

PRILAGOĐAVANJE POLITIKE DEVIZNOG KURSA DINARA MAKROEKONOMSKIM IZAZOVIMA NACIONALNE EKONOMIJE

Sekulić Aleksandar¹

Pucar Beker Emilija²

Stojkov Stefan³

Sažetak: U radu se analizira izbor i promena režima deviznog kursa u Republici Srbiji počevši od političko-ekonomskih promena 2000. godine, a u kontekstu ključnih makroekonomskih izazova nacionalne ekonomije. Devizni kurs dinara najpre se fiksira za evro u periodu 2000-2009, uz diferenciranje dva podperioda: faza makroekonomske stabilizacije 2000-2003. sa deviznim kursem kao nominalnim sidrom i faza mekog fiksiranja kursa 2003-2009. sa potrebom poboljšanja konkurentnosti nacionalne ekonomije. Nakon fiksiranja deviznog kursa, nacionalna valuta prelazi u režim upravljanog-fluktuiranja, a monetarna vlast u režim inflacionog targetiranja, u periodu 2009-2024. Era upravljanog-fluktuiranja kursa dinara analizira se kroz dva podperioda: de jure i de facto upravljanog-fluktuiranja 2009-2017. i „straha od plivanja” 2017-2024. usled distinkcije de jure (upravljanog-fluktuiranje) i de facto (stabilan kurs dinara) primenjenog režima deviznog kursa. Politika deviznog kursa

¹ Univerzitet u Novom Sadu, Ekonomski fakultet u Subotici, Segedinski put 9-11, Subotica, aleksandar.sekulić@ef.uns.ac.rs,

² Univerzitet u Novom Sadu, Ekonomski fakultet u Subotici, Segedinski put 9-11, Subotica, emilija.beker.pucar@ef.uns.ac.rs; <https://orcid.org/0000-0002-6369-3225>

³ Univerzitet u Novom Sadu, Ekonomski fakultet u Subotici, Segedinski put 9-11, Subotica, stefan.stojkov@f.uns.ac.rs, <https://orcid.org/0000-0001-9418-0556>

monetarnih vlasti nacionalne ekonomije prilagođava se gorućim makroekonomskim izazovima, prevashodno gašenju inflatornog požara (devizni kurs kao nominalno sidro), potrebi poboljšanja izvoza, ekonomskog rasta i eksterne pozicije zemlje (devizni kurs kao stimulans konkurentnosti) ili pak potrebi da se izbegne finansijska nestabilnost nacionalne ekonomije (devizni kurs kao garant finansijske stabilnosti).

Ključne reči: *režimi deviznog kursa, fiksiranje kursa, upravljano fluktuiranje kursa, devizni kurs kao nominalno sidro, devizni kurs kao stimulans konkurentnosti, „strah od plivanja“, „strah od inflacije“, nezvanična finansijska evroizacija.*

UVOD

Pitanje izbora režima deviznog kursa, shodno gorućim makroekonomskim izazovima, krucijalna je odluka iz ugla kreatora monetarne politike. Ukoliko je gorući izazov rastući inflatorni pritisak, devizni kurs preuzima ulogu nominalnog sidra, fiksira se, te deluje stabilizujuće po inflatorna očekivanja. S druge strane, gašenje inflatornog požara i stabilizacija inflacije proširuje manevarski prostor za drugačije makroekonomske prioritete, prevashodno za stimulaciju konkurentnosti, izvoza i ekonomskog rasta.

Naravno, postoje zemlje kojima po definiciji, nezavisno od makroekonomskih izazova, odgovara fiksiranje ili fluktuiranje kursa, bez značajnijeg prilagođavanja devizne i monetarne politike. Reč je o malim i otvorenim ekonomijama, koje zavise od spoljnotrgovinskih i eksternih investicionih tokova, pa fiksni kurs doprinosi makroekonomskoj stabilnosti i izvesnosti. S druge strane, snažnije tržišne ekonomije i one podložne eksternim šokovima, biraju fluktuirajuće devizne aranžmane. Tako, većina valuta najuticajnih ekonomija, sa izuzetkom Kine, fluktuiira na deviznom tržištu, poput američkog dolara, evra, britanske funte, švajcarskog franka, kanadskog, novozelandskog i australijskog dolara, japanskog jena, itd.

Poseban aspekt komparativne analize predstavljaju nekadašnje tranzicione ekonomije (sada članice EU) imajući u vidu zajednički makroekonomski izazov sa nacionalnom ekonomijom, u kontekstu tranzicije i ekonomske konvergencije ka razvijenijim evropskim ekonomijama. Ekonomska konvergencija implicira približavanje

makroekonomskih performansi, poput monetarnih indikatora (inflacije, kamatne stope, devizni kurs), indikatora javnih finansija (budžetski deficit, javni dug), realne ekonomije (ekonomski rast, zaposlenost, produktivnost), kao i eksterne (platnobilansne) pozicije. Ideja konvergencije podrazumeva pripremu evropskih ekonomija za zajedničko funkcionisanje unutar zajedničkog tržišta EU i, naposljetku, unutar evrozone. Jedna grupacija nekadašnjih tranzicionih ekonomija je prilagođavala politiku kursa nacionalne valute sa napretkom procesa konvergencije, dok je druga grupacija zemalja sve do pristupanja EU praktikovala vezivanje nacionalnih valuta za evro.

