

2 SISTEMI DEVIZNOG KURSA

U trećem polavlju smo videli kako se formira devizni kurs i koji faktori na njega utiču. Devizni kurs koji se slobodno formira na tržištu usled interakcije između ponude i tražnje za devizama se naziva slobodno fluktuirajući devizni kurs. Na slobodno fluktuirajući devizni kurs država ne utiče, odnosno on je isključivo posledica delovanja tržišnih sila ponude i tražnje za devizama. Takav je slučaj sa većinom konvertibilnih valuta kao što su američki dolar, evro, jen, kanadski dolar, britanska funta, itd. Međutim, posmatrano sa aspekta deviznih sistema koji postoje, slobodno fluktuirajući devizni kurs je samo jedna od politika deviznog kursa za koju neka zemlja može da se opredeli da je sprovodi. Odnosno, u sledećoj podeli će biti navedeni različiti sistemi deviznog kursa, počev od sistema koji čvrsto fiksiraju domaću valutu (tu treba navesti režime dolarizacije, valutnog odbora i fiksnog deviznog kursa), do onih režima koji se kreću ka sve slobodnijim sistemima determinacije kursa, pri čemu je slobodno fluktuirajući devizni kurs najliberalniji način utvrđivanja nivoa deviznog kursa na koga utiču samo tržišne sile ponude i tražnje za devizama. Prema tome, u ovom poglavlju se objašnjavaju sledeći sistemi deviznog kursa:

- 1) fiksni devizni kurs,
- 2) puzajući devizni kurs,
- 3) pokretni koridor,
- 4) monitoring koridor,
- 5) upravljano fluktuirajući devizni kurs, i
- 6) slobodno fluktuirajući devizni kurs.

1) Fiksni devizni kurs

Režim deviznog kursa može povećati kredibilitet ekonomske politike, doprineti da se smanji inflacija, eliminiše rizik deviznog kursa i stabilizuju uslovi međunarodne robne razmene. Suština je da zemlja utvrđuje fiksni paritet svoje valute prema nekoj čvrstoj valuti (obično je to zemlja sa kojom ima najveći udeo spoljnotrgovinske razmene), pri čemu je dozvoljeno da nivo dnevne oscilacije domaće valute u odnosu na utvrđeni paritet ne bude veći od $\pm 1\%$. Ako zbog tržišnih okolnosti (povećane ponude ili tražnje za devizama) dođe do tendencija da devizni kurs probije tu usku barijeru, onda je centralna banka dužna da interveniše na deviznom tržištu (ponudom ili tražnjom deviza) i tako spreči odstupanje deviznog kursa od zacrtanog pariteta. Postoji mišljenje da fiksni devizni kurs deluje povoljnije na međunarodnu razmenu nego fluktuirajući devizni kurs, je ne postoji rizik deviznog kursa, odnosno da će doći do značajnih pomeranja kursa u budućnosti, što privrednicima koji učestvuju u međunarodnoj trgovini daje prostora da prave dugoročne planove. U režimu fiksnog deviznog kursa, centralna banka može da obavlja funkciju zajmodavca

u krajnjoj instanci prema domaćem bankarskom sektoru, što je veći stepen slobode u odnosu na valutni odbor.

Međutim, zbog činjenice da centralna banka stalno ima obavezu da vodi računa o stabilnosti kursa, ona zbog toga gubi mogućnost da se bavi diskrecionom monetarnom politikom u smislu prilagođavanja referentne kamatne stope privrednim ciklusima. Drugim rečima, zbog čvrstog vezivanja valute za drugu valutu, zemlja sa fiksnim kursom mora da prilagođava svoje kamatne stope kamatnim stopama zemlje za čiju se valutu vezala. Da to nije slučaj dolazilo bi do seljenja kapitala između dve zemlje, odnosno ka onoj zemlji u kojoj su kamatne stope više. Priliv ili odliv kapitala koji bi bio posledica razlika u kamatnim stopama i koji bi se dešavao u zemlji koja je uvela fiksni kurs bi izazvao turbulencije na domicilnom deviznom tržištu, što bi moglo da dovede do toga da centralna banka ne bude u stanju da odbrani fiksni devizni kurs, čime bi centralna banka izgubila kredibilitet kod javnosti.

