

Pregledni članak

doi:10.5937/NPDUNP1901057S

UDK: 339.743

330.33.015:330.322(497.11+497.16+497.6)

REŽIM DEVIZNOG KURSA U SLUŽBI PRIVREDNOG RAZVOJA- PRIMER SRBIJE, CRNE GORE I BOSNE I HERCEGOVINE

Zenaida Šabotić

Državni univerzitet u Novom Pazaru, Departman za ekonomske nauke

Osnovni cilj ekonomske politike svih zemalja jeste simultano ostvarenje unutrašnje i spoljašnje ravnoteže, uz davanje primata jednom od ciljeva u zavisnosti od trenutnih okolnosti privrednog razvoja. Periodi visokih stopa inflacije u većini zemalja u razvoju imali su za rezultat postavljanje stabilnosti cena kao primarnog dugoročnog cilja monetarne politike. Iako je za postizanje ciljeva ekonomske politike neophodna koordinacija monetarne i fiskalne politike, poslednjih decenija je postignuta saglasnost, ekonomista i političara, o značajnijoj ulozi monetarne politike u postizanju ciljeva. Cilj ovog rada jeste komparativna analiza efikasnosti različitih režima deviznog kursa u zemljama bivše Jugoslavije – Srbiji, Crnoj Gori i Bosni i Hercegovini, kroz povezivanje monetarnih i realnih makroekonomskih indikatora. Nakon predstavljanja teorijskih osnova režima deviznog kursa koji se primenjuju u ovim zemljama, statističkom obradom odabranih makroekonomskih indikatora biće izvršena komparativna analiza njihove efikasnosti.

Ključne reči: dolarizacija, valutna unija, kontrolisano-fluktuirajući devizni kurs.

UVOD

Odabir režima deviznog kursa determiniše pravac razvoja privrede jedne zemlje, naravno, u koordinaciji sa ostalim odlukama monetarne i fiskalne politike. Stepennost privredne razvijenosti, nivo evroizacije, istorijsko-kulturno nasleđe, stepennost otvorenosti, nivo monetarne nezavisnosti zemlje, njeni glavni trgovinski partneri, u velikoj meri upućuju na odabir režima deviznog kursa. Između dva polariteta – fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa, postoji čitav spektar režima deviznog kursa, koji su i najzastupljeniji u praksi zemalja, upravo zbog nastojanja da se iskoriste prednosti oba pola. Problem razvrstavanja zemalja prema implementaciji pojedinih režima deviznog kursa i analize njegove efikasnosti postaje složnije pitanje, zbog raskoraka između onoga što zemlja tvrdi da primenjuje, i onoga što zaista čini. Period zlatnog standarda, bretonvudskog sistema i Evropske monetarne unije, govore u prilog očuvanju i primeni fiksnog deviznog kursa, odnosno nekog njegovog modaliteta. Činjenica je da u režimu fiksnog deviznog kursa monetarne vlasti čuvaju svoj kredibilitet i doprinose privrednoj stabilnosti, kroz smanjenje neizvesnosti u međunarodnim odnosima sa inostranstvom u pogledu deviznih

fluktuacija. Pa ipak, u režimu fiksnog deviznog kursa se smanjuje manevarski prostor delovanja monetarne politike koja je podređena očuvanju stabilnosti deviznog kursa, što za inflatorne tranzicione zemlje, koje se suočavaju i sa problemom visoke nezaposlenosti, kao i privredne stagnacije, može biti ozbiljan nedostatak. Stanley Fisher (2017) predlaže uvođenje središnjeg režima deviznog kursa, između ova dva polariteta, koje je on nazvao “sistematsko rukovođeno fluktuiranje” kao aranžman u kome centralna banka redovno odgovara na tržišne promene, dozvoljavajući da se pojedini tržišni uticaji reflektuju na promenu deviznog kursa, a ostale promene na tržištu reflektuju na promene rezervi strane valute. Kriterijum za upravljanje deviznim kursom je visoka korelacija između promena deviznog kursa i promena rezervi. Bipolarna hipoteza o deviznom kursu nailazi na ozbiljne kritike. Jeffrey Frankel (2004) tvrdi da ne postoji analitički argument za nestajanje režima koji se nalaze između fiksnog i fluktuirajućeg deviznog kursa. Ono što se koristi kao uobičajeno opravdanje jeste nemoguće trojstvo, ali Frankel upravo napominje da su različiti središnji režimi deviznog kursa potpuno u skladu sa nemogućim trojstvom – može se dobiti polovina stabilnosti i polovina nezavisnosti.

Prema najnovijoj klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda (MMF, 2016), postoje četiri tipa deviznog kursa:

- Devizni kurs sa čvrstim fiksiranjem (hard pegs) unutar koga postoje dve kategorije:
 - dolarizacija (no separate legal tender) koju trenutno primenjuje 14 zemalja i
 - valutna unija (currency boards) koja je zastupljena u 11 zemalja.Sve zemlje unutar ovog tipa deviznog kursa kao režim monetarne politike koriste targetiranje deviznog kursa.
- Devizni kurs sa mekim vezivanjem (soft pegs) unutar koga se razlikuje sledećih pet kategorija:
 - konvencionalno vezani aranžmani (conventional pegs) u upotrebi su u 44 zemlje, a zastupljeni režimi monetarne politike jesu targetiranje deviznog kursa i ostali režimi monetarne politike,
 - paritet deviznog kursa sa horizontalnim koridorom (pegged exchange rates within horizontal band),
 - stabilizacioni aranžmani (stabilized arrangements) u upotrebi su u 18 zemalja, a kao režimi monetarne politike koriste se sva četiri: targetiranje deviznog kursa, targetiranje monetarnih agregata, targetiranje inflacije i ostali režimi monetarne politike,
 - pokretni paritet (crawling peg) koristi se u 3 zemlje u kojima je na snazi targetiranje deviznog kursa, kao režim monetarne politike,
 - pokretni aranžman (crawl-like arrangements) zastupljen u okviru 10 zemalja, sa sva četiri režima monetarne politike.
- Fluktuirajući devizni kurs – tržišno određene stope (floating regimes – market determined rates) unutar koga se razlikuju dve kategorije:
 - fluktuirajući devizni kurs (floating) u 40 zemalja, uz upotrebu svih režima monetarne politike osim režima targetiranja deviznog kursa,