Monetarna vlast Republike Srbije prati putanju prilagođavanja politike deviznog kursa u kontekstu gorućih makroekonomskih izazova, na putu konvergencije ka razvijenijim evropskim zemljama. Shodno pomenutom, cilj ovog istraživanja predstavlja izvođenje zaključaka baziranih na analizi izbora i promena režima deviznog kursa nacionalne ekonomije u periodu 2000-2024. Devizni kurs dinara je najpre bio čvrsto fiksiran, pa meko fiksiran, potom je kontrolisano fluktuirao uz aktuelno stabilizovanje kursa na deviznom tržištu. Motiv i način promena politike deviznog kursa od čvrstog ka mekom paritetu, od mekog pariteta ka ukidanju pariteta i fluktuiranju, obuhvaćeni su ovim istraživanjem uz identifikaciju ključnih podperioda (faza) i makroekonomskih izazova.

Nakon uvodnih razmatranja, izbor režima deviznog kursa se dovodi u vezu sa makroekonomskim izazovima u teorijskom kontekstu, sa posebnim osvrtom na iskustva nekadašnjih tranzicionih ekonomija. Nakon teorijskog okvira, u tački 2 se razmatra period fiksiranja deviznog kursa nacionalne valute uz apostrofiranje dva podperioda – faze deviznog kursa kao nominalnog sidra i faze mekog fiksiranja deviznog kursa dinara. U okviru tačke 3 se analiza usmerava na fazu upravljano-fluktuirajućeg režima deviznog kursa dinara. Aktuelna faza „straha od plivanja“ detaljnije je elaborirana u okviru tačke 4, dok su krucijalna zaključna razmatranja izneta u okviru tačke 5.

1. POLITIKA DEVIZNOG KURSA I MAKROEKONOMSKI IZAZOVI NA TRANZICIONOM PUTU

Fluktuacije deviznog kursa, ukoliko su česte i prekomerne, mogu destabilizovati nacionalnu ekonomiju, indukujući inflatorne pritiske i destimulaciju međunarodne trgovine i investicija. Izbor fiksnog deviznog

kursa ima primat kada je reč o uspostavljanju i održavanju makroekonomske stabilnosti, preuzimanjem uloge nominalnog sidra (Edwards, 1992; Mishkin, 1999). Ključni nedostatak fiksiranja deviznog kursa predstavlja gubitak kontracikličnog usmeravanja monetarne i politike deviznog kursa, što je ujedno glavna prednost fluktuirajućih deviznih aranžmana. Fluktuirajući kurs implicira monetarnu nezavisnost i autonomnost, jer centralna banka nema obavezu da održi unapred definisani paritet (Woodford, 2000, Frankel, 2003). U režimu fluktuiranja, kurs se dominantno formira u skladu sa tržišnim snagama, te preuzima ulogu stimulanisa konkurentnosti i apsorbera šokova.

Devizni kurs kao stimulanis konkurentnosti i apsorber šokova preporučuje se ekonomijama koje su najpodložnije i najosetljivije na eksterne šokove. Eksterni šok se prenosi sa globalne ekonomije ili ekonomski povezane ekonomije (trgovinskog i investicionog partnera) na nacionalnu ekonomiju, izazivajući poremećaj interne (inflacija/autput) i eksterne (platnobilansne) ravnoteže (Calvo i Reinhart, 2002). Eksterni šok nastupa usled naglog i nepredviđenog pada inostrane tražnje i pojeftinjenja domaćih izvoznih proizvoda usled recesije u globalnoj ekonomiji ili partnerskim ekonomijama, kao i poskupljenja uvoznih proizvoda na globalnom tržištu usled poremećaja lanaca snabdevanja. Ukoliko je kurs fluktuirajući, pod dejstvom eksternih šokova bi automatski depresirao, popravio konkurentnost domaće privrede pojeftinjujući izvozne, a poskupljujući uvozne proizvode. Slabljenjem domaće valute bi se barem ublažilo dejstvo eksternog šoka na domaći izvoz i agregatnu tražnju, te sprečile dalje negativne reperkusije po ekonomsku aktivnost i zaposlenost (Edwards i Levy Yeyati, 2005). Dokazano je da su zemlje sa fluktuirajućim kursovima lakše prebrodile globalne ekonomske krize, odnosno zabeležile su slabiju recesiju (manje intenzivan pad autputa i zaposlenosti) zahvaljujući depresijaciji svojih valuta. Suprotnom pomenutom, zemlje sa fiksnim deviznim kursovima su beležile oštrije recesije u kriznim okolnostima, jer je kurs predstavljao kočnicu lakšeg i bržeg ekonomskog prilagođavanja (Carriere-Swallow, Magud i Yepes, 2018). Prema tome, fluktuirajući kurs je superioran po pitanju fleksibilnosti, autonomnosti i kontracikličnosti monetarnih vlasti, dok je fiksni kurs izbor pri sputavanju inflatornih pritisaka i makroekonomske stabilizacije.

Iz ugla monetarne strategije nacionalne ekonomije, posebno je interesantna komparacija sa izazovima i iskustvima nekadašnjih tranzicionih ekonomija. Iskustva su različita, jer ekonomije biraju režim

deviznog kursa shodno nacionalnim ekonomskim prioritetima i performansama, uz nužno prihvatanje negativnih strana svih režima deviznog kursa. S jedne strane, identifikuje se grupacija evropskih ekonomija koje od početka tranzicije praktikuju fiksiranje kursa. Estonija, Litvanija i Letonija su od početka tranzicije fiksirale devizni kurs sve do pristupanja evrozoni 2011, 2014 i 2015. godine, respektivno (Belhocine i sar., 2016). U osnovi, monetarna politika je sve vreme bila pasivna i podređena održavanju fiksnog kursa, bez značajne monetarne autonomije i kontraciklične uloge. Pristupanje monetarnoj uniji nije donelo velike promene ovim ekonomijama, jer de facto monetarni suverenitet nije ni postojao zbog rigidno-fiksiranog kursa, što je i ozvaničeno (de jure) prihvatanjem evra umesto nacionalnih valuta. U grupi zemalja koje praktikuju fiksiranje kursa na putu ka EU nalazi se i Bugarska, zemlja članica EU, ali ne i evrozone (Beker Pucar i Glavaški, 2020).