Kao i u slučaju valutnog odbora, zemlje koje uvedu fiksni devizni kurs podređuju unutrašnju ravnotežu spoljnoj ravnoteži, tj. izbalansiranom uvozu i izvoza. Drugim rečima, u režimu fiksnog kursa ne postoji mogućnost da zemlja depresira valutu (što se zove nominalno prilagođavanje) i time poboljša konkurentsku poziciju svojih proizvoda na internacionalnom tržištu. Umesto toga, zemlja sa fiksnim kursom mora da se realno prilagođava da bi došla do poboljšane konkurentnosti (nižih cena svojih proizvoda), a to znači veća produktivnost (što podrazumeva bolju tehnologiju) ili smanjenje nadnica radnika, što smanjuje troškove proizvodnje i na kraju utiče na nižu cenu gotovog proizvoda. Međutim, kao što je rečeno, smanjivanje nadnica nikad nije popularna mera i može dovesti do ozbiljnih društvenih nezadovostava, što može dovesti i do promene vlasti. Zbog toga, odluka o tome da se uvede fiksni devizni kurs mora biti dobro promišljena i izvagana, da se vide šta su njegove prednosti, a šta mane, ne bi zemlja ušla u problem kada počne da primenjuje ovaj režim deviznog kursa.

Takođe, treba reći da zemlje koje primenjuju fiksni devizni kurs mogu biti podložne uticajima tzv. destabilizujućih špekulacija. Ovo se dešava u situaciji kada špekulanti svojim delovanjem na deviznom tržištu (napuštanjem domicilne valute), što podrazumeva veću potražnju za rezervnom (čvrstom) valutom, imaju nameru da dovedu centralnu banku u situaciju da ne može da odbrani devizni kurs jer nema dovoljan nivo deviznih rezervi čvrste valute. U takvoj situaciji, ako je centralna banka u nemogućnosti da interveniše sa deviznim rezervama na deviznom tržištu, ona biva primorana da devalvira svoju valutu u odnosu na čvrstu valutu (uspostavlja se viši devizni kurs „preko noći“, odnosno odlukom). Devalvacija domicilne valute je i bio cilj koji su špekulanti hteli da postignu, jer sada špekulanti koji u posedu imaju rezervnu (čvrstu valutu) mogu da dobiju više jedinica domicilne devalvirane valute, za koju sada mogu da kupe više robe na robnom tržištu, čime su ostvarili profit samo na bazi trgovanja devizama.

Generalno, smatra se da su fiksni devizni kursevi bolje rešenje ukoliko se zemlja suočava sa velikim unutrašnjim udarima, poput visoke inflacije, nestabilnog deviznog kursa i neuravnoteženog platnog bilansa. Takođe, uvrženo mišljenje u literaturi međunarodnih finansija je da je sistem fiksnog deviznog kursa bolje rešenje za male otvorene privrede, koje trguju sa velikim zemljama i gde se registruju unutrašnji poremećaji proistekli iz monetarnih izvora. Suprotno tome, u slučaju velikih zemalja, koje imaju razvijenu spoljnu trgovinu, smatra se da su fleksibilni devizni kursevi bolje rešenje od fiksnih kurseva.

2) Puzajući devizni kurs

Prethodno navedeni režimi dolarizacije, valutnog odbora i fiksnog deviznog kursa, predstavljaju režime vrlo čvrstog vezivanja (ili zamene u slučaju dolarizacije) domicilne valute za neku čvrstu valutu ili valutu sidra. Međutim, pošto u praksi često nije moguće održati režim čvrstog vezivanja valute (*hard peg*) onda su zemlje počele da primenju brojne režime deviznog kursa koji su u osnovi fiksni devizni kurs, ali sa tom osobinom da ne postoje jako striktno odrednice da on mora da bude održan. Ti devizni režimi će biti objašnjeni u nastavku, a u njih spadaju: puzajući devizni kurs, pokretni koridor i monitoring koridor.

Puzajući devizni kurs je režim deviznog kursa koji je u osnovi fiksni devizni kurs, u kome se nacionalna valuta vezuje za jednu čvrstu valutu ili korpu više valuta, sa dozvoljenim uskim značajnim oscilacijama od $\pm 1\%$, ali je dozvoljena mogućnost povremene i postepene promene pariteta, kada zacrtani paritet nije održiv. U suštini, režim puzajućeg deviznog kursa pokušava da izbegne velike i nagle promene deviznog kursa, što je svojstveno sistemu fiksnog deviznog kursa. Zamišljen je kao model češćih i manjih promena deviznog kursa u procesu približavanja ravnotežnom deviznom kursu. Ukoliko je unapred poznato da se, na primer, svakog meseca vrši korekcija deviznog kursa, učesnici u međunarodnoj trgovini bi imali takve informacije, i mogli bi da se prilagode unapred definisanim promenama deviznog kursa. Međutim, to bi bilo poznato i špekulantima, koji bi nastojali da operacijama na deviznom tržištu ostvare profit. To bi moglo da deluje destabilizujuće na devizno tržište.