- slobodno fluktuirajući devizni kurs (free floating) u okviru 31 zemlje, koje koriste inflatorno targetiranje i ostale režime monetarne politike.
- Ostatak (residual), unutar kojeg postoji kategorija:
 - ostali rukovođeni aranžmani (other managed arrangements), koriste se u okviru 20 zemalja, u kojima se koriste svi režimi monetarne politike, osim inflatornog targetiranja.

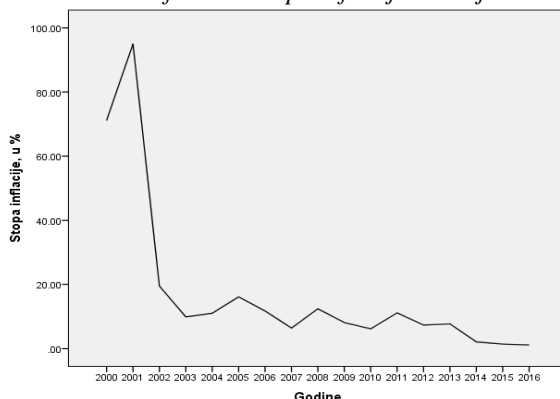
Imajući na umu raznolikost režima deviznog kursa, kao i njihovu efikasnost, u nastavku rada će posebna pažnja biti usmerena na režime deviznog kursa koji se primenjuju u Srbiji, Crnoj Gori, Bosni i Hercegovini, kao i komparativnu analizu makroekonomskih pokazatelja u ovim zemljama čije su vrednosti uslovljene kako primenom različitih režima deviznog kursa, tako i režima monetarne politike.

1. Rukovođeno fluktuirajući devizni kurs u Srbiji

Prema klasifikaciji MMF, Srbija se nalazi u grupi 26 zemalja koje primenjuju fluktuirajući devizni kurs i inflatorno targetiranje kao režim monetarne politike, uz referentnu kamatnu stopu kao osnovni instrument monetarne politike. Ključni argument u korist primene fleksibilnih deviznih kurseva jeste monetarna nezavisnost. Devizni kurs se može koristiti kao apsorpcioni mehanizam za eksterne šokove. U slučaju nastanka nekog eksternog šoka, očuvanje unutrašnje ravnoteže ima primat u odnosu na spoljašnju ravnotežu. Rukovođeno fluktuirajući devizni kurs u svom nazivu sugerise principe svog funkcionisanja – devizni kurs se formira na tržištu, pod uticajem ponude i tražnje, bez postojanja unapred definisanih targeta za devizni kurs, uz povremene intervencije monetarnih vlasti na deviznom tržištu. Prema izveštaju o monetarnoj politici, Narodna banka Srbije (NBS) sprovodi režim rukovođeno plivajućeg (fluktuirajućeg) deviznog kursa (NBS, 2017). Takav režim sprovode mnoge zemlje u tranziciji, a u Republici Srbiji on se sprovodi više od jedne decenije. Devizni kurs se formira slobodno, na osnovu ponude i tražnje deviza, a NBS može da sprovodi intervencije na deviznom tržištu radi smanjenja prekomernih kratkoročnih oscilacija kursa dinara, očuvanja cenovne i finansijske stabilnosti i održavanja adekvatnog nivoa deviznih rezervi u skladu sa Memorandumom Narodne banke Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji i programima monetarne politike (NBS, 2008).

Kao što je prikazano na Grafikonu 1, NBS je uspela da u prethodnom periodu, nakon izuzetno visoke stope inflacije 2001. godine, očuva cenovnu stabilnost i održi stopu inflacije u planiranim okvirima (3 ± 1.5).

