

УЛОГА ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ У СТАБИЛИЗАЦИЈИ ДЕВИЗНОГ КУРСА

Апстракт: Предмет анализе у овом раду јесте улога централне банке на девизном тржишту и интервенције које она преузима у циљу стабилизовања девизног курса. У том смислу се најпре разматрају модели девизних курсева, са акцентом на њихове предности и недостатке у имплементацији. У даљем тексту се разматрају нормативни оквири девизног тржишта у Србији ради утврђивања оптималног девизног курса прилагођеног постојећим условима домаће привреде.

Кључне речи: девизни курс, централна банка, девизно тржиште, девизна политика.

Увод

Централна банка је базична монетарна институција која у периоду макроекономске стабилизације треба да обезбеди и пружи одговарајући кредитилитет монетарној политици. Како девизни курс представља *conditio sine qua non* стабилне монетарне политике и подразумева да очување вредности домаће валуте мора бити здружено са одговарајућим девизним курсом, значи да централна банка мора бити самостална у делању. Одабир режима девизног курса је значајан не само због његовог вишеструког утицаја на привредну сферу друштвеног живота и трговински саобраћај већ и због регулисања инфлаторних токова. Тако се сматра да је у земљама са спорим привредним растом адекватан режим флексибилног девизног курса, док у земљама које се суочавају са дезинфлацијом, прикладније решење представља фиксни девизни режим. Из тог разлога је у историји било покушаја конституисања тзв. мешовитих режима који би обухватили најбоља решења из оба дијаметрално различита режима, а истовремено избегли недостатке који произилазе из искључивог опредељења за један режим као доминантан. Девизни курс представља веома значајан индикатор за посматрање и оцену стања економије једне државне заједнице, одређивање њеног односа са привредом развијених земаља које је окружују и којима се

она посматрано у дугорочним временским хоризонтима жели приближити. Промене девизног курса су у условима глобализације веома значајан инструмент који треба да помогне државама у превазилажењу проблема макроекономске неравнотеже и повећању извозних капацитета. У дугом временском периоду се од Народне банке у Србији очекивало да постигне истовремено низ циљева како у области стабилности цена, односно финансијског система и одговарајућег курса али уз истовремено подстицање производње, смањење стопе незапослености, повећање степена конкурентности и стварање оптималних услова за профитабилно пословање привредних субјеката. Данас се сматра да централна банка треба да се усресреди само на ценовну стабилност, па макар то било и на терет занемаривања осталих циљева. Мотив за истраживање улоге Народне банке Србије у одржавању стабилности девизног курса, у персоналном контексту, темељи се на чињеници да је девизно тржиште код нас изузетно осетљив сегмент финансијског тржишта, који представља један од главних узрока нестабилности девизног курса домаће валуте.

1. Појам и врсте девизног курса

Девизно тржиште представља специјализовани део финансијског тржишта на коме се усклађују понуда и тражња, купују и продају страна средства плаћања, утврђује девизни курс и управља девизним националним резервама, а све са циљем одржавања оптималног нивоа ликвидности субјеката националне економије у њиховим пословним трансакцијама са иностранством. Основна функција девизног тржишта састоји се у формирању девизног курса.¹ Под њим подразумевамо цену стране валуте изражене у у јединицама домаће валуте и као таква представља најбитнију цену у привреди, јер директно одређује конкурентност једне земље као и њену економију уопште.² Основна функција девизног курса је да врши прерачунавање иностраних цена у националну валуту и обрнуто. Девизни курс је утврђен условом каматног паритета који каже да домаћа каматна стопа мора бити једнака иностраној каматној стопи увећана за

1 Спољна трговина је условила појаву девизног курса. До 1933. године важио је златни паритет – свака девиза је могла да се замени за злато. У време чистог златног стандарда када је новац имао покриће у злату, доминантан је био режим фиксног девизног курса и био је одређен ковничком стопом која је показивала колико је злата садржано у јединици националног новца. Наведено према: R. J. Baroo, Monez, Exprectations and Business Cycles, Academic Press, 1981., p. 35.

2 Постоји суштинска разлика између валутног и девизног курса. Валутним курсем или како се другачије назива курс размене врши се размена домаће валуте са валутама других земаља и који одређује држава на основу претходно утврђеног паритета вредности страног и домаћег новца изражене у заједничком имену (злато). Њиме се показује колики се број новчаних јединица једне земље у непосредној готовини замењује за одређени број новчаних јединица друге земље. Љ. Јеремић, М. Иваниш, Основи финансија, Универзитет Сингидунум, 2005., Београд, стр. 10.

очекивану каматну стопу депресијације.³ Изражавање девизног курса назива се *нотација* и она може бити двојака. Тако разликујемо *директно* и *индиректно нотирање*. Ако девизни курс показује колико јединица домаће валуте треба издвојити за јединицу стране валуте ради се о директном нотирању, док се код индиректног нотирања јединица стране валуте исказује у противвредности домаћег новца.⁴ На девизном тржишту формирају се куповни и продајни курс. Разлика између њих назива се маржа и изражава се у апоенима. Код директног нотирања куповни курс је мањи од продајног, док је код индиректног нотирања куповни курс већи од продајног курса. Девизни курс формира однос понуде и тражње девиза. Номинални курс може бити на режиму чврстог (тзв. фиксни курс) и променљивог курса (тзв. флукутирајући, пливајући, флексибилни курс).⁵ *Фиксни девизни курс* је цена девиза утврђена од стране националних монетарних власти (централне банке), који се формира се на бази валутног паритета (злато).⁶ Његова вредност није одређена висином понуде и потражње девиза на девизном тржишту. *Флексибилни девизни курс* настаје онда када се цена девиза формира под утицајем понуде и тражње девиза на слободном девизном тржишту и карактеристичан је за тржишне привреде у којима девизе имају статус робе као и свака друга роба.⁷ Њиме се врши се тржишно прилагођавање у правцу курса равнотеже и изражава однос понуде и тражње за девизама, независно од међувалутних односа или златног паритета.⁸ Према броју курсева који се

3 О. Blanchard, *Macroeconomics, Third Edition*, Pearson Education, inc. Publishing as Prentice Hall, 2003., p. 432.