Ovaj model deviznog kursa su primenjivale neke zemlje u tranziciji u nastojanju da ublaže posledice realnih udara i inflatorne pritiske (na primer, Mađarska u periodu 1995-2001. godine). Uglavnom se smatra da ovaj model deviznog kursa nije značajnije doprineo širenju trgovine.

3) Pokretni koridor

U prethodnim primerima vezano za čvrsto vezivanje deviznog kursa, videli smo prednosti i manjkavosti sistema fiksnog deviznog kursa. Zbog toga je tokom 1990-ih godina izneto niz preporuka zemljama da se u izboru deviznog kursa

opredele za područje između fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa. Osnovni cilj primene ovakvih režima je bio da se ograniči nepredviđeno fluktuiranje deviznog kursa, što izaziva pojavu rizika deviznog kursa, a da se istovremeno dozvole njegove blaže oscilacije. Ovaj sistem deviznog kursa u literaturi je nazvan sistemom „ciljnih zona" (eng. *target zones*). Sistem ciljnih zona se razlikuje od puzajućeg deviznog kursa u tome što on ne menja često paritet prema čvrstoj valuti, ali su mu zone oscilacije šire nego kod puzajućeg deviznog kursa.

Najpoznatiji primer ovog modela deviznog kursa je tzv. ERM II mehanizam (*exchange rate mechanism II*), u kojem su članice EU (zemlje u tranziciji, odnosno zemlje istočnog bloka) koje su htele da pristupe EMU zoni morale prvo da uđu da bi se kvalifikovale za prihvatanje evra. Za razliku od ovog mehanizma deviznog kursa, sistem pokretnog koridora su koristile mnoge visoko inflacionirane zemlje u razvoju, kao što su: Čile, Kolumbija, Izrael, Indonezija, Ekvador, Rusija i Venecuela. Raspon okvira ovog koridora nije bio unificiran među zemljama koje su ga primenjivale, nego se on kretao od $\pm 5,5\%$ kod Ekvadora, do $\pm 15\%$ kod Čilea i Rusije. Pokretni koridor je, zapravo, služio kao element antiinflacione strategije, jer podrazumeva obavezu intervencije centralne banke unutar određenog okvira, kako bi se sprečilo da devizni kurs izađe izvan granica okvira, pri čemu je taj okvir relativno širok, što znači i da su intervencije centralne banke relativne retke. U okviru ovog režima postoji mogućnost da se valutni paritet povremeno prilagodi u relativno manjoj meri, kako bi okvir ostao usklađen sa fundamentalnim faktorima.

Prilikom utvrđivanja valutnog pariteta, zemlja mora da odabere valutu zemlje sa kojom ima značajanu spoljnotrgovinsku razmenu. Drugo značajno pitanje je izbor nivoa pariteta. Po pravilu se zemlja suočava sa pitanjem da li bi trebalo da devalvira ili revalvira raniji paritet. Zapravo se radi o izboru između jakog deviznog kursa koji bi sprečio inflaciju, i slabog deviznog kursa koji bi podstakao izvoz. Utvrđivanje fundamentalno ravnotežnog deviznog kursa je jedno od najvažnijih pitanja u primeni pokretnog koridora.

Promene okvira bi trebalo da budu manjeg obima, kako bi se sprecilo da špekulanti razviju očekivanja o potencijalno velikim profitima usled dobre anticipacije budućih promena valutnog pariteta. Takođe, važno pitanje kod pokretnog koridora je izbor širine okvira. U stvari, okvir mora biti dovoljno širok iz najmanje tri razloga. Prvo, ako ne postoje približno tačne procene u vezi sa ravnotežnim deviznim kursom, onda ne bi bilo racionalno sprečiti tržišna kretanja u pravcu uspostavljanja ravnotežnog kursa, što bi se moglo desiti ukoliko okvir nema dovoljnu širinu. Drugi razlog je potreba da se ostavi dovoljno prostora monetarnoj politici u slučaju da zemlja zapadne u recesiju. U tom slučaju, zemlja može smanjiti kamatne stope u odnosu na inostranstvo, kako bi podstakla privrednu aktivnost. I treći razlog je potreba da se ublaže špekulativni pritisci, odnosno što je okvir širi, veća je verovatnoća da će špekulativni napadi biti odbijeni, čime bi špekulanti pretrpeli velike gubitke.