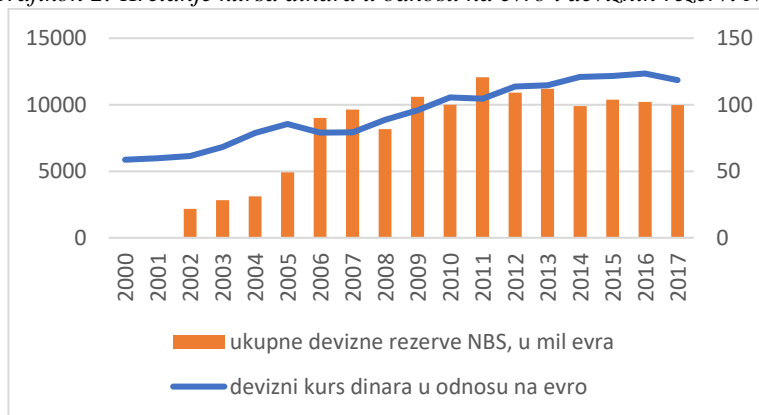
Grafikon 1. Stopa inflacije u Srbiji



Izvor: Ilustracija autora prema podacima Svetske banke

Režim rukovođeno plivajućeg deviznog kursa podrazumeva pravo intervencija u slučaju znatnih dnevnih oscilacija na deviznom tržištu, ugroženosti finansijske i cenovne stabilnosti, i potrebe da se zaštiti adekvatan nivo deviznih rezervi. Svaki priliv kapitala u evrima jača dinar i sa svakim rastom investicija, zaduživanja i donacija, dolazi do jačanja kursa dinara. Ali treba imati u vidu da se zaduživanje u inostranstvu u određenom periodu mora izmiriti, a tu je prisutna i opasnost povlačenja sredstava od strane investitora. U takvim situacijama može doći do naglog slabljenja kursa dinara. Iz tog razloga postoje brojni zagovornici koji smatraju da bi Republika Srbija trebalo da pređe na režim fiksnog deviznog kursa. Visok stepen evroizacije označava intenzivnu upotrebu evra u domaćoj ekonomiji i vezivanje cena, plata i kamatnih stopa za kurs evra. Ovaj fenomen podrazumeva da dinarske cene velikog broja proizvoda prate cene u evrima, što govori u prilog činjenici da Srbija danas ima de facto dvovalutni sistem (Tasić, 2013). Na Grafikonu 2 prikazano je kretanje deviznog kursa u Srbiji i intervencije NBS.

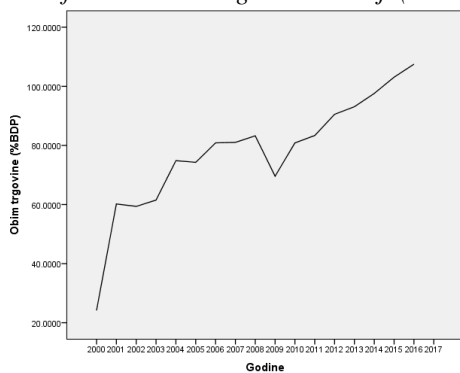
Grafikon 2: Kretanje kursa dinara u odnosu na evro i deviznih rezervi NBS



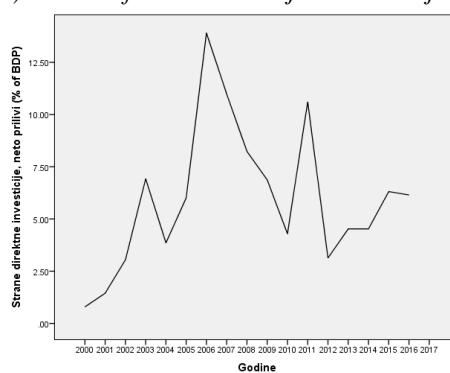
Izvor: Autorova ilustracija, prema podacima Svetske banke

Do 2008. godine postojao je visok priliv kapitala, što je za posledicu imalo apresijaciju dinara. Nakon svetske krize 2007. godine, koja se u Srbiji odrazila na devalvaciju dinara, prema podacima Svetske banke, došlo je do rasta obima trgovine (% BDP) što je prikazano na Grafikonu 3. Kako bi ublažila prekomerne kratkoročne oscilacije kursa dinara prema evru, NBS je intervenisala na međunarodnom deviznom tržištu kupovinom i prodajom deviza, i godinu završila kao neto kupac 725 mln evra, čime su dodatno ojačane devizne rezerve zemlje. Kretanje stranih direktnih investicija (neto prilivi %BDP) prikazano je na Grafikonu 4. Najveći iznos zabeležen je 2006. godine, neposredno pre izbijanja krize, dok je 2010. godine nivo SDI bio na nivou iz 2004. godine. Još jedan drastičan pad priliva SDI zabeležen je već 2012. godine, da bi nakon toga usledio period stabilizacije privrede Srbije i trend rasta priliva SDI. Na Grafikonu 5. Prikazano je kretanje realne kamatne stope (u %). Nakon perioda negativne kamatne stope do 2009. godine, usledio je trend rasta.

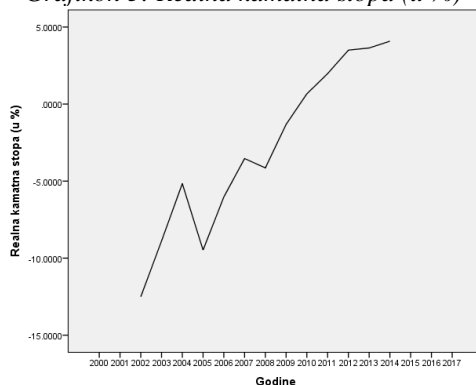
Grafikon 3: Obim trgovine u Srbiji (%BDP)



Grafikon 4: Kretanje SDI u Srbiji



Grafikon 5: Realna kamatna stopa (u %)



Izvor: Ilustracija autora na osnovu podataka Svetske banke

2. Dolarizacija kao režim deviznog kursa u Crnoj Gori

Dolarizacija kao režim deviznog kursa nalazi se na strani rigidnih fiksnih pariteta. Ona podrazumeva upotrebu strane (rezervne) valute kao zakonskog sredstva plaćanja, čime se brišu svi troškovi vezani za konverziju valute, opasnosti od potencijalne devalvacije valute, uz istovremeni uvoz nivoa cena i kamatnih stopa