4 Директно нотирање је карактеристично за Европу (тзв. Европска конвенција). Нпр. 1 ЕУР вреди 96 РСД, док је индиректно нотирање карактеристично за Велику Британију (тзв. Британска конвенција). Нпр. уместо 0,5 ГБП (£) за 1 УСД, на мењачким листама у Великој Британији је истакнуто 2 УСД (\$) за 1 ГБП (£). М. С. Burda, С. Wyplosz, *Macroeconomics, A European Text-Third Edition*, 2004., p. 153.

5 Номинални курс је заправо официјелни курс и најчешће настаје као резултат спонтаних тржишних кретања, али може бити и последица интервенције централне банке. Д. Миљковић, *Механизам утицаја промене девизног курса на инфлацију*, *Економски анали*, 44(158), 2003., стр. 149-167.

6 Ревидирани члан IV Другог амандмана на Статут ММФ експлицитно забрањује везивање валуте за злато.

7 М. Божић, *Економска политика*, Центар за публикације, Правни факултет, Ниш, 2009., стр. 153.

8 Равнотежни или реалан девизни курс изједначава општи ниво цена у земљи обезбеђујући паритет куповне моћи, при чему спољна вредност новца није ни прецењена ни потцењена. У теорији је конструисан појам ефективног курса. Овај курс се рачуна као пондерисани геометријски просек девизних курсева домаће валуте у односу на низ страних валута изведен је из трговачких токова у индустријским производима. Ефективни курс се изражава као индекс у односу на одређену базну годину. Реални ефективни курс је номинални ефективни курс који је коригован релативним односима цена на велико у респективним земљама, при

примењују разликујемо јединствени девизни курс и вишеструки девизни курс. Јединствени девизни курс за који се Међународни монетарни Фонд залаже, примењује само један девизни курс и исти је приликом увоза и извоза роба, услуга, фактора производње и капитала, то значи да је цена девиза једнака како за увознике тако и за извознике. Вишеструки девизни курс истовремено примењује више девизних курсева при увозу и извозу и захтева потпуну девизну контролу, стога није подржан од стране ММФ-а и држава.⁹ Фундаменталне теорије о девизном курсу сматрају, да су све битне информације везане за девизни курс јавно познате и да сазнања проистекла из купопродаје девиза немају никакву додатну вредност. Са друге стране, теорија тока налога сматра да се пут од фундаменталне информације до котације курсева мора добро проучити, јер у зависности од способности пријема и обраде информације, зависи утицај информације на висину девизног курса.¹⁰ Режим девизног курса по Мундел-Флеминговом моделу зависи од врсте шока који погађа економију, па у складу са тим, уколико су шокови реалног порекла оптималан је флексибилан девизни курс, а уколико су шокови монетарног порекла, треба се одредити за фиксни курс. Данас се истиче да овај модел не одговара приликама у објективној друштвеној стварности, јер се ради о тржишту ригидних цена и савршене покретљивости капитала, а режим девизног курса поред врсте шока одређује и врста поремећаја.¹¹ Иако постоји дуга пракса истраживања девизних тржишта, треба узети у обзир чињеницу да су закључци до којих се стигло у извесном

чему номинални девизни курс не мора бити и реални курс. Више о томе: Р. Krugman, М. Obstfeld, *International Economics, Theory and Policy*, Harper Collings, New York, 2000.

⁹ Вишеструки девизни курс важио је у Југославији у периоду од 1952.-1961. године. Тако диференцирани курс је морао бити под девизном контролом, а циљ је био да се дефинисањем различитих девизних курсева за различите трансакције подстакне остварење одређених економских циљева, међутим дугорочна примена вишеструких девизних курсева је имала вишеструке негативне последице које су доводиле до погрешне алокације ресурса. П. Јовановић Гавриловић, *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд 2004., стр. 34.

¹⁰ По теорији тока налога на формирање девизног курса утичу два ефекта: информациони ефекат (по коме дилери уче из налога клијената) и ефекат ликвидности. Владимир Вучковић, *Микроструктура девизног тржишта и формирање девизног курса*, економски анали, бр.164, 2005., стр. 63-77.

¹¹ Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Karlos A. Vegh, *Оптимални режими девизног курса: превртање Mundell-Flemingove тврдње на главачке*, *Panoeconomicus*, бр.3, 2007., стр. 250-270. Велики значај при одређивању девизног курса имају и Marshall-Lernerovi услови, који се изводе на основу еластичности домаће тражње за увозом и домаће понуде извоза, а потом на основу еластичности стране понуде увоза и стране тражње за извозом из посматране земље. Њихови коефицијенти се спецификују у односу на алтернативно дефинисан девизни курс, тј. број јединица домаће валуте за једну јединицу стране валуте и обрнуто. Више о томе: Љубомир Маџар, *Marshall-Lernerovi услови и њихове економскополитичке импликације*, *Економски анали*, бр.170, 2006., стр. 90-95.