Drugačiju monetarnu putanju pratila je grupa nekadašnjih tranzicionih ekonomija koja je prilagođavala politiku deviznog kursa shodno makroekonomskim izazovima na putu konvergencije ka EU. Zemlje Višegradske grupe (Poljska, Češka, Slovačka, Mađarska) prošle su put od fiksiranja kursa na početku tranzicije, preko središnjih (hibridnih) deviznih aranžmana, sve do upravljano-fluktuirajućih deviznih režima (Bakker, 2017). Slovačka je pristupila evrozoni 2009. godine, a preostale zemlje Višegradske grupe još uvek nisu članice evrozone. Gubitak kontraciklične i suverene uloge monetarne vlasti u ovim zemljama očito dominira u odnosu na potencijalne koristi pristupanja monetarnoj uniji, posebno imajući u vidu nestabilnost evrozone u globalnim kriznim okolnostima i naglašenije recesione konsekvence članica evrozone (Stojkov, Beker Pucar i Glavaški, 2022).

Monetarna vlast Republike Srbije pratila je monetarnu putanju pripadnica Višegradske grupe, praktikujući najpre devizni kurs kao nominalno sidro u fazi makroekonomske stabilizacije, potom središnji režim deviznog kursa i, naposljetku, upravljano fluktuiranje deviznog kursa dinara uz izrazit „strah od plivanja.” Naredne tačke detaljnije predstavljaju monetarne faze Republike Srbije na tranzicionom putu, promenu makroekonomskih izazova i prioriteta, uz posledično prilagođavanje politike deviznog kursa.

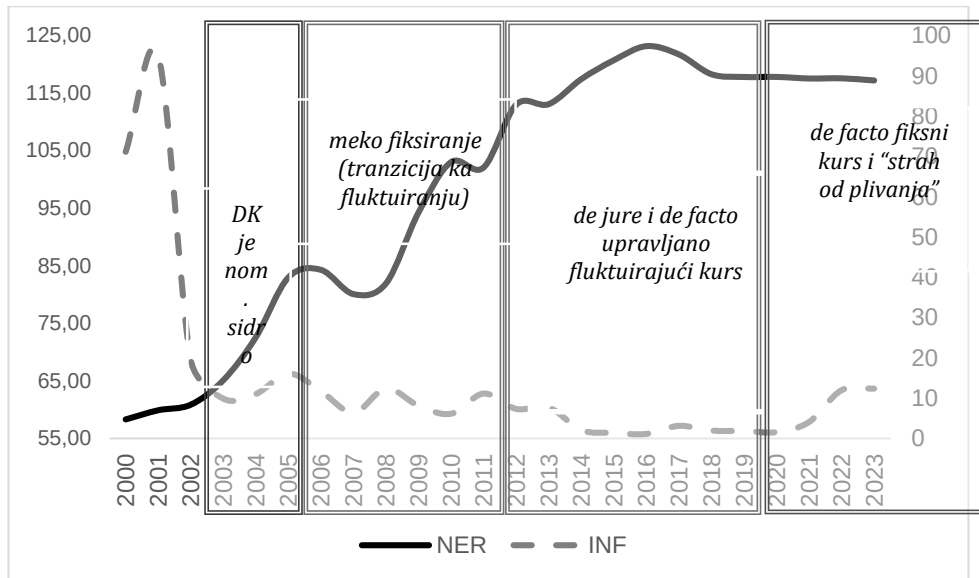
2. KONVENCIONALNO I MEKO FIKSIRANJE NACIONALNE VALUTE

Nakon izrazite inflatorne nestabilnosti tokom devedesetih godina prošlog veka, novija monetarna istorija nacionalne ekonomije započinje od 2000. godine sa promenom društveno-političkog sistema, uz prihvatanje neoliberalnog ekonomskog koncepta. Devizni kurs je bio fiksiran za evro u periodu 2000-2009. godine, s tim da razlikujemo dva podperioda: (i) fazu makroekonomske stabilizacije 2000-2003. sa ulogom deviznog kursa kao nominalnog sidra; (ii) fazu mekog fiksiranja, odnosno središnjeg (hibridnog) režima deviznog kursa.

Devizni kurs bio je konvencionalno fiksiran za evro u periodu 2000-2003. godine, preuzimajući ulogu nominalnog sidra. Imajući u vidu hiperinflatornu prošlost, te očekivanja tržišnih učesnika da je rast deviznog kursa kompatibilan rastu inflacije, prirodno rešenje je da se u fazi makroekonomske stabilizacije devizni kurs upotrebi kao nominalno sidro (Ilzetzki, Reinhart i Rogoff, 2017). Slika 1 prikazuje kurs dinara u odnosu na evro (leva osa) i stopu inflacije (desna osa) u periodu 2000-2023. Na slici je posebno označena početna tranziciona faza, faza makroekonomske (inflacione) stabilizacije, u periodu 2000-2003. godine sa održavanjem relativno stabilnog kursa dinara. Posledica fiksiranja kursa predstavlja uspeh u obaranju i stabilizaciji stope inflacije sa 95% 2001. na 10% 2003. godine. Naglim i uspešnim spuštanjem stope inflacije, devizni kurs je opravdao ulogu nominalnog sidra.