4) Monitoring koridor

Monitoring koridor predstavlja oblik režima deviznog kursa gde devizni kurs oscilira u utvrđenim okvirima oko centralnog pariteta, što je isto kao i kod pokretnog koridora, i koji može da se menja u zavisnosti od kretanja osnovnih makroekonomskih agregata. Međutim, osnovna razlika između pokretnog koridora i monitoring koridora leži u tome što u režimu monitoring koridora ne postoji obaveza centralne banke da brani devizni kurs unutar granica okvira. Vlasti imaju slobodu da intervenišu unutar okvira, kako bi smirile preterane oscilacije deviznog kursa. Isto tako, ukoliko su tržišni pritisci isuviše jaki, vlasti mogu dozvoliti da devizni kurs izađe izvan okvira. Dakle, ovaj model deviznog kursa ne podrazumeva intervenciju centralne banke, ali se ona može preduzeti ukoliko monetarne vlasti procene da će to smiriti velike oscilacije deviznog kursa. Ako su granice okvira unapred poznate i ukoliko vlasti imaju instrumente kojima mogu da vrate „odbegli“ devizni kurs u utvrđene okvire, to može obeshrabriti špekulante da ne vrše pritisak na devizno tržište. Drugi razlog zbog koga mogu da izostanu ovi pritisci je ocena tržišnih učesnika da su vlasti dobro procenile dugoročni ravnotežni devizni kurs, prilikom utvrđivanja granica okvira. Većina zaključaka koji se odnose na pokretni koridor važe i za monitoring koridor.

5) Upravljanje fluktuirajući devizni kurs

Kao što je rečeno u prethodnim podpoglavljima, primena čvrstog vezivanja domicilne valute za neku stabilnu i jaku valutu (primena fiksnog deviznog kursa i raznih modaliteta fiksnog kursa), ne dozvoljava usklađivanje deviznog kursa uzimajući u obzir postojeće neravnoteže u platnom bilansu. Odnosno, fiksni kurs uvek ostaje fiksni (dokle god centralna banka ima deviznih rezervi da ga brani), a neravnoteže u neusklađenosti između većeg uvoza i manjeg izvoza moraju da se reše realnim putem, tj. povećanjem konkurentnosti domaće privrede, što se postiže ili povećanjem produktivnosti ili smanjenjem troškova rada, odnosno nadnica. U teoriji, to se zove realno prilagođavanje, koje predstavlja težu varijantu prilagođavanja, koja duže traje da bi se postigla, ali gledano dugoročno, zdravija je za ekonomiju jer je nastala na realnim osnovama.

Međutim, za razliku od fiksnog kursa, fleksibilni (fluktuirajući) devizni kurs ne nameće tako restriktivne mere prilagođavanja, odnosno poboljšanja konkurentnosti privrede. Drugim rečima, u režimu fleksibilnog kursa, državi je dovoljno da dopusti deviznom kursu da depresira, odnosno da izgubi vrednost prema inostranoj valuti, i konkurentna pozicija zemlje je postignuta istog trenutka. To se dešava jer depresijacija poskupljuje inostrane proizvode domaćim potrošačima, dok istovremeno pojeftinjuje domaće proizvode inostranim potrošačima, utičući na taj način da uvoz opadne, a izvoz poraste

nakon depresijacije. Ovakvo prilagođavanje se naziva nominalno prilagođavanje, ono se mnogo brže postiže, ali i mnogo kraće traje ako depresijacija kursa ne da rezultate. Takođe treba reći da centralna banka nema obavezu da interveniše na domicilnom deviznom tržištu, odnosno da brani fleksibilni devizni kurs, čime čuva svoje devizne rezerve.