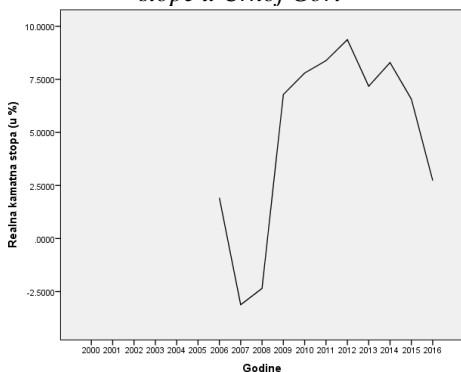
zemlje čija se valuta koristi kao sredstvo plaćanja. Dolarizacija sa sobom nosi brojne prednosti, poput rasta kredibiliteta, smanjenja transakcionih troškova i dugoročnog jačanja veza sa zemljom čija se valuta koristi. Pa ipak, svi nedostaci fiksnog deviznog režima mogu se pripisati i dolarizaciji, s tim što se ovde stvara specifičan gubitak (gubitak emisione dobiti centralne banke), gubitak monetarnog suvereniteta i uloge centralne banke kao zajmodavca u krajnjoj instanci. I prednosti i nedostaci svoju specifičnost dobijaju u odnosu na karakteristike zemlje koja primenjuje pomenuti režim. Naime, ukoliko je reč o zemlji koja je u svom privrednom razvoju bila suočena sa privrednom stagnacijom, visokom inflacijom, velikim budžetskim deficitom, možda gubitak monetarnog suvereniteta nije nedostatak, s obzirom na nemoć koju je monetarna politika pokazala u prevazilaženju disbalansa u monetarnim i realnim privrednim tokovima. Što se tiče primene dolarizacije (odnosno evroizacije) u Crnoj Gori, neophodno je ukratko prikazati istorijat promena monetarne politike u ovoj zemlji. Narodna banka Jugoslavije, čije su članice bile i Srbija i Crna Gora (CG) doživela je veliki broj organizacionih promena. Do početka 70-ih godina, Narodna banka Jugoslavije funkcionisala je kao jedinstvena institucija, da bi 1971. godine, donošenjem Ustavnih amandmana, a nakon tri godine i Ustava, bila organizovana kao sistem centralne banke, po uzoru na Sistem federalnih rezervi Sjedinjenih američkih država (SAD). Ovako organizovana centralna banka prestala je da funkcionise raspadom Jugoslavije, a formiranjem nove Jugoslavije, kao državne zajednice republike Srbije i Crne Gore, ponovo je uspostavljena jedinstvena centralna banka. Međutim, zbog nemogućnosti monetarne politike da u periodu 90-ih godina 20. veka stavi pod kontrolu kretanje inflacije i zbog nezapamćene hiperinflacije 1993. godine, vlada Crne Gore donosi odluku o uvođenju posebne monete, nemačke marke, koja je funkcionisala kao sredstvo plaćanja na njenoj teritoriji. Još jedna novina u funkcionisanju „jedinstvene“ centralne banke bilo je formiranje Monetarnog odbora u Crnoj Gori, čime se suspenduju ovlašćenja centralne banke Jugoslavije. Nakon uvođenja evra kao jedinstvene valute na teritoriji evrozone i prestanka postojanja nemačke marke, Crna Gora prelazi na evro kao nacionalnu valutu. Promenom naziva zajednice Srbije i Crne Gore, tj. Jugoslavije u Državna zajednica Srbije i Crne Gore, centralna banka sprovodi monetarnu politiku samo na delu teritorije, tj. u Srbiji. Nepostojanje jedinstvene valute na celoj teritoriji državne zajednice predstavlja specifičnost u odnosu na sve modele organizovanja funkcionisanja centralnih banaka. Crna Gora je zadovoljavala sve teorijske preduslove uvođenja dolarizacije – u pitanju je mala, otvorena privreda, sa hiperinflatornim iskustvom iz prošlosti, zanemarljivim prihodima od emisije dobiti, visokom zavisnošću od spoljnotrgovinskih odnosa sa Evropskom unijom i značajnom fleksibilnošću radne snage. Osnovni instrument monetarne politike Centralne banke Crne Gore (CBCG) je obavezna rezerva.

Kao glavne prednosti dolarizacije navode se: niska stopa inflacije (bliska stopi inflacije u zemlji “rezervne valute”), ograničenje mogućnosti zloupotrebe monetarne politike, niže kamatne stope kao rezultat niske inflacije i odsustva rizika devalvacije, rast spoljne trgovine, ubrzanje razvoja domaćeg tržišta kapitala, smanjenje transakcionih troškova u međunarodnim ekonomskim odnosima, olakšana

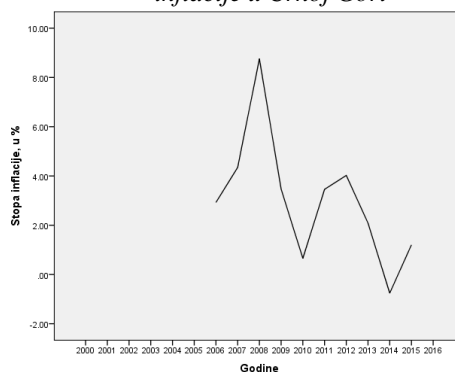
integracija domaćih firmi u međunarodnu ekonomiju i priliv stranih direktnih investicija (SDI), povećanje budžetske discipline, eliminacija valutnog rizika (Fabris et al, 2004.)

Na sledećim grafikonima predstavljeno je kretanje realnih kamatnih stopa, stope inflacije, obima trgovine i stranih direktnih investicija u Crnoj Gori.

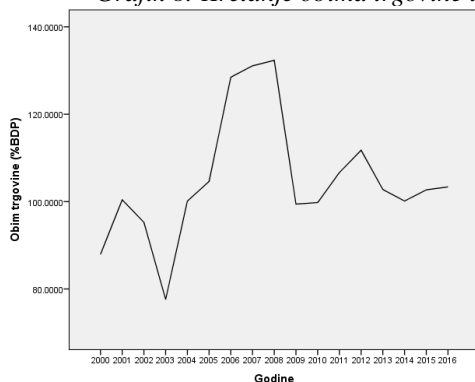
Grafikon 6: Kretanje realne kamatne stope u Crnoj Gori