Ukoliko inflacija nije akutni problem, devizni kurs ne mora biti nominalno sidro, već može biti u funkciji drugačijeg ekonomskog prioriteta – stimulansa konkurentnosti, podsticaja izvoza, samim tim ublažavanja deficitne pozicije tekućeg bilansa i ubrzanja ekonomskog rasta. Na slici 1 se uočava da se sa obaranjem stope inflacije 2003. godine paritet deviznog kursa pokreće naviše, u formi mini devalvacija (pokretni ili puzajući paritet). Pomenuta promena politike kursa dinara kompatibilna je promeni makroekonomskih prioriteta, sa gašenja inflatornog požara na poboljšanje konkurentnosti nacionalne ekonomije (druga faza u okviru slike 1). Prema tome, tranzicija ka fluktuiranju putem središnjih (hibridnih) deviznih aranžmana otpočinje 2003. godine mekim fiksiranjem kursa dinara. U drugoj fazi mekog fiksiranja deviznog kursa, paritet je i dalje prisutan, ali je očigledan trend devalvacije sa ciljem popravljanja konkurentnosti privrede. Tranzicioni period primene središnjeg (hibridnog) režima deviznog kursa traje do 2009. godine, kada se i zvanično prelazi na upravljano fluktuirajući režim.

Slika 1: Nominalni devizni kurs RSD/EUR (leva osa) i stopa inflacije (desna osa) u periodu 2000-2023.⁴



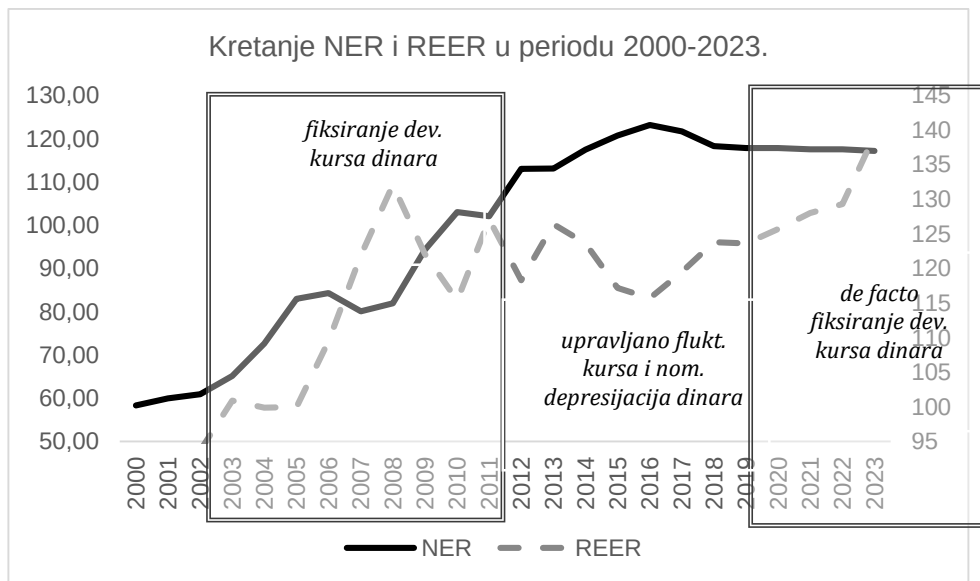
Izvor: International Monetary Fund (2024) i World Bank (2024).

Na slici 2 se uočava promena režima deviznog kursa nakon početne faze makroekonomske stabilizacije, reflektovana u devalvaciji dinara sa 60 RSD/EUR u 2003. godini na 94 RSD/EUR 2009. godine. Međutim, održavanje deviznog kursa fiksnim vremenom dovodi do preценjenosti domaće valute, te apresijacije realnog deviznog kursa i pogoršanja konkurentnosti. Konačno, pogoršanje konkurentnosti se efektira u rastućem deficitu tekućeg bilansa. Deficit tekućeg bilansa nadalje komplikuje ekonomsku situaciju vršeći depresijacijski pritisak na deviznom tržištu, topljenje deviznih rezervi ili potrebu privlačenja eksternog kapitala zarad finansiranja deficitne pozicije tekućeg bilansa. Pored nominalnog deviznog kursa dinara, slika 2 prikazuje i realni devizni kurs dinara u periodu 2000-2023, sa posebno označenom fazom fiksiranja kursa dinara (de jure fiksiranje) i propratnom apresijacijom realnog deviznog kursa. Sledi faza upravljanog fluktuiranja, obeležena značajnijom depresijacijom nominalnog deviznog kursa, što je zaustavilo

⁴ NER – nominalni devizni kurs RSD/EUR, baza International Financial Statistics, International Monetary Fund; INF – stopa inflacije, baza World Development Indicators, World Bank;

trend pogoršanja konkurentnosti, odnosno apresijacije realnog deviznog kursa. I ponovo, u aktuelnoj fazi de jure upravljanog fluktuiranja i de facto fiksiranja kursa od 2017. godine, jasno se detektuje ponovni trend apresijacije realnog deviznog kursa.

Slika 2: Nominalni devizni kurs (leva osa) i realni devizni kurs dinara (desna osa) u periodu 2000-2023.⁵



Izvor: International Monetary Fund (2024) i Narodna banka Srbije (2024).

Indikatorom realnog deviznog kursa se potvrđuje veza fiksiranja nominalnog deviznog kursa i precenjenosti domaće valute, odnosno apresijacije realnog deviznog kursa i pogoršanja konkurentnosti nacionalne ekonomije. Pokušaj prevazilaženja novih makroekonomskih izazova inicirao je ponovno prilagođavanje politike deviznog kursa dinara 2009. godine, oslobađanjem od pariteta i fiksiranja kursa, te prelaskom na upravljano-fluktuirajući devizni aranžman i politiku ciljanja (targetiranja) inflacije.