Međutim, treba reći da depresijacija kursa ostavlja brojne propratne negativne efekte na privredu. Kao prvo, ti negativni efekti se ogledaju u rastu domicilne inflacije, jer depresijacija poskupljuje uvoz, a neke proizvode je neophodno uvoziti bez obzira na njihovu cenu (kao što su energenti i gorivo), što se onda odražava na cene svih drugih proizvoda i što utiče na porast cena domaćih proizvoda i pad njihove konkurentnosti na međunarodnim tržištima. Sa druge strane, depresijacija kursa pogoršava situaciju subjektima koji su zaduženi u inostranoj valuti, jer na taj način oni moraju odvojiti više domaćeg novca za jednu jedinicu inostrane valute, što „preko noći“ podiže njihovu zaduženost. Ovo važi kako za kompanije i pojedince, tako i za državu. Takođe, depresijacija smanjuje finansijski rezultat (ostvarenu dobit) inostranih kompanija koje posluju u domicilnoj ekonomiji kada tu dobit pretvore u čvrstu valutu, što ih odvraća od daljeg ulaganja u ekonomiju gde je kurs nestabilan. Prema tome, iako na prvi pogled depresijacija deluje kao primamljivo rešenje za privredu koja ima problema sa konkurentnošću i nedovoljnim izvozom, ona može da ima više štete nego koristi. Najgori scenario je da zemlja uđe u spiralu depresijacija kursa → viša inflacija → ponovna depresijacija kursa, iz koje teško može izaći samo preko nominalnog prilagođavanja, a koja ostavlja vrlo duboke i negativne posledice na ceo sistem.

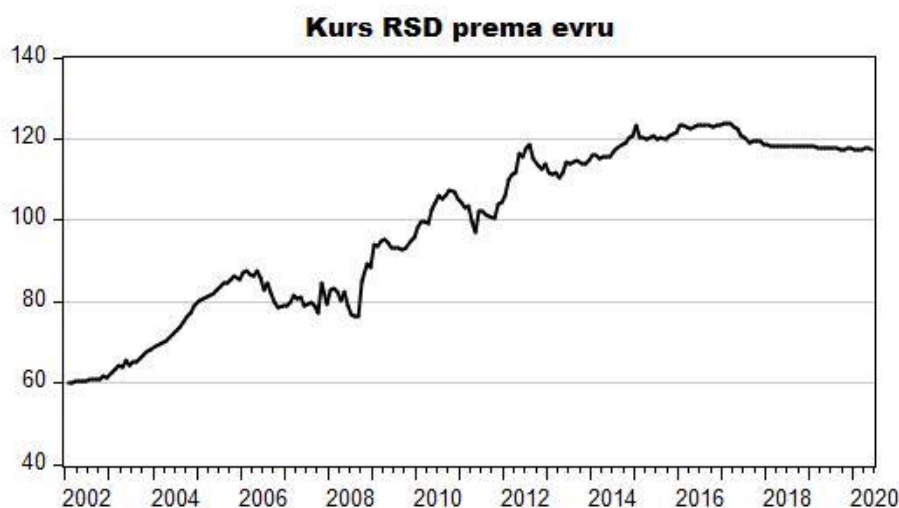
Što se tiče upravljano fluktuirajućeg deviznog kursa, to je režim koji je u suštini fluktuirajući, odnosno na čiju visinu utiču tržišne sile ponude i tražnje za devizama. Međutim u ovom režimu centralna banka po potrebi, na bazi svoje procene, interveniše na deviznom tržištu, kupujući ili prodajući devize, kako bi sprečila prevelike dnevne oscilacije deviznog kursa, za koje je unapred odredila kolike treba da budu da bi ona intervenisala na deviznom tržištu. Podatak o tome kolike oscilacije treba da budu da bi NBS intervenisala na deviznom tržištu nije dostupan javnosti, ali može se reći da je opseg ti oscilacija između 5-15% u oba smera (odnosno i u slučaju depresijacije i apresijacije kursa) kada centralna banka obavezuje sebe da interveniše na deviznom tržištu kako bi stabilizovala, odnosno umanjila rizik deviznog kursa. Režim upravljano fluktuirajućeg deviznog kursa je zvanični režim koji Narodna banka Srbije sprovodi od 2001 godine.