смислу и даље недовољно прецизни. Класификације девизних курса су релативне и знање које о њима поседујемо није ванвременско и апсолутно важеће. У том смислу и даље постоји императив улагања додатних напора у његово усавршавање, а нарочито стварања потребних правно-економских и техничких услова за његову имплементацију. Иако води претераној концентрацији економске и монетарне политике на одржању чврстог девизног курса, фиксни девизни курс смањује ризик од промене девизног курса, чиме се истовремено смањују ризици у пословању са иностранством што подразумева поуздану основу за калкулације у увозним и извозним пословима, олакшано утврђивање рентабилности страних улагања, повећавајући интерес странаца за држање националне валуте. Суштина фиксног девизног курса подразумева активност централне банке да стабилизује вредност девизног курса из сопствених резерви, па тиме подстиче заштићеност привреде од краткорочних поремећаја на иностраном тржишту. У намери да избегну продубљивање дефицита, многе земље су прешле са режима фиксног девизног курса на режим покретних паритета. Карактеристика режима покретних паритета је да национална валута депресира по стопи која је отприлике једнака разлици у инфлацији између дате земље и њених главних трговинских партнера.¹² Фиксни девизни курс се споро прилагођава променама у окружењу, земље које одржавају чврст девизни курс своје валуте приморане су да одржавају девизни курс стабилним на терет националне економије. Насупрот фиксном девизном курсу, флукутирајући девизни курс има већу аутономност у вођењу економске политике, јер усклађивање нивоа цена обавља сам курс, чиме се постиже ефикасност монетарне политике и равнотежни девизни курс, тако да нема прецењености нити подцењености домаће валуте. Државе које примењују променљиви девизни курс лакше уравнотежују платни биланс, уједно олакшавајући привредну сарадњу са светом. Питање монетарних резерви је још једна предност флукутирајућег девизног курса јер он смањује потребу држања великих монетарних резерви, за разлику од фиксног девизног курса који намеће потребу држања већих монетарних резерви. Оно што се највише замера флукутирајућем девизном курсу је да излаже националну привреду неконтролисаним утицајима краткорочних промена на светском тржишту (може да подстиче већу инфлацију у земљи која је изазвана светском инфлацијом), закључивање дугорочних аранжмана је смањено, нема чврсте основе за калкулације о рентабилности извозних и увозних послова¹³. Фискална политика је знатно моћнија у ситуацији флексибилног девизног курса него у ситуацији фиксног курса, али услед тога што она покреће монетарно прилагођавање не долази до накнадних промена домаће каматне стопе и девизног курса. Поједини

12 R. Dornbusch, S. Fischer, *Macroeconomics*, McGraw-Hill, International edition, 1994., p. 607.

13 Д. Китановић, Н. Голубовић, *Основи економије*, Економски факултет, Ниш, 2006., стр. 579.

теоретичари сматрају да за отворену привреду стабилизација номиналног девизног курса обезбеђује боље изгледе за стабилност цене, док други опет сматрају да је ефикасност монетарне политике знатно повећана флексибилним курсевима. Флексибилност курса ипак није једини и довољан услов неопходан за постизање веће стабилности јако флукутирајућих девизних курсева, јер су мишљења да централне банке својим интервенцијама могу да допринесу једино смањењу краткорочне нестабилности девизног курса.¹⁴

2. Правни оквири режима девизног курса у земљама Западне Европе

Класификација девизних курсева сачињена од стране Међународног монетарног фонда, дозвољава земљи чланици да с обзиром на променљивост курса своје валуте, одабере режим који јој највише одговара: режим без домаће валуте у оптицају, валутни одбор, режим пузећег распона девизног курса или покретни коридор (*crawling band*), режим пузећег везивања девизног курса или покретни паритет (*crawling peg*), паритет девизног курса са хоризонталним коридором, режим конвенционално везаног девизног курса, руковођено флукутирајући девизни курс и слободно флукутирање.¹⁵ За режим без домаће валуте у оптицају као средство плаћња користи се страна валута, најчешће еуро или долар. За оне земље чланице које се определе за овај режим девизног курса, значајно је да у потпуности постају зависне од монетарне политике земље од које су преузеле валуту, што може да угрози самосталност домаћих субјеката монетарне политике за доношењем оптималних одлука. Валутни одбор је монетарна институција у којој се монетарне власти, на бази законских прописа, обавезују да емитују примарни новац само до износа вредности међународних резерви којим располажу и да у било ком тренутку по унапред утврђеном фиксном девизном курсу могу да откупе било који износ примарног новца у замену за међународне резерве.¹⁶ По мишљењу неких аутора, валутни одбор озакоњује посебно монетарно правила да промене у монетарној бази морају бити једнаки суфициту или дефицит укупног платног биланса, што земљи даје веродостојни механизам за одбрану фиксног девизног курса, али по цену одрицања од монетарног суверенитета.¹⁷ Предности примене валутног

14 Ж. Ристић, А. Живковић, Финансијска макроекономија-Монетарно и фискално управљање, Београд, 1998., стр. 269.

15 IMF, Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks, 2004. <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/0604/htm>.

16 Дражен Кошки, Избор оптималног сустава девизног течаја за Републику Хрватску, Економски вјесник, 1-2, Просинац, 2008., стр. 32.

17 J. Williamson, „What Role for Currency Board“, Institute for International Economics, Washington D.C., 1995., pp. 1-5.