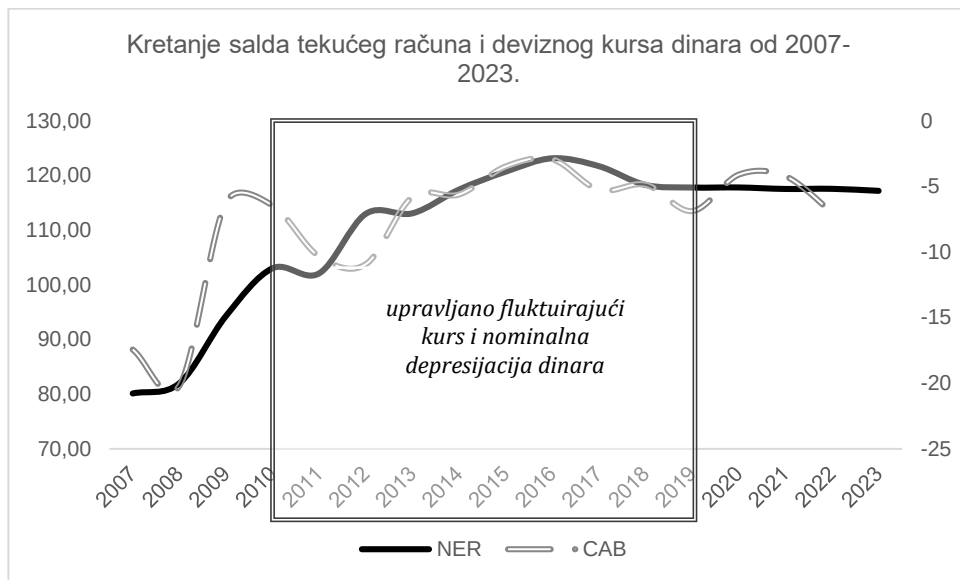
⁵ NER – nominalni devizni kurs RSD/EUR, International Financial Statistics, International Monetary Fund; REER – indeks realnog efektivnog deviznog kursa, 2005=100, rast indeksa se tumači kao apresijacija realnog deviznog kursa, i *vice versa*; baza Statistika kamatnih stopa i kursa dinara, Narodne banke Srbije;

3. UPRAVLJANO-FLUKTUIRANJE DEVIZNOG KURSA NACIONALNE VALUTE

Nova faza u politici deviznog kursa nacionalne valute otpočinje 2009. godine, zvaničnim prihvatanjem režima upravljanog flukturanja. Ukidanjem pariteta, centralna banka nema obavezu odbrane unapred zacrtane vrednosti domaće valute, te kurs preuzima ulogu apsorbera šokova i stimulansa konkurentnosti. Narodna banka Srbije (NBS) više ne targetira devizni kurs, već stopu inflacije uz donju i gornju marginu – tzv. inflaciono targetiranje ili ciljanje inflacije (Narodna banka Srbije, 2008). Oslobođanjem od obaveze odbrane unapred zacrtanog pariteta, monetarna politika de jure postaje suverena i autonomna, uz aktivaciju kontraciklične funkcije. Faza upravljanog fluktuiranja zvanično nije okončana, ali je jasna promena u politici deviznog kursa od 2017. godine. Prema tome, period upravljanog fluktuiranja deviznog kursa dinara obuhvata dva podperioda: (i) de jure i de facto upravljanje deviznog kursa u periodu 2009-2017; (ii) de jure upravljanje deviznog kursa, a de facto fiksiranje deviznog kursa – tzv. fenomen „strah od plivanja“.

Na osnovu slike 2 je već konstatovano zaustavljanje apresijacije realnog deviznog kursa i pogoršanja konkurentnosti u fazi upravljanog fluktuirajućeg deviznog kursa, što potvrđuje ulogu deviznog kursa kao stimulansa konkurentnosti. Naime, period depresijacije nominalnog deviznog kursa u periodu 2009-2017. koincidira sa prekidom rasta (apresijacije) realnog deviznog kursa. Shodno pomenutom, očekivano je poboljšanje pozicije tekućeg bilansa, odnosno redukovanje deficita, što potvrđuje slika 3. Slika 3 prikazuje kretanje nominalnog kursa dinara i saldo tekućeg bilansa u periodu 2007-2023. godine, sa fokusom na period de facto upravljanog fluktuiranja do 2017. U ovoj fazi uočljiva je oštra nominalna depresijacija dinara sa 96 dinara 2009. godine na 124 dinara za evro 2016. godine. Istovremeno, depresijacija nominalnog kursa dinara koincidira sa poboljšanjem eksterne pozicije zemlje, odnosno doprinosi topljenju deficita tekućeg bilansa (Knežević i Penjišević, 2021). Deficit tekućeg bilansa, prevashodno determinisan deficitom robne razmene, redukovan je sa -20% BDP na -3% BDP u periodu upravljanog fluktuiranja kursa dinara. Možemo zaključiti da je za korigovanje hronično deficitne pozicije tekućeg bilansa iskorišćen mehanizam redistributivnog prilagođavanja platnog bilansa, odnosno nominalno slabljenje domaće valute uz posledično poboljšanje konkurentnosti nacionalne ekonomije i tekućeg bilansa.

Slika 3: Nominalni devizni kurs dinara (leva osa) i saldo tekućeg bilansa (desna osa) u periodu 2007-2023.⁶



Izvor: International Monetary Fund (2024) i World Bank (2024).