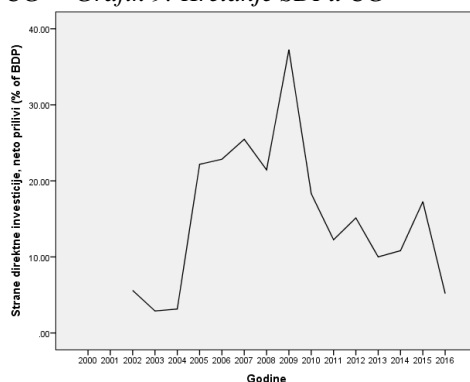
Grafikon 7: Kretanje stope inflacije u Crnoj Gori



Grafik 8: Kretanje obima trgovine u CG



Grafik 9: Kretanje SDI u CG



Izvor: Ilustracija autora prema podacima Svetske banke

Može se uočiti da u Crnoj Gori u prethodnom periodu nisu ostvarene sve prednosti režima dolarizacije (evroizacije). Naime, realna kamatna stopa u CG (Grafikon 6) nakon pada 2007. beleži rast do 2012. godine, takođe i u 2014, da bi nakon tog perioda došlo do pada. Stopa inflacije (Grafikon 7) nakon najveće vrednosti u 2008. godini ima tendenciju pada, najnižu vrednost dostiže 2012. godine. Obim trgovine beleži rast od 2003. do 2008. godine (Grafikonon 8), da bi nakon tog perioda usledio pad i blagi oporavak od 2011. godine. Slične tendencije se uočavaju i u pogledu kretanja priliva stranih direktnih investicija – od 2003. do 2009. godine zabeležen je njihov rast (zbog svetske krize primetan je pad u 2008. godini), da bi nakon tog perioda usledio pad priliva SDI. Nešto veći priliv u 2015. godini niži je od nivoa iz 2007. godine.

3. Valutni odbor kao režim deviznog kursa u Bosni i Hercegovini

Valutni odbor je aranžman sa fiksnim deviznim kursom, koji je vezan za valutu „sidro“, zlato ili čak za korpu valuta, gde se sav novac u opticaju može slobodno konvertovati u rezervnu valutu i gde su osnovna delovanja centralne banke jasno definisana zakonom o centralnoj banci. Iako je model valutnog odbora prisutan više od dva veka, u poslednje dve do tri decenije ponovo se popularizuje njegov značaj za nacionalnu privredu. Zbog velikih promena koje su se desile na svetskoj sceni, uloga valutnog odbora u velikoj je meri dobila na značaju. Valutni odbor uzima u obzir posleratnu situaciju u mnogim zemljama i prepoznaje teškoće koje se pojavljuju i koje će se tek pojaviti, prilikom uspostavljanja institucija i donošenja političkih odluka, u kompleksnom političkom okruženju. Valutni odbor funkcioniše po pravilima pasivne monetarne politike i nema diskrecionih prava kao što ih ima tipična centralna banka.

Zasniva se na sledećim čvrstim pravilima:

- pokriće emisije nacionalne valute stabilna je strana valuta (tzv. rezervna) minimalno u 100% iznosu,
- nacionalna valuta je u svakom trenutku na zahtev konvertibilna u stabilnu stranu valutu za koju je vezana,
- održavanje stabilnosti valute prvi je i osnovni cilj režima kojem su podređeni svi ostali ciljevi.

Uvođenje valutnog odbora posebno je atraktivno za tri grupe zemalja:

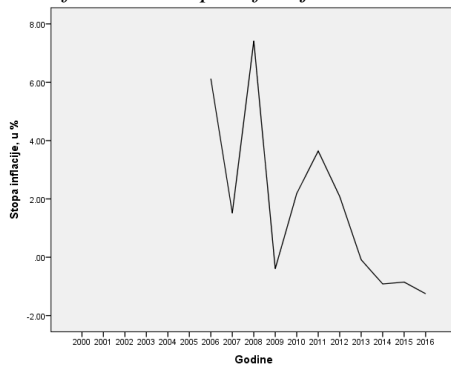
- za male otvorene ekonomije sa ograničenom ekspertizom centralnog bankarstva i finansijskim tržištem u početnom stadijumu,
- za zemlje koje žele pristup širem tržištu ili valutnom području i
- za zemlje koje žele da povećaju kredibilitet dezinflacionih politika zasnovanih na deviznom kursu.

Najvažnije performanse koje valutni odbor obezbeđuje jesu: konvertibilnost domaće valute, niska inflacija, kredibilitet ekonomske politike, automatizam, poverenje, politička i finansijska nezavisnost.

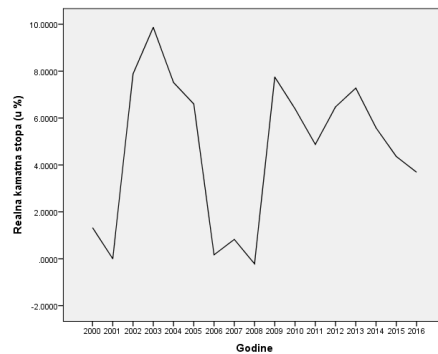
Valutni odbor je nastao kao odgovor na krizne situacije. Ovaj model otporan je na spoljašnje šokove i njegova primena u mnogim zemljama u razvoju je, čini se, bila neophodna. Valutni odbor u Bosni i Hercegovini ustanovljen je Zakonom Centralne banke Bosne i Hercegovine (CBBiH), Sl.glasnik BiH, br. 1 od 29.10.1997. Domaća valuta, konvertibilna marka (KM) vezana je za evro po kursu 1EUR = 1,95583KM. Po Zakonu, kao instrument monetarne politike CBBiH raspolaže samo sa obaveznim rezervama, davanje kredita spada u segment zabranjenih aktivnosti, isto kao i operacije na otvorenom tržištu. CBBiH nema mogućnost direktnog uticaja na kamatne stope. Klasični instrument monetarne politike koji stoji na raspolaganju CBBiH je mehanizam obaveznih rezervi. Na osnovu visine stope obaveznih rezervi ograničava se kreditni potencijal banaka, a time i kreditna ekspanzija. Značaj uloge ovog instrumenta monetarne regulacije obrnuto je proporcionalan razvijenosti finansijskog tržišta. Što je finansijsko tržište razvijenije, to je uloga ovog

