivane rezultate.

Usvojena strategija dinarizacije predstavlja jedan od načina rešavanja problema visoke nezvanične evroizacije. Međutim, od četiri parametra kojima se prati ostvarenje ciljeva, samo dva beleže pozitivan pomak (učešće dinarskih kredita u ukupnim kreditima i učešće dinarskog duga u ukupnom javnom dugu) koji je nedovoljan da bi se ispunili zacrtani ciljevi. Proces dinarizacije svakako predstavlja dugoročan proces postepenog prilagođavanja aktivne i pasivne strane bilansa banaka i nebankarskih institucija koji da bi bio uspešan mora uključiti sve ključne aktore – NBS, bankarski sektor, Vladu i javnost. Stiče se utisak da nije ispunjeno u dovoljnoj meri.

Na osnovu svega navedenog, može se zaključiti da pravo pitanje u Srbiji nije da li je izabrani režim deviznog kursa i koncept monetarne politike adekvatan, već u kojoj meri su ispunjeni preduslovi za njegovo efikasno delovanje. Koncept ciljane inflacije je dao dobre rezultate u većini zemalja koje ga primenjuju, ali se visok stepen evroizacije i visok uticaj promene deviznog kursa na opšti nivo cena javljaju kao bitni ograničavajući faktori njegove dugoročne uspešnosti u Srbiji. Umesto razmišljanja o napuštanju ovog monetarnog okvira i prelaska na druge režime deviznog kursa, čini nam se da je adekvatnije u ovom momentu razmišljati o načinima kojima bi se podspešila efikasnost monetarne politike, u svetlu povećanja poverenja u domaću valutu i monetarnu politiku. Zato je od ključne važnosti za održivost koncepta ciljane inflacije u Srbiji efikasno sprovođenje strategije dinarizacije i bolja usaglašenost monetarne i fiskalne politike. Dalja istraživanja bi trebalo da analiziraju uticaj izabranog monetarno-deviznog režima na promene u stepenu nezvanične evroizacije u Srbiji, kako bi se dobila potpunija slika o efikasnosti politike deviznog kursa.

7. Literatura

1. Beker Pucar, E. (2010) Upravljanje fluktuiranjem deviznog kursa u režimu inflacionog targetiranja u tranzicionim ekonomijama sa osvrtom na Srbiju, Doktorska disertacija. Subotica: Ekonomski fakultet.
2. Jovović, D. (2011) Dinar i devizni kurs, Beograd: Izdavačko grafičko preduzeće „Prometej“.
3. Kovačević, R. (2010) Međunarodne finansije. Beograd: Ekonomski fakultet.
4. Beker, E., (2006) Devizno-kursni aranžmani – od ekstrema do „normale“. *Panoeconomicus*, br. 1: 31-49.
5. Beirne, J. and Bijsterbosch, M. (2009) Exchange Rate Pass-Through in Central and Eastern European Member States. European Central bank Working Paper No. 1120
6. Calvo, A.G., and Reinhart, M.C. (2002) Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117(2): 379-408.
7. Chailloux, A., Ohnsorge, F., and Vavra, D. (2010) Euroisation in Serbia. European Bank for Reconstruction and Development Working Paper No. 120.
8. Coricelli, F., Balazs, E., and MacDonald, R. (2006) Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Gliding on a Wind of Change. William Davidson Institute Working Paper No. 850.
9. Dragutinović, D. (2008) Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije, NBS working paper, Beograd.
10. Dimitrijević, J. (2010) Monetarna politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije, *Kvartalni monitor*, FREN, Beograd.
11. Fabris, N. i Aćimović, S. (2007) Konkurentnost preduzeća versus kurs dinara – šta je važnije za povećanje srpskog izvoza?. Nova srpska politička misao.
12. Frankel J., Parsley, D., Wei, Sh. (2005) Slow passthrough around the world: a new import for developing countries? NBER working paper No.11199.
13. Grubišić, Z., (2005) Sistem i politika deviznog kursa danas u svetu. *Ekonomski anali*, br. 165: 55-80.
14. IMF Country Report No. 05/232. (2005) Serbia and Montenegro: Selected Issues and Statistical Appendix. IMF Washington, D.C.
15. Jovović, D. (2011) Dinar i režim deviznog kursa. *Bankarstvo*, br. 11/12: 56-81.
16. Leiderman, L., Maino, R. and Parrado, E. (2006) Inflation Targeting in Dollarized Economies. IMF Working Paper 06/157.
17. Miljković, D. i Vučković, V. (2006) Serbian Foreign Trade, Competitiveness and Exchange Rate Policy. *Agora Without Frontiers: A Quarterly Journal of International Economy and Politics*, Vol. 12, No. 2:248-261.
18. Stanišić, N., Janković, N. (2012) Veličina i otvorenost privrede kao determinante režima deviznog kursa tranzicionih zemalja, Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Srbije u 2012. godini: 213-229. Kragujevac, Ekonomski fakultet.
19. Vuković, V., (2011) Dinarizacija: Neizvodljiva strategija. Finansije 1-6. Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd: 26-47
20. Narodna banka Srbije, (2006) Memorandum NBS o principima novog okvira monetarne politike, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/30/memorandum_novi_okvir_mon_pol_05092006.pdf [05.06.2012.]

21. Narodna banka Srbije, (2008) Memorandum NBS o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji,
22. http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/memorandum_monetarna_strategija_122008.pdf [07.06.2012.]
23. Narodna banka Srbije, (2012a), Izveštaj o inflaciji, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_maj_2012.pdf [07.06.2012.]
24. Narodna banka Srbije, (2012b), Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije, decembar 2011, http://www.nbs.rs/static/nbs_site/gen/latinica/90/dinarizacija/din_12_11.pdf [08.06.2012.]
25. Narodna banka Srbije, (2012c), Memorandum o strategiji dinarizacije finansijskog sistema Srbije, http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf [08.06.2012.]

CHALLENGE OF CHOOSING AN APPROPRIATE EXCHANGE RATE REGIME IN SERBIA

Abstract: Choosing an exchange rate regime is an important issue of economic policy in transition countries, considering the initial macroeconomic situation, the speed and scope of changes in internal structure of domestic economy, rapid integration in the regional and world economy, as well as turbulent global economic environment. In such circumstances, the exchange rate policy is expected to contribute to resolving the often conflicting objectives which can not be simultaneously achieved. This is also the case with dinar exchange rate in the period of transition of the Serbian economy after 2000, when the exchange rate was supposed to contribute to establishing and maintaining the macroeconomic stability and reducing the foreign trade imbalance. Exchange rate regime applied in Serbia during this period changed several times, whereas the set goals have never been completely achieved. Efficiency of the current policy of inflation targeting with a managed floating exchange rate has been significantly reduced due to high unofficial euroization of the Serbian economy and great impact of exchange rate changes on prices. Based on the analysis performed in the paper, we come to the conclusion that the key issue of economic policy in Serbia is not changing the exchange rate regime, but increasing the efficiency of monetary policy, as well as its compliance with fiscal policy.

Keywords: exchange rate, dinarization, exchange rate channel, inflation targeting, Serbia