4. „STRAH OD PLIVANJA“ NACIONALNIH MONETARNIH VLASTI

Aktuelna faza distinkcije de jure i de facto primenjenog deviznog režima nastupa 2017. godine uz zaustavljanje nominalne depresijacije deviznog kursa i njegovu stabilizaciju. Reč je o fenomenu „straha od plivanja“ okarakterisanim de jure fluktuirajućim kursem nacionalne valute, ali koji je de facto stabilan uprkos odsustvu zvaničnog pariteta. Pomenuta situacija implicira da devizni kurs nije u funkciji apsorbera šokova i stimulansa konkurentnosti, već u funkciji nominalnog sidra („strah od inflacije“) ili u funkciji čuvara finansijske stabilnosti. Na distinkciju de jure (objavljenog, proklamovanog) i de facto (suštinski primenjenog) režima deviznog kursa ukazuje i International Monetary Fund (2023) apostrofirajući de facto fiksiranje kursa dinara (tzv. stabilizovani aranžman kao vrsta mekog fiksiranja), uprkos zvaničnoj (de jure) politici Narodne banke Srbije.

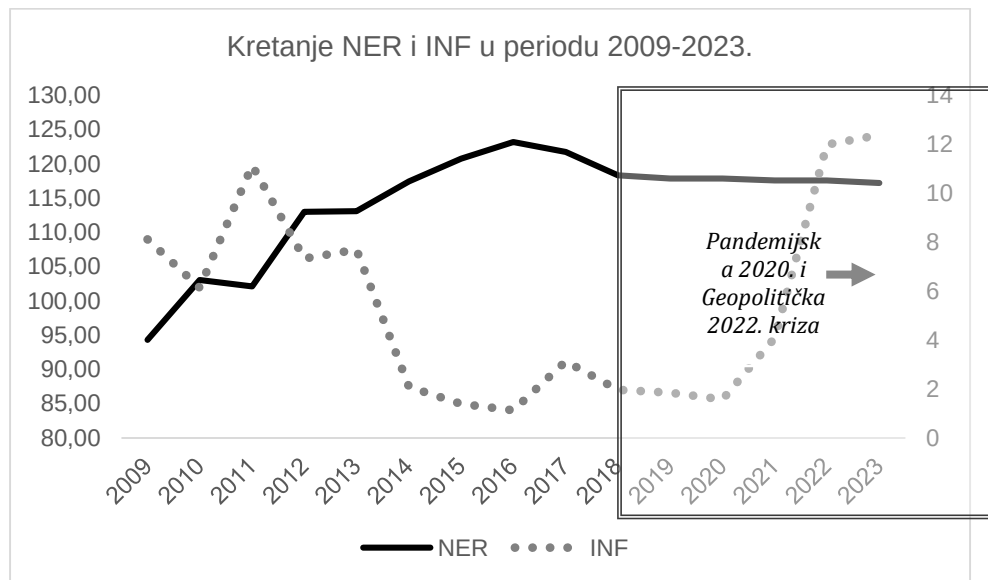
⁶ NER – nominalni devizni kurs RSD/EUR, baza International Financial Statistics, International Monetary Fund; CAB – saldo tekućeg bilansa (% učešće u BDP), baza World Development Indicators, World Bank;

Distinkcija de jure i de facto režima deviznog kursa u kontekstu „straha od plivanja“, fenomen je karakterističan za ranjivije ekonomije (Lahiri i Vegh, 2001; Feenstra i Taylor, 2017; Beker Pucar, 2020), čije monetarne vlasti ne dozvoljavaju značajniju depresijaciju svojih valuta, prevashodno usled „straha od inflacije“ i „straha od finansijske nestabilnosti“. Ovom fenomenu je podložna i nacionalna ekonomija, te je „strah od plivanja“ prisutan tokom čitave faze upravljanog fluktuiranja, ali posebno u aktuelnoj fazi stabilizacije nominalnog kursa dinara od 2017. godine.

Izbijanjem globalnih ekonomskih kriza u formi Pandemijske krize 2020. i Geopolitičke krize 2022. godine dolazi do snažnih inflatornih pritisaka usled poskupljenja hrane i energenata na globalnom tržištu. S obzirom na prirodu inflatornih pritisaka veliki broj ekonomija oseća stagflatorne pritiske, odnosno kombinaciju rastuće inflacije i recesionih tendencija (Pejčić, Sekulić i Glavaški, 2024). Globalne ekonomske krize i preliivanje inflacije sa globalnog na nacionalni nivo u korenu su **„straha od inflacije“**, te predstavljaju motiv stabilizacije kursa domaće valute. U pomenutim kriznim okolnostima neophodno je ponovno aktivirati ulogu deviznog kursa kao nominalnog sidra, jer bi u suprotnom značajnija nominalna depresijacija kursa dinara izazvala još jači inflatorni pritisak.

Pored nominalnog kursa dinara (leva osa), slika 4 prikazuje stopu inflacije (desna osa) u fazi upravljanog-fluktuiranja kursa dinara u periodu 2009-2023. Rast inflacije je evidentan počevši od 2020. godine sa izbijanjem Pandemijske krize, a posebno od 2022. godine sa izbijanjem Geopolitičke krize. U kontekstu „straha od inflacije“ može se razumeti potreba monetarne vlasti da stabilizuje kurs, što se jasno uočava posmatranjem nominalnog kursa dinara u periodu krizno-indukovanih inflatornih pritisaka. Međutim, iako je usled geopolitičkih turbulencija i stagflatornih šokova, smirivanje deviznog kursa intervencijama na deviznom tržištu opravdano, konstatujemo da je kurs de facto fiksiran i pre izbijanja pomenutih kriznih epizoda. Navedeno implicira zaključak da „strah od inflacije“ nije jedini uzrok „straha od plivanja“.

Slika 4: Nominalni devizni kurs dinara (leva osa) i stopa inflacije (desna osa) u periodu 2009-2023.⁷



Izvor: International Monetary Fund (2024) i World Bank (2024).