одбора огледају се у монетарној дисциплини која ограничава дискреционо право монетарних власти, јер не могу да шире монетарну базу изван нивоа девизних резерви, али и фискалну дисциплину која је у условима нерационалног трошења буџетских средстава преко потребна.¹⁸ За разлику од централне банке, у билансу валутног одбора нема домаће имовине, тј. потраживања од државе и пословних банака. То значи да валутни одбор не може да одобрава кредите из примарне емисије, јер може да емитује само онолико новца колико има међународних резерви. И поред наведених предности које валутни одбор омогућава, његов главни недостатак огледа се у чињеници да се земља одриче једног дела монетарног суверенитета и губи могућност прилагођавања монетарне политике новонасталим потребама. Реч је о фином подешавању (*fine tuning*). У режиму конвенционално везаног девизног курса вредност домаће валуте је барем три месеца везана за одабрани детерминатор уз толерисање одређених флукуација, док је за паритет девизног курса са хоризонталним коридором то толерисање изражено у већем проценту.¹⁹ Особености покретног паритета се огледају у томе што монетарне власти прилагођавају паритет домаће валуте по унапред постављеним правилима тј. разлици у стопи између домаће и иностране инфлације.²⁰ Режим покретног коридора веома је близак претходном, али се од њега разликује по томе што је дијапазон курсне флукуације већи. У систему управљано флукуирајућег девизног курса монетарне власти имају широка дискрециона овлашћења у погледу одређивања распона флукуације курса, на бази средишњег курса који представља основицу за израчунавање распона флукуације (који иначе није познат јавности). Супротност овом режиму представља слободна флукуација у којој се у зависности од понуде и тражње девиза на тржишту формира и одговарајући курс.²¹ У новије време се потенцира становиште да земље у развоју имају ограничен избор у погледу режима девизног курса, да могу да бирају између флексибилно одређеног девизног курса и режима валутног одбора, што се заснива на оцени да оне морају да воде такве макроекономске политике, којом ће се створити компактибилни економски амбијент за тржишне сфере капитала.²²

18 Емилија Бекер, „Девизно-курсни аранжмани, од екстрема до нормале“, *Panoeconomicus*, 1, 2006., стр. 35.

J. Williamson, *op.cit.*, p.3.

19 У првом случају праг толеранције износи до 1%

20 Ibid.

21 Наравно, и у оквиру слободне флукуације монетарне власти могу да интервенишу на тржишту у циљу усмеравања у жељеном правцу. Д. Кошки, *op. cit.*, стр.35.

22 Такође, сматра се да дугорочни развој доминантног режима девизних курсева на глобалном плану, зависи од тога да ли ће бити нађено адекватно решење за смањивање волативности у кретањима капитала. Милутин Ћировић, *Девизни курсеви, Bridge Company*, Београд, 2000., стр. 55-100.

3. Интервенције централне банке на девизном тржишту

У макроекономској теорији се истиче да је централна банка као основни субјект монетране политике истовремено и независни орган власти и посебни орган владе. Стога се централна банка најчешће дефинише као „орган владе који предузима главне финансијске операције и делује на понашање финансијских институција, подржавајући економску политику владе“.²³ Улога централних банака на међународном девизном тржишту усмерена је на регулисање понуде и тражње, а ради одржавања девизног курса националне валуте стабилним.²⁴ Централна банка је институција јавноправног карактера са значајним функцијама регулисања новчаног и кредитног оптицаја и одговорношћу за одржавање стабилности и вредности домаће валуте.²⁵ У савременим условима централне банке се јављају као државне или квази државне институције које обављају своје функције у јавном интересу и чија су овлашћења и обавезе током времена постала веома сложена услед динамичности прилика у привредно правном саобраћају. Централне банке представљају посебне финансијске институције које имају главну улогу у организовању усмеравању и регулисању монетарних токова.²⁶ Оне се појављују на девизном тржишту како би могле да интервенишу, односно да врше одржавање девизног курса на жељеном нивоу или да спречавају осцилације девизних курсева.²⁷ У случају повећања понуда девиза, централне банке приступају куповини девиза ради спречавања раста вредности домаће валуте повећавајући девизне резерве земље, али то мора бити праћено одговарајућим мерама рестриктивне монетарне политике ради спречавања инфлаторних дејстава. Ако је циљ девизне политике стабилан девизни курс, онда централне банке приступају продаји девиза из девизних резерви под условом да има довољну количину девизних резерви за такву интервенцију и

23 R. S. Sayers, *Modern Banking*, London, 1972., p.64. Наведено према: Е. Вукадин, *Економска политика*, Правни факултет, Београд, 2009., стр. 163.

24 Прва централна банка је настала у Шведској 1668. године, под називом Рисксбанк од стране парламента, а највећи утицај на каснији развој централних банака је имала Bank of England основана 1694. године. М. Хаџић, *Банкарство*, Универзитет Сингидунум, 2009., стр. 123.

25 Е. Вукадин, *op. cit.*, стр. 287.

26 С. Голубовић, *Основи пословних и банкарских финансија*, Правни факултет, Ниш, 2010., стр. 179.

27 Девизни курс је битан, јер утиче на релативну цену домаће и стране робе. Када се вредност неке валуте повећа у односу на друге валуте (ап्रेसира), роба те земље у иностранству постаје скупља, а страна роба у тој земљи постаје јефтинија (ако се домаће цене у обе земље не мењају), а у супротном, када валута неке земље депресира, њена роба у иностранству постаје јефтинија, а страна роба у тој земљи постаје скупља. Ап्रेसијација домаће валуте постоји уколико неки фактор утиче на повећање тражње за домаћом робом у односу на страну робу, а ако фактор утиче на смањење релативне тражње за домаћом робом, домаћа валута ће депресирати. Е. Вукадин, *op. cit.*, стр. 321.