instrumenta manje značajna, i obrnuto. Iz pomenutog proizilazi da je u praksi CBBiH ovaj instrument, vrlo važan vodeći računa da je finansijsko tržište u BiH nerazvijeno. Obavezna rezerva služi očuvanju likvidnosti i stabilnosti depozitne banke u slučaju nastanka negativnih događaja. Obavezne rezerve se obračunavaju kao dnevne rezerve (prosečne) u dekadnom periodu. Komercijalne banke drže depozite u domaćoj valuti kod CBBiH na posebnim računima rezervi. Ti depoziti uključuju obavezne rezerve i višak sredstava iznad obaveznih rezervi. Višak iznad obaveznih rezervi na računima rezervi banaka predstavljaju rezerve likvidnosti banaka, koje banke održavaju s ciljem realizovanja dodatnih kreditnih plasmana, odnosno za isplatu deponenata, kao i slobodna sredstva za plaćanje u platnom prometu. Sledeći Grafikoni (10, 11, 12 i 13.) prikazuju kretanje stope inflacije, realne kamatne stope, obima trgovine i stranih direktnih investicija u BiH.

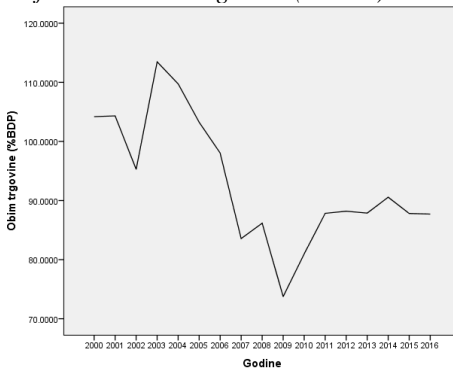
Grafikon 10: Stopa inflacije u BiH



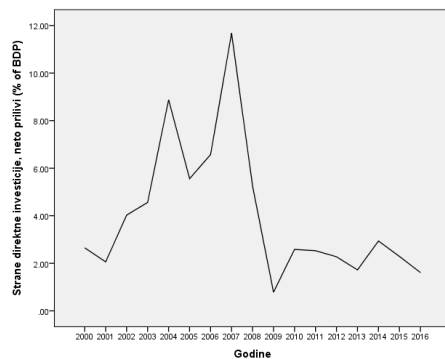
Grafikon 11: Realna kamatna stopa (%)



Grafikon 12: Obim trgovine (%BDP)



Grafikon 13: SDI (neto prilivi %BDP)



Izvor: Ilustracija autora prema podacima Svetske banke

Iako je valutni odbor uveden 1997. godine, podaci Svetske banke ukazuju na značajan uticaj eksternih šokova na kretanje odabranih indikatora u BiH. Stopa inflacije je nakon krize godine stabilizovana, kao i realna kamatna stopa. Obim trgovine u rastu nakon 2009. godine, dok su SDI na nivou iz 2000. godine. Sve to ukazuje na strukturne probleme sa kojima je suočena privreda BiH, na neophodnost daljeg jačanja kredibiliteta institucija i poverenja investitora u iste.

4. Komparativna analiza relevantnih makroekonomskih indikatora odabranih zemalja

Imajući u vidu činjenicu da sve tri zemlje pretenduju da postanu članice Evropske unije, a potom i Evropske monetarne unije, u nastavku je urađena komparativna analiza makroekonomskih indikatora. Korišćeni su podaci Svetske banke za posmatrane tri zemlje, i to u vremenskom periodu od 17 godina (od 2000. do 2016. godine). Makroekonomski indikatori obuhvaćeni analizom su: BDP po glavi stanovnika (izražen paritetom kupovne moći), stopa rasta realnog BDP, stopa nezaposlenosti, stopa inflacije, realna kamatna stopa, stopa trgovine (kao procenat BDP), rashodi države za krajnju potrošnju (kao procenat BDP), strane direktne investicije, izvoz, uvoz.

Tabela 1. sadrži podatke o prosečnim vrednostima i standardnim devijacijama u posmatranim zemljama za odabrani vremenski period. Rezultati su dobijeni korišćenjem SPSS programskog paketa.

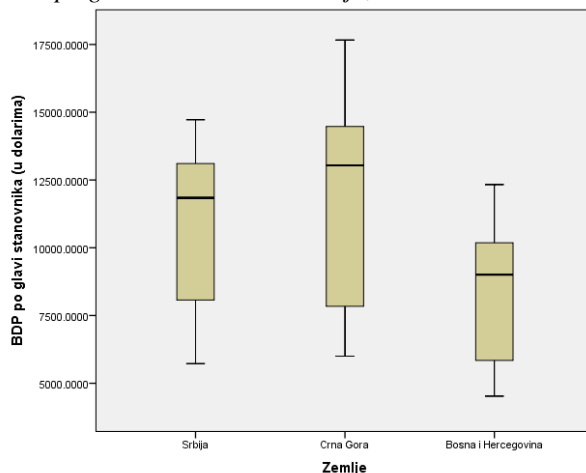
Tabela 1: Deskriptivna statistika odabranih makroekonomskih indikatora