Pored „straha od inflacije“, krucijalni uzročnik „straha od plivanja“ pronalazi se u (hiper)inflatornim devedesetim godinama koji prethode tranziciji nacionalne ekonomije, odnosno političko-ekonomskim, sistemskim, promenama od 2000. godine. Monetarna vlast sa hiperinflatornom prošlošću suočena je sa borbom na duge staze pri ponovnom uspostavljanju poverenja u domaću valutu. Beg iz domaće valute u sigurnu inostranu valutu (ranije nemačka marka, kasnije evro) prošli je, ali i sadašnji fenomen, poznat kao nezvanična finansijska evroizacija (Chailloux, Ohnsorge i Vavra, 2010). Građani Republike Srbije ostvaruju primanja u dinarima, ali su štednja, imovina i obaveze (dugovi) dominantno izraženi u evrima. Pomenuto „valutno neslaganje“ predstavlja ogromnu prepreku za suvereno vođenje monetarne politike s obzirom da ne postoji kontrola nad onim delom monetarnog sistema vezanog za evro. Nezvanična finansijska evroizacija u pozadini je „straha od finansijske destabilizacije“, odnosno bojazni da slabljenje domaće valute ne inicira

⁷ NER – nominalni devizni kurs RSD/EUR, baza International Financial Statistics, International Monetary Fund; INF – stopa inflacije, baza World Development Indicators, World Bank;

lančanu nemogućnost servisiranja dugova u inostranoj valuti. Održavanje kursa stabilnim u pomenutoj situaciji podrazumeva da je devizni kurs u funkciji „garanta finansijske stabilnosti“.

NBS sprovodi proces dinarizacije, te se postepeno i sporo smanjuje udeo kredita i štednje u evrima. Slika 5 prikazuje meru nezvanične finansijske evroizacije monetarnog sistema Republike Srbije tj. procentualno učešće obaveza u inostranoj valuti u odnosu na ukupne obaveze. Na slici je evidentan povoljan trend spuštanja učešća sa 78% na oko 60%, počevši od 2009. godine sa zvaničnim prelaskom na inflaciono targetiranje i upravljano fluktuirajući kurs dinara. No, i dalje je ovaj procenat suviše visok za značajniju monetarnu fleksibilnost, autonomnost i slobodnije fluktuiranje (plivanje) kursa dinara.

Slika 5: Obaveze u inostranoj valuti u odnosu na ukupne obaveze u periodu 2009-2023.⁸



Izvor: Narodne banke Srbije (2024).

Povoljan signal u pravcu dinarizacije, odnosno smanjenja finansijske evroizacije nacionalne ekonomije, predstavlja povećanje udela dinarskih u ukupnim kreditima na 38% i štednje u dinarima na 40% krajem 2022.

⁸ Obaveze u stranoj valuti u odnosu na ukupne obaveze (% učešće), baza Ključni makroprudencijalni pokazatelji, Narodna banka Srbije.

godine (International Monetary Fund, 2022). Međutim, sve dok dominira štednja i dug u inostranoj valuti (oko 60%) evidentna je izloženost finansijskom riziku, te je proces dinarizacije imperativ pri uspešnom ciljanju inflacije i relaksiranjem kretanju kursa domaće valute (Martin, 2015; International Monetary Fund, 2021). NBS će u vođenju politike deviznog kursa iskazivati „strah od plivanja“ sve dok postoji pretnja da značajnije slabljenje (depresijacija) dinara ne izazove inflatorne pritiske, otežano servisiranje dugova, finansijsku (pa i šire socijalnu) nestabilnost.

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

U ovom radu je analizirano prilagođavanje politike deviznog kursa u Republici Srbiji shodno makroekonomskim izazovima nacionalne ekonomije u periodu 2000-2024. Izbor i promena režima deviznog kursa posmatra se kroz nekoliko faza, ali su ključni period fiksiranja nacionalne valute za evro 2000-2009. i period upravljanog-fluktuiranja 2009-2024. godine.

Na početku tranzicije, pri gorućem makroekonomskim izazovom inflatorne stabilizacije, devizni kurs je preuzeo funkciju nominalnog sidra u periodu 2000-2003. Nominalni devizni kurs je stabilizovan, uz doprinos sputavanju inflatornih pritisaka i obaranju stope inflacije. S obzirom da je inflacija glavni makroekonomski izazov i *conditio sine qua non* ostalih makroekonomskih ciljeva, sa gašenjem inflatornog požara devizni kurs je preuzimao drugačije funkcije. Međutim, fiksiranje deviznog kursa je praćeno precenjenošću domaće valute, apresijacijom realnog deviznog kursa, pogoršanjem konkurentnosti i pozicije tekućeg bilansa, te se vremenom prelazilo se na varijantu mekog fiksiranja (središnjeg režima) deviznog kursa u periodu 2003-2009. godine.

Značajan preokret u vođenju monetarne politike uključivao je ukidanje pariteta i prelazak na režim upravljanog fluktuiranja počevši od 2009. godine. Zvanično, Narodna banka Srbije i dalje praktikuje upravljano-fluktuiranje kursa dinara, uz teoretski dominantno formiranje kursa na bazi tržišnih snaga. Faza de jure i de facto upravljanog-fluktuiranja 2009-2017. obeležena je nominalnom depresijacijom nacionalne valute uz zaustavljanje apresijacije realnog deviznog kursa i pogoršanja konkurentnosti, uključujući ublažavanje deficitnog salda tekućeg bilansa. Aktuelno pozicioniranje politike kursa dinara započeto je 2017. godine sa stabilizacijom nominalnog kursa dinara, te distinkcijom de jure

(fluktuiranje) i de facto (fiksiranje) primenjenog režima deviznog kursa, poznato kao fenomen „straha od plivanja“. Uzroci ponovnog vraćanja na ulogu deviznog kursa kao nominalnog sidra identifikuju se u inflatornim pritiscima, globalno-indukovanim Pandemijskom 2020. i Geopolitičkom 2022. krizom. U pomenutim okolnostima dominira „strah od inflacije“ kao dominantni razlog stabilizacije kursa i sprečavanja dodatnih inflatornih pritisaka. Drugi razlog „straha od plivanja“ predstavlja nezvanična finansijska evroizacija nacionalne ekonomije, odnosno „strah od finansijske i socijalne nestabilnosti“ kao konsekvence značajnijeg slabljenja domaće valute.