Empirijski primer 5.2. – Dinamika kretanja deviznog kursa RSD/€

Na slici 5.1. je dat prikaz dinamike deviznog kursa RSD/€ u periodu od 2002-2020. godine. NBS vodi politiku upravljano fluktuirajućeg deviznog kursa, što znači da njega primarno derminišu tržišne sile ponude i tražnje za

devizama na domicilnom deviznom tržištu, a te sile su posledica delovanja fundamentalnih faktora kao što su inflacija, kamatna stopa, nivoi uvoza i izvoza, produktivnost domaće privrede, itd., dok NBS samo povremeno interveniše na domicilnom deviznom tržištu, u cilju sprečavanja prevelikih dnevnih osilacija. Prema tome, dinamiku deviznog kursa RSD/€ određuju tržišni fundamenti, a povremene intervencije NBS nemaju uticaja da utiču na njegov dugoročni trend.

Slika 5.1. Dinamika deviznog kursa RSD/€



Izvor: Delo autora

Kao što se može primetiti, devizni kurs RSD/€ od 2002. godine ima tendenciju depresijacije (gubitka vrednost) u odnosu na evro. Takođe, može se videti da postoje i periodi kada je dinar jačao (apresirao) u odnosu na evro u periodu od 2006 do pred kraj 2008. Međutim, usled izbijanja globalne finansijske krize (2008), RSD/€ je za kratko vreme izgubio mnogo na svojoj vrednosti. Jačanje dinara u periodu od 2006-2008 je objašnjeno u empiriskom primeru 6.1. u sledećem poglavlju. U periodu od 2006-2008. snažno jačanje dinara ne može da se pripiše poboljšanoj konkurentnosti srpske privrede, i razlozi tako rapidnog jačanja kursa RSD/€ su objašnjeni u sledećem poglavlju. Sa druge strane, može se primetiti da od 2017. godine kurs RSD/€ ima tendenciju blage i stabilne apresijacije. Ovakav trend kursa je posledica poboljšanih makroekonomski prilika u Srbiji, koje se ogledaju u stabilnoj i niskoj inflaciji, visokom ekonomskom rastu, poboljšanoj konkurentnosti srpske privrede, koji su rezultat stranih direktnih investicija. Svi faktori koji su navedeni rezultuju u većem izvozu koji posledično podrazumeva veći priliv deviza na srpsko deviznom tržištu, što se odražava na apresijaciju RSD/€, kao što slika 5.1. pokazuje.

6) Slobodno fluktuirajući devizni kurs

Osnovna karakteristika slobodno fluktuirajućeg deviznog kursa je da se on formira potpuno slobodno na deviznom tržištu, usled delovanja fundamentalnih ekonomski sila, odnosno bez ikakvih intervencija centralne banke. Slobodno fluktuiranje kursa primenjuju zemlje čije su valute konvertibilne, kao što su SAD, EMU zona, Japan, Velika Britanija, Kanada, Australija, itd. Pristalice ovog sistema deviznog kursa smatraju da ovaj kurs ravnomernije rešava probleme neravnoteže platnog bilansa, što ublažava špekulacije i smanjuje fluktuacije deviznog kursa. Prednost fleksibilnog deviznog kursa je najočiglednija na području platnog bilansa. Zapravo, neravnoteža u platnom bilansu se ispravlja automatskim promenama deviznog kursa, tako da mere ekonomske politike (monetarne i fiskalne) mogu da se usmere na postizanje unutrašnje ravnoteže: zaposlenost i cenovna stabilnost, privredni rast i razvoj.

Za razliku od sistema fiksnog deviznog kursa, u kojem vlade mogu kurs da drže na precenjenom ili potcenjenom nivou, kod fleksibilnih deviznih kurseva to nije moguće. Neke zemlje u razvoju mogu podsticati izvoz pomoću potcenjenog deviznog kursa. Druge zemlje u razvoju mogu pomoću precenjenog deviznog kursa da stimulišu uvoz opreme za razvoj određenih privrednih grana. Naravno da to vrši pritisak na platni bilans, jer precenjena vrednost nacionalne valute podstiče uvoz i destimuliše izvoz. Sa druge strane, slobodno fluktuirajući devizni kurs ne može da bude ni potcenjen, ni precenjen, zato što se on svakodnevno usklađuje usled delovanja tržišnih faktora i verodostojno odražava trenutno stanje na deviznom tržištu. Značajna prednost sistema fleksibilnih deviznih kurseva leži u tome što centralna banka nema obavezu da interveniše na deviznom tržištu u cilju održavanja deviznog kursa na određenom nivou. Odsustvo intervencije smanjuje državne trškove sadržane u potrebi da se drži određeni iznos deviznih rezervi za potrebe intervencije.