Varijable	Srbija	Crna Gora	Bosna i Hercegovina
BDP po glavi stanovnika	10.652,39±3.037,6	11.720,94±3.781,65	8.300,67±2.587,99
Rast realnog BDP	3,76 ± 3,41	2,72± 3,65	3,83±2,61
Stopa nezaposlenosti	19,13±3,04	18,15±6,67	26,94±2,21
Trgovina (% BDP)	77,95±19,81	104,96±14,37	93,10±10,83
Realna kamatna stopa	0,64±14,95	4,87±4,40	4,73±3,21
Rashodi države za krajnju potrošnju	18,95±1,62	22,83±3,24	22,48±1,19
Izvoz roba i usluga (%BDP)	36,94±8,07	40,40±2,87	31,51±3,37
Uvoz roba i usluga (%BDP)	52,05±4,36	68,37±11,39	58,14±8,20
Strane direktne investicije, neto prilivi	6,56±2,67	17,31±9,16	4,21±3,23
Strane direktne investicije, neto odlivi	0,82±0,58	0,67±2,13	0,36±0,54
Ukupne rezerve (% javnog duga)	41,96±6,04	27,69±10,81	36,46±5,92

Izvor: Kalkulacije autora prema podacima Svetske banke

Za BDP po glavi stanovnika je potvrđena normalnost raspodele ($p > 0,05$) za sve tri zemlje, tako da je primenjena ANOVA za analizu (ne) postojanja statistički značajne razlike u njegovom kretanju. Analiza je pokazala da postoji statistički značajna razlika u vrednostima BDP po glavi stanovnika za posmatrani vremenski period ($p = 0,009 < 0,05$), a rezultati Tukey testa (Levenov test homogenosti varijansi potvrdio je njihovu homogenost, $p = 0,071 > 0,05$) pokazuju da je ta razlika od 3.420,27, sa standardnom greškom od 1.088,73, statistički značajna samo za Crnu Goru i Bosnu i Hercegovinu ($p = 0,008 < 0,05$). To se može videti i na Grafikonu 14.

Grafikon 14: BDP po glavi stanovnika za Srbiju, Crnu Goru i Bosnu i Hercegovinu

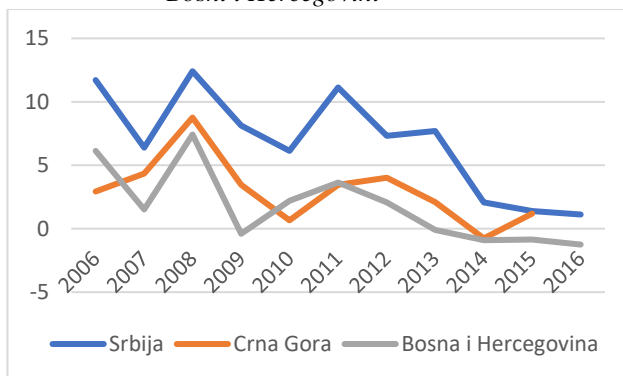


Izvor: Ilustracija autora prema podacima Svetske banke

S obzirom na to da za ostale posmatrane indikatore nije potvrđena normalnost raspodele u svim zemljama, za analizu statistički značajne razlike korišćen je neparametrijski Mann-Whitney U test, koji je pokazao da između Srbije i Crne Gore postoji statistički značajna razlika u trgovini (% BDP) – $p=0,000<0,05$, kao i u državnim rashodima namenjenih krajnjoj potrošnji (% BDP) – $p=0,000<0,05$. Između Srbije i Bosne i Hercegovine je potvrđena statistički značajna razlika u vrednostima trgovine (% BDP) – $p=0,008<0,05$, zatim stope nezaposlenosti – $p=0,000<0,05$, i državnih rashoda namenjenih krajnjoj potrošnji (% BDP) – $p=0,000<0,05$.

Bez obzira na različite režime deviznog kursa i ciljeve monetarne politike, sve tri zemlje su uspele da se izbore sa stabilizacijom stope inflacije, što je prikazano na Grafikonu br.15. Razlog tome leži i u činjenici da sve tri posmatrane zemlje teže da postanu članice Evropske unije, u kojoj je očuvanje cenovne stabilnosti primarni zadatak monetarne politike.

Grafikon 15: Komparativna analiza kretanja stope inflacije u Srbiji, Crnoj Gori, Bosni i Hercegovini



Režimi fiksnog deviznog kursa primenjeni u CG i BiH doprineli su stabilizaciji stope inflacije i nižim vrednostima u odnosu na Srbiju, koja je odabrala režim fluktuirajućeg deviznog kursa, koji sa sobom nosi opasnost većih stopa inflacije. S druge strane, stope rasta BDP, kao i stope nezaposlenosti su veće, odnosno niže u Srbiji, u odnosu na CG i BiH. Interesantan je podatak o ukupnim rezervama (% javnog duga) koje su najveće u Srbiji, koja je u režimu kontrolisano fluktuirajućeg deviznog kursa, u odnosu na dve zemlje u kojima se primenjuje neki modalitet fiksnog deviznog kursa.

ZAKLJUČAK

Odabir režima deviznog kursa, zbog njegove neraskidive povezanosti sa režimom monetarne politike, jedan je od ključnih faktora koji utiču na privredni razvoj zemlje. Ne postoji univerzalno rešenje u pogledu izbora režima deviznog kursa, i u skladu sa njim režima monetarne politike, koje se može primeniti u svim zemljama i dati podjednako dobre rezultate. Posmatrane zemlje su pokazale da se upotrebom potpuno tri različita devizna režima mogu postići odabrani ciljevi monetarne politike i ostvariti privredni rast i razvoj, što ostaje univerzalni cilj. Srbija je odabrala očuvanje monetarne nezavisnosti, što joj je uz režim inflatornog targetiranja donelo privredni rast, stabilizaciju stope inflacije, kao i očuvanje deviznog kursa u uskim granicama fluktuacije u poslednjih nekoliko godina. Bosna i Hercegovina je primenila valutni odbor kao jedino prihvatljivo rešenje u uslovima nepoverenja stanovništva u monetarne vlasti, hiperinflacije, privredne stagnacije i visoke nezaposlenosti. Crna Gora, s obzirom na istoriju monetarnih tendencija u ovoj zemlji, odlučila se za dolarizaciju (evroizaciju). Za Crnu Goru i Bosnu i Hercegovinu će upotreba evra, odnosno fiksiranje vrednosti domaće valute za evro biti olakšavajuća okolnost u pogledu monetarnih integracija unutar Evropske unije, ali je pristupanje Evropskoj monetarnoj uniji za sve tri posmatrane zemlje ipak daleka budućnost, te se treba fokusirati na ostvarenje što boljih rezultata u sadašnjosti.