да није дошло до крупнијих поремећаја између понуде и тражње девиза. Уколико тај услов није испуњен централна банка предузима мере административног карактера које се односе се на ограничење куповине девиза на девизном тржишту. С обзиром на то да од стабилности и кретања девизног курса зависи и стабилност цена на домаћем тржишту, запосленост, привредни раст, стање платног биланса, увоз и извоз, политика утврђивања и вођења девизног курса представља веома значајни елемент економске политике сваке државне заједнице. Обим трансакција које обављају централне банке по правилу нису велике, изузев у случају њихових интервенција у време појаве финансијских криза као и шпекулативних напада на валуту, у тим ситуацијама централне банке стоје као гилбратарска стена у време панике, спремне да користе све монетарне моћи државе да би избегле слом банкарског система.²⁸ Међутим, много су битније поруке које носи свака од тих интервенција. Свака интервенција централне банке на девизном тржишту представља сигнал о монетарној политици и њеним ефектима на девизни курс.²⁹ Централна банка из тог разлога има за циљ да на девизном тржишту неутралише ефекте на понуду новца, на тај начин што на отвореном тржишту интервенише трансакцијом исте вредности али супротног ефекта (тзв. *стерилизација*).³⁰ Народна банка Србије је централна банка Републике Србије.³¹ Она је самостална и независна у обављању функција и за свој рад одговорна је Народној скупштини Републике Србије.³² Основни циљ Народне банке Србије јесте постизање и одржавање стабилности цена, као и очување финансијске стабилности.³³ Њене основне функције су да утврђује и спроводи монетарну политику, води политику курса динара, чува девизне резерве и управља њима, издаје новчанице и ковани новац, стара се о функционисању платног промета и финансијског система и спроводи надзор над обављањем делатности осигурања где спадају послови давања дозвола за

28 P. Samuelson, *Економија*, Мате, Загреб, 1969., стр. 316.

29 У златном стандарду и Бретонвудском систему, централна банка је имала задатак да девизни курс домаће валуте одржава близу њеног валутног паритета. Иста обавеза је постојала у случаја када је земља везала курс своје валуте за другу валуту. М. Влаховић, С. Церковић, *Независност Централне банке- примјер земаља Западне Европе*, Централна банка Црне Горе, Сектор за истраживање и статистику, Подгорица, 2005., стр. 34-37.

30 Веза између интервенција на девизном тржишту и новчане понуде се успоставља аутоматски, али се тај аутоматизам прекида стерилизацијом која је сама по себи доста спорна из разлога што централна банка том мером не отклања узрок који је утицао на то да валута буде слаба. М. С. Burda, Charles Wyplosz, *op. cit.*, 212-214.

31 Први пут је основана 1884. године, под називом Привилегована Народна Банка Краљевине Србије. Ж. Шевић, *Централна монетарна власт у Србији, односно Југославији - историјска перспектива*, *Финансије*, 51(5-6), 1996., стр. 459-480.

32 Закон о Народној банци Србије, «Службени гласник РС», бр. 72/03, 54/04 и 44/10.

33 Закон о Народној банци Србије, чл. 2 и чл. 3.

обављање послова осигурања, реосигурања и посредовања.³⁴ Као што смо напоменули централне банке, па самим тим и народна банка Србије су главни носиоци политике стабилности девизног курса. Чланом 44. се утврђује да Народна банка Србије купује и продаје девизе и ефективни страни новац на девизном тржишту у циљу усмеравања кретања курса динара и одржавања нивоа девизних резерви. Народна банка Србије купује и продаје девизе на Међународном девизном тржишту по курсевима које слободно формирају (котирају) на основу понуде и тражње. Применом принципа правилно укрштених курсева и у складу с међувалутним односима на иностраним тржиштима, Народна банка једном дневно, на почетку сваког свог радног дана, слободно формира и објављује своју курсну листу за девизе и курсну листу за ефективни страни новац који важе у време формирања тих курсних листа.³⁵ У Србији се већ дуже времена води политика флексибилно руковођеног девизног курса што подразумева да се девизни курс одређује слободно на међубанкарском тржишту уз улогу Народне Банке у спречавању великих дневних осцилација.³⁶ Почетком 2003. године, монетарне власти у Србији су се одлучиле за режим флексибилног девизног курса и појаву покретног паритета. Основни мотив за оваквом променом режима девизног курса била је могућност појаве јаче депресијације, а све у циљу спречавања даље апресијације реалног девизног курса и негативних ефеката по екстерну равнотежу.³⁷ Током 2004. и 2005. године, Народна банка Србије је водила политику стабилног реалног девизног курса, а номинална депресијација динара није допринела смањењу учешћа спољнотрговинског дефицита у бруто домаћем производу. У том случају инфлација је брзо расла до те мере да је била бржа од раста девизног курса и као последицу такве ситуације добили смо прецењену домаћу валуту која се на дужи рок није могла бранити владиним мерама. Услед тога је дошло до реалне апресијације упркос различитим режимима курса и монетарним стратегијама. Главни инструмент

34 Закон о Народној банци Србије, чл. 4.

35 Одлука о условима и начину рада девизног тржишта, «Службени гласник», бр. 34/09, 20/10, 36/10, 40/10.

36 На излагању на 32. годишњој скупштини ACI Serbia, 2007. године, Радован Јелашић, гувернер Народне банке Србије истакао је да Народна банка Србије се 28. јуна 2007. године укључила у међу банкарску трговину девизама. Тако што дневно продаје део девизних средстава која потичу из нето откупа ефективног страног новца по основу обављања мењачких послова. Износ који Народна банка продаје је минималан тако да нема утицаја на ниво девизног курса. <http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/index.html>, 15. Јул 2010.

37 За оцену прецењености или подцењености курса динара меродавна су кретања на девизном тржишту. Имајући у виду да је у 2002. години на девизном тржишту целокупна тражња задовољена по постојећем курсу, може се са сигурношћу рећи да је међународна вредност динара у тој години била у равнотежи, односно да курс динара није био прецењен. Народна банка Србије, Извештај курса динара у 2002. години. http://www.nbs.rs/serbian/5_3_22004.htm.