Reference

- Alesina, A., Wagner, A. (2003). *Choosing (and renegeing on) exchange rate regimes*, NBER Working paper series, No. 9809, 1 – 31.
- Atish, G., Gulde, A., and Wolf, H. (2000). *Currency Boards: More than a Quick Fix?*, *Economic Policy*, 31 (October): 270 – 335.
- Atish, G., R., Ostry, J., and Qureshi, M. (2015). *Exchange rate management and crisis susceptibility: A reassessment*, *IMF Economic Review*, 63(1): 238-276.
- Beker, E. (2006). *Devizno-kursni aranžmani-od ekstrema do "normale"*, *Panoeconomicus*, 1, 31 – 49.
- Fabris, N., Vukajlović-Grba, D., Radunović, T., Janković, J. (2004). *Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu Goru*, Centralna banka Crne Gore, Sektor za statistiku i istraživanja.
- Fabris, N. (2006) *Eurizacija kao režim monetarne politike Srbije?*, *Ekonomski anali*, br. 168, Ekonomski fakultet, Beograd.
- Fischer, S. (2001). *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2): 3 – 24.
- Frankel, J., and Shang-Jin W. (2008). *Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of the Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights*, *IMF Staff Papers*.
- Frankel, J. (2017). *Systematic Managed Floating*, 4th Asian Monetary Policy Forum, Singapore, <https://scholar.harvard.edu/files/frankel/files/systematicmngdfloat2017jul29.pdf>
- International Monetary Fond (2016). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, IMF,ISSN (Online) 2304 – 0831.
- Genberg, H., Swoboda, A. (2005) *Exchange Rate Regimes: Does What Countries Say Matter?* *IMF Staff Papers*, 52, 129 – 141.
- Ghosh, A., Ostry, J., and Qureshi, M. (2014). *Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment*, *IMF Working Paper*, 11, 1 – 46.
- Klein, M. and Shambaugh, J. (2012). *Exchange rate regimes in the modern era*, *MIT Press: Cambridge*.
- Kozarić, K. (2007). *Modeli monetarne sa osvrtom na valutni odbor Bosne i Hercegovine*, Centralna banka Bosne i Hercegovine.
- Krstić, I. (2007) *Istraživački rad: Održivost aranžmana valutnog odbora u BiH*, EPPU, BiH.
- Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F. (2005). *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*, *European Economic Review*, 49(6): 1603 – 1635.
- Marinković, S. (2006) *Izbor deviznog režima: rezultati i ograničenja*, *Ekonomski anali*, br.168, str. 73-94.
- Narodna banka Srbije (2008) *Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji*
https://www.nbs.rs/internet/latinica/30/memorandum_monetarna_strategija_122008.pdf
- Narodna banka Srbije (2017). *Godišnji izveštaj o monetarnoj politici*,
https://www.nbs.rs/internet/latinica/90/90_7/monetarna_politika_2017.pdf
- Rose, A. (2011). *Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky*, *J. Ec. Literature*, 49(3) : 652 – 672.
- Tasić, S. (2013). *Političke i ekonomske implikacije fiksnog kursa*, *Političke perspektive*, 39 – 56.
- Tavlas, G., Dellas, H., and Stockman, A. (2008). *The Classification and Performance of Alternative Exchange-Rate Systems*, *European Economic Review*, 52(6): 941 – 63.

*Primljeno 15. avgusta 2018. godine,
nakon revizije,
prihvaćeno za publikovanje 28. marta 2019.
Elektronska verzija objavljena 10. aprila 2019.*

Zenaida Šabotić je asistent sa doktoratom na Departmanu za ekonomske nauke Državnog univerziteta u Novom Pazaru. Doktorske studije, modul Finansije i bankarstvo, završila je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Nišu. Ključna oblast naučnoistraživačkog rada su finansije i centralno bankarstvo, u okviru koje se bavi međunarodnim finansijama, evropskim integracijama, monetarnom politikom.

EXCHANGE RATE REGIME AS ECONOMIC DEVELOPMENT INDICATOR - EXAMPLE OF SERBIA, MONTENEGRO, AND BOSNIA AND HERZEGOVINA

The main objective of the economic policy of all countries is to simultaneously achieve internal and external balance, while giving priority to one of the objectives, depending on the current circumstances of economic development. High inflation rates in most developing countries have resulted in the establishment of price stability as the primary long-term goal of monetary policy. Although coordination of monetary and fiscal policy is necessary in order to achieve the goals of economic policy, the consensus between economists and politicians about the significant role of monetary policy in achieving goals has been reached. The aim of this paper is a comparative analysis of the efficiency of various exchange rate regimes in the countries of former Yugoslavia - Serbia, Montenegro and Bosnia and Herzegovina through the integration of monetary and real macroeconomic indicators. After presenting the theoretical foundations of the exchange rate regime applied in these countries, statistical analysis of selected macroeconomic indicators will lead to a comparative analysis of their efficiency.

Key words: dollarization, currency union, managed-floating exchange rate

JEL clasiffication: E42, E52, O24