монетарне политике коју је Народна банка водила током следећег периода је био да одржи ниску и стабилну стопу инфлације.³⁸ Народна банка може да утиче на курс двојачко: јачим интервенцијама из девизних резерви или једноставном применом мера рестриктивне монетарне политике. Прво, уколико се Народна банка Србије определи за интервенције из девизних резерви, из искуства се поставља питање да ли су оне скупе? Уколико се пак Народна банка Србије определи за рестриктивну монетарну политику, да ли то директно доводи до повећања неликвидности у привреди и да последично може да доведе до мањег раста бруто домаћег производа? Одговор на прво питање заправо намеће још једно питање: да ли су девизне резерве довољне да одбране динар?³⁹ Стога начин одбране курса путем интервенција на девизном тржишту само привремено отклања негативне консеквенце, а троши изворе девизних резерви.⁴⁰ Уколико размотримо могућност примене монетарног модела који предлажу поједини стучњаци, а који говори о истовременој бризи о стабилности цена, стабилном девизном курсу и расту запослености, долазимо до сазнања о постојању нус појаве каква је утврђивање предвидивости курса и отварање широких врата за махинације спекуланата да без много ризика зараде велики профит. Постоји још један монетарни модел који политику девизног курса веже за кретање инфлације. Према том предлогу кретање инфлације јесте узор за кретање курса и на тај начин би реални курс остао непромењен. Али круцијални проблем са таквом политиком курса је да одрживи девизни курс зависи од великог броја фактора као што је продуктивност привреде наше земље у односу на проуктивност других земаља, спољно-трговински биланс и корелације каматних

38 На седници одржаној 30. августа 2006. године, Монетарни одбор Народне банке Србије усвојио је нове мере и одобрио нове принципе спровођења монетарне политике усмерене на остварење циљева у погледу инфлације. Народна Банка Србије се чврсто определила да спроводи режим флексибилног девизног курса. У новом оквиру монетарне политике девизни курс мења своју улогу и постаје индикатор трансмисије монетарне политике. Конкретно, Народна банка Србије неће вршити честе интервенције с циљем постизања одређеног нивоа или правца кретања девизног курса. http://www.nbs.rs.mon_pregled_08.html.

39 Иначе, нето девизне резерве се добијају након одбитка обавеза Народне банке према пословним банкама на име обавезне резерве, а у њих се не рачуна ни кредит ММФ-а. Према извештају централне банке, оне су у мају месецу 2010. године смањене за 37 милиона евра и на крају тог месеца износиле су 10,73 милијарде евра. Међутим, нето девизне резерве су износиле нешто преко шест милијарди евра. Више о томе: Упуство за спровођење одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, Сл. гласник РС, бр. 116/06,44/08,100/08.103/08,16/09,45/09,50/09 и 111/09.

40 Ако се нека банка повуче из Србије, а то је могуће јер није продужен Бечки споразум, она ће повући и та средства, а уколико би се увео фиксни курс или се утврдио неки курс на крају године, тешко да би девизне резерве биле довољне да одбране динар. Опширније на: <http://www.ekonomija.org/index.php.mact=News>, 25. јул 2010.

стопа код нас од каматних стопа у свету, а не само од инфлације.⁴¹ Како би смањила депресијацију динара, услед нарасле тражње и посустале понуде девиза, Народна банка Србије је поставила нове стандарде које ће се примењивати на девизном тржишту јер је учесталим интервенцијама само спречавала да се курс брже формира на новом равнотежном нивоу. Стога се одлучује на поновно увођење „фиксинг састанка“ на девизном тржишту (што је још једна карика која удаљава слободно формирање девизног курса), тиме што се појављује као повлашћени актер који прикупља продајне и куповне налоге пословних банака и потом одлучује по ком курсу ће трговати са пословним банкама. Критичари економске политике у Србији сматрају да је постојећи девизни режим доста атипичан у смислу да иако су се економске власти определиле за контролисано флукутирајући девизни курс у задржавање базих интеграција над монетарном политиком, овај систем карактерише обиље ригидних елемената. Истиче се да се у монетарним операцијама унилатерално прихватају индетитети карактеристични за валутни одбор.⁴² Анализе су показале да контролисано флукутирајући курс губи своју предност уколико се „преагресивном“ контролом курса улази у зону прецењености курса домаће валуте. То значи, да треба радити на томе да тржиште само коригује реалну вредност курса, тј. прихвати постепено номиналну депресијацију домаће валуте са истовременом контролом инфлације.⁴³ Веома је битно да се процес финансијског посредовања подстиче мерама регулативне политике (системом осигурања депозита уз контролисану либерализацију капиталних трансакција).⁴⁴ Напуштање флексибилног девизног курса у циљу уласка Србије у Европску Монетрану Унију (што би значило везивање валуте), не би представљало добро решење због потенцијаних асиметричних поремећаја који би проузроковали велике трошкове. Од увођења евра 2002. године, динар је 11. јануара 2010. године, забележио најнижу вредност јер је званични средњи курс износио 97,4290 динара за еврo. Стручњаци Народне Банке Србије указали су на то да држава није ни куповала ни продавала еуро на девизном тржишту, већ је извршена његова конверзија у динаре код централне банке, којима су исплаћена заостала потраживања. Према једним истраживањима, појава велике тражње за девизама на ограниченом девизном тржишту је настала као последица куповине девиза у кратком периоду од стране предузећа како би измирила своја дуговања. Према другим истраживања, [пад вредности динара](#)

41 Ако се банкама да информација колики ће бити курс на крају године, како се тај датум буде приближавао, оне ће куповати девизе по нижој цени знајући да ће продати по оној коју је централна банка одредила.

42 Срђан Т. Маринковић, Избор девизног режима, резултати и ограничења, Економски анали, бр.168, 2006., стр. 73-82.

43 Ibid., стр. 91.

44 Срђан Маринковић, Инфраструктура сигурности финансијског система: предлог реформе, Банкарство, 5-6, 2004., стр. 14-27.

оправдава се заменом девиза које је држава добила од ММФ-а и њиховом разменом за динаре код централне банке исплаћивањем буџетских корисника. На тај начин су девизе остале у оквиру девизних резерви, само што су се налазиле на рачуну Народне банке, уместо на рачуну државе.⁴⁵ Како би „одбранила” динар чија је вредност у току маја месеца 2010. године вртоглаво падала и зауставила тај драматичан пад, само у мају Централна банка је продала укупно 340 милиона евра, да би 26. маја продала чак 100 милиона евра на међубанкарском девизном тржишту (иако се током међубанкарске трговине евро куповао и по цени од преко 104 динара, средњи курс се на крају дана зауставио на 102,81).⁴⁶ Сматра се да су главни “кривци” велике количине динара која се нашла у „потрази за девизама“ биле пословне банке.⁴⁷ Највећи терет курсне разлике плаћају грађани који имају кредите везане за евро, јер корисник стамбеног кредита који је узео стамбени кредит пре три године, сада при оваквим дешавањима на девизном тржишту би морао да издвоји много више новца за месечну рату да би надокнадио разлику у курсу.⁴⁸ Потребно је напоменути да главни инструмент монетарне политике у том периоду била и остала референтна каматна стопа.⁴⁹ У теорији међународне економије се наводи *хипотеза економског тројства*, као излаз државе из проблема везаног за стабилизацију девизног режима. Ради се о увођењу фиксног девизног курса, уз истовремено омогућавање слободног тока капитала и независности монетарне политике. Да ли је то оствариво или се морају изабрати два од ова три поменута циља је питање на које нема једнозначног одговора. Девизни курс се може фиксирати без активне улоге Народне банке, али само тако што ће она контролисати токове капитала; или држава може имати слободан ток капитала, али задржати монетарну аутономију, али само тако, што ће оставити девизни курс да флукутира, или може изабрати да остави слободан ток капитала и стабилизира девизни курс, али да за последицу онда остави слободу постављања каматних стопа у циљу

45 Уобичајени обим дневног промета на српском међубанкарском девизном тржишту износи око 50 милиона евра, а прилив од ММФ-а је био око 434 милиона евра, управо тај део буџетских плаћања, који повећава тражњу за девизама, креира притисак за даље смањивање вредности динара. <http://nbs.rs/scripts.html.show>.

46 Домаћа валута је била најјача 4. јануара, када је евро вредео 95,97 динара. <http://nbs.rs/scripts.html..>

47 «Вишак» динара појавио се због изласка банака из репо хартија, које су дошле на наплату. Тако се појавила велика количина динара на међубанкарском тржишту која није одговарала понуди девиза. Квартални монитор економских трендова и политика у Србији, оп. cit., стр. 10.

48 На пример, за стамбени кредит од 45.000 евра са фиксном ратом од 336 евра, корисник је у септембру 2008. године издвајао 25.670 динара, по тадашњем курсу од 76,4 динара за евро. Тако да је посредњем курсу у месецу мају, Народне банке Србије морао да издвоји око 9.000 динара више, односно 34.645 динара.

49 E. Becker, op. cit., 31-49.

борбе да против рецесије или инфлације као што је то до сада био случај са енормно високом референтом каматном стопом Народне банке Србије.⁵⁰ Почетком 2010. године референтна каматна стопа је била изузетно висока и износила је 17,75 %.⁵¹ Наиме, Народна банка Србије одржава референтну каматну стопу на високом нивоу услед бојазни од повећања инфлаторног притиска. Народна банка је годину дана од почетка кризе у Србији држала високу референтну стопу за коју се није имало оправдање и на тај начин учинила високе приходе пословним банкама, а привреди и становништву натоварили додатне намете. Повећање референтне стопе треба да наведе пословне банке да повећају каматне стопе на кредите, што би требало да утиче на смањену потражњу привреде и становништва за кредитима, као и на пад потрошње становништва и привреде.⁵² У претходном излагању напоменули смо да је Народна банка Србије је од почетка 2010. године продала више од 1,2 милијарде евра, односно већи део кредита ММФ-а, али и тај потез није дао очекиване резултате, па је динар настављао да пада у односу на европску монету и прешао је ниво од 104 динара за евро. Као резултат тога јавила се постепена депресијација која је нормална појава код примене режима флукутирајућег курса, тако да корекција курса динара се не може сматрати претераном с обзиром на то да је да је ниво курса динара од почетка 2010. године промењен за нешто више од 10%. Тражња за девизама у Србији која ствара хаотичну ситуацију на девизном тржишту последица је сливања вишка капитала који је имобилисан у хартијама од вредности Народне банке Србије са једне стране и енормном понудом кредита и раста тражње за увозним производима, правећи централној банци велике камате које доспевају за наплату. Управо та количина новца и представља сметњу на финансијском тржишту јер ствара инфлаторни притисак, нарочито када излази из земље јер са собом подиже тражњу за девизама.⁵³ Народна банка Србије може наставити да интервенише на девизном тржишту, може трошити девизне резерве, али ће пре или касније морати да изврши убрзану депресијацију. Ако Народна банка Србије одлучи да настави политику одбране курса динара, морала би увести капиталну контролу и зауставити девизни одлив. Такође, Народна банка Србије може напустити конторлисану депресијацију и тако довести ниво курса на равнотежни према односима релативних цена, односно дугорочно детерминисаним износом валутног курса. У периоду економске кризе која је почела септембра 2008. године, Народна банка Србије и Влада су

50 Ibid.

51 М. Ђукић, Ј. Момчиловић, Ј. Трајчев, Модел за средњерочне пројекције Народне банке Србије, Стручни радови, Сектор за економске анализе и истраживања, Народна банка Србије, децембар, 2010.

52 Ibid.

53 Д. Милићевић, Фиксни versus флексибилни девизни курс. <http://www.ekonomija.org/indeNewsarticleid>.

координираним мерама покушавали да очувају финансијску стабилност у чему су једним делом и успели. Тако је била обезбеђена девизна ликвидност, односно високе девизне резерве захваљујући политици флексибилног курса, али и поред тога динар је изгубио 35% своје вредности, што је знатно више од пада других валута у нашем региону. Ипак треба имати у виду да је девизни курс огледало једне привреде и да је веома тешко имати јак динар у привреди која остварује недовољне извозне резултате. Трајно опредељење наше монетарне политике требало би да представља постепено прелажење на реални и равнотежни курс који би као такав требало да буде у функцији повећања производње, запослености, повећања конкурентности привреде и смањења енормног дефицита спољно-трговинске размене. Народна банка Србије је својим интервенцијама у последњих годину дана потрошила доста новца из девизних резерви у циљу одржавања фискалне стабилности, а фактор који ће детерминисати дијапазон ових интервенција у будућем периоду, је и прилив страних директних инвестиција, ризичност региона и економски опоравак у Европској Унији. Имајући у виду да је динар у претходном периоду забележио и номиналну и реалну депресијацију уз благи опоравак економске активности, посматрано у дугорочним интервалима не увиђају се економски параметри који би утицали на даљу значајнију депресијацију националне валуте. Народна банка Србије је институција која успоставља врло богату комуникацију не само са представницима других државних органа и финансијским институцијама, већ и са привредницима и грађанима који могу изражавати своје предлоге и мишљења. Ипак, не треба испустити из вида чињеницу да Народна банка као врховна монетарна институција наше земље има врло јасне циљеве и инструменте у погледу одржавања макроекономске стабилности и вођења девизног курса. Из тог разлога се никакви компромиси и притисци са стране не могу толерисати, јер једино са пуном независношћу од извршне власти, она те циљеве може и остварити у највећој могућој мери у којој историјски тренутак то и дозвољава.

Закључак

Узимајући у обзир чињеницу да су економски односи у објективној друштвеној стварности изузетно динамични и подложни разноликим утицајима, не може се утврдити режим девизног курса који би био оптималан у дужем временском периоду. За земље у транзицији међу којима се налази и наша земља је од суштинског значаја да политика одржања стабилности девизног курса која се одвија под будним оком Народне банке буде прилагођена условима привреде. Инсистирање на употреби флексибилног девизног курса, који је инхерентан економијама развијених земаља у окружењу, може бити праћено бројним контроверзама, уколико у земљи не постоји довољан степен формираности институционалне и тржишне структуре. Флексибилни режим

девизног курса показује већу способност прилагођавања променама у реалним и логичним компонентама система економске политике проузрокованог шокovima и обезбеђује већи степен самосталности монетарне политике, што је у пракси Народна банка својим интервенцијама у периоду од протеклих десет година и покушавала да оствари. Токови болних и непопуларних промена девизног курса са којима су се својевремено суочавале и остале земље у транзицији, укључујући и бивше социјалистичке земље у нашем блиском окружењу, требало би да послуже као искуствени пример нашој земљи у њеном процесу евроинтеграције.

Резиме

Предмет анализе у овом раду јесте улога централне банке на девизном тржишту и интервенције које она преузима у циљу стабилизовања девизног курса. У том смислу се најпре разматрају карактеристике постојећих модела девизних курсева, са акцентом на њихове предности и недостатке у имплементацији. У даљем тексту се разматрају нормативни оквири девизног тржишта у Србији ради утврђивања адекватног режима девизног курса прилагођеног условима домаће привреде. Девизни курс представља веома значајан индикатор за посматрање и оцену стања економије једне државне заједнице, одређивање њеног односа са привредом развијених земаља које је окружују и којима се она посматрано у дугорочним временским хоризонтима жели приближити. Узимајући у обзир чињеницу да су економски односи у објективној друштвеној стварности изузетно динамични и подложни разноликим утицајима, не може се утврдити режим девизног курса који би био оптималан у дужем временском периоду.

Marko Dimitrijević, LL.B.

Junior Assistant,

Faculty of Law, University of Niš

**THE ROLE OF THE CENTRAL BANK IN
EXCHANGE RATE STABILIZATION**

Summary

The subject matter of this paper is the role of the Central Bank in the foreign exchange market and its interventions assumed for the purpose of stabilizing the exchange rate. In this context, the author first explores the characteristics of the existing exchange rate models, focusing on the advantages and disadvantages in terms of their implementation. Further on, the author analyses the normative framework of the foreign exchange market in Serbia in order to determine the appropriate exchange rate regime which would be pertinent to the conditions in the national economy. The exchange rate is a very important indicator for monitoring and evaluating the state of economy in a community, as well as for determining its relationship with the economies of the developed countries in its immediate environment which a national economy would eventually like to draw closer to in the long run. Given the fact that the economic relations in an objective social reality are very dynamic and subject to diverse influences, it may be difficult to institute an exchange rate regime that will be optimal in a longer period of time.

Key words: *exchange rate, Central Bank, foreign exchange market, foreign exchange policy.*