Analiza upućuje na kontinuelno prilagođavanje politike kursa dinara shodno gorućim makroekonomskim izazovima, te da je devizni kurs dinara bio u funkciji nominalnog sidra, stimulansa konkurentnosti, čuvara finansijske stabilnosti, uz očekivano dalje prilagođavanje sa promenom makroekonomskih izazova i prioriteta. Slabljenjem tekućih inflatornih pritisaka, primat preuzimaju drugačiji ekonomski ciljevi, prevashodno stimulacija ekonomskog rasta i ubrzanje konvergencije ka razvijenijim evropskim ekonomijama. Pravac budućih istraživanja biće usmeren ka ekonometrijskom modeliranju ovde elaboriranih faza prilagođavanja politike kursa dinara, uz apostrofiranje veza sa internom ravnotežom (stabilnom inflacijom i održivim ekonomskim rastom) i eksternom (platinobilansnom) ravnotežom. Metodološki okvir bi obuhvatio oblast Analize vremenskih serija, kroz ocenu Vektorskih autogresionih modela (VAR), Modela sa korekcijom ravnotežne greške (VEC) ili Autoregresionih modela distribuiranih docnji (ARDL), u zavisnosti od rezultata proceduralnih empirijskih testova koji prethode oceni modela.

LITERATURA

1. Bakker, B. B. (2017). Exchange rate regimes in emerging Europe. 5th Regional Meeting of Governors, Umag, March 30-31.
2. Beker Pucar, E. i Glavaški, O. (2020). The Role of Exchange Rate on the Road towards the Euro Area: The Case of Baltic and Central Emerging European Economies. *Ekonomski časopis*, 68(2), 289-317.
3. Beker Pucar, E. (2020). The Nexus between FOF and Demand-Switching External Adjustment Mechanism: Emerging European and Latin American Floaters. *Argumenta Oeconomica*, 44(1), 47-77. DOI: 10.15611/aoe.2020.1.03

4. Belhocine, N., Crivelli, E., Geng, N., Scutaru, T., Wiegand, J. i Zhan, Z. (2016). Taking stock of monetary and exchange rate regimes in emerging Europe. IMF European department paper.
5. Calvo, G. A. i Reinhart, C. M. (2002). Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*, CXVII (2), 379-408.
<https://doi.org/10.1162/003355302753650274>
6. Chailloux, A., Ohnsorge, F. i Vavra, D. (2010). Euroisation in Serbia. EBRD Working Paper 120.
7. Frankel, J. A. (2003). Exchange Rate vs. Inflation Targeting: A Review of the Theory and the Empirical Evidence. Harvard University Working Paper.
8. Edwards, S. (1992). Exchange Rates as Nominal Anchors. NBER Working Papers 4246.
9. Edwards, S. i Levy Yeyati, E. (2005). Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers. *European Economic Review*, 49(8), 2079-2105.
<https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2004.07.002>
10. Ilzetzki, E., Reinhart, C. M. i Rogoff, K.S. (2017). Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? NBER working paper 23134.
11. International Monetary Fund (2024). International Financial Statistics, Washington, D.C., International Monetary Fund.
12. International Monetary Fund (2022). Republic of Serbia - IMF Country Report No. 22/201.
13. International Monetary Fund. (2023). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Washington, D.C., International Monetary Fund.
14. Knežević, V. i Penjišević, A. (2021). The Influence of the Exchange Rate on the Trade Balance of Serbia. *Ekonomika*, 67(3), 93-105. DOI: 10.5937/ekonomika2103093K
15. Lahiri, A. i Vegh, C. A. (2001). Living with the Fear of Floating: An Optimal Policy Perspective. U: S. Edwards i J. Frankel (ur.), Preventing Currency Crisis in Emerging Markets, Chicago, University of Chicago Press.
16. Martin, V. (2015). Euroisation in Serbia. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 3, 147-180. DOI: 10.1515/jcbtp-2015-0016
17. Mishkin, F. (1999). International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. NBER Working Paper 6965.

18. Narodna banka Srbije (2008). Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji, Beograd, Narodna banka Srbije.
19. Narodna banka Srbije (2024). Osnovni makroekonomski pokazatelji, Ključni makroprudencijalni pokazatelji, Statistika kamatnih stopa i kursa dinara, Beograd, Narodna banka Srbije.
20. Pejčić, J., Sekulić, A. i Glavaški, O. (2024). Stagflationary pressures in the condition of global economic shocks. *The Annals of the Faculty of Economics in Subotica*. 60(52), 59-75. <https://doi.org/10.5937/10.5937/AnEkSub2400004P>
21. Stojkov, S., Beker Pucar, E. i Glavaški, O. (2022). Macroeconomic Adjustments under the Impact of External Shocks: The Case of the Eurozone Periphery and EFTA members. *Civitas*, 12(1), 56-73.
22. Woodford, M. (2000). Monetary Policy in a World Without Money. *International Finance*, 3(2), 229-260. <https://doi.org/10.1111/1468-2362.00050>
23. World Bank (2024). World Development Indicators, Washington, D.C, World Bank.

ADJUSTMENT OF THE DINAR EXCHANGE RATE POLICY TO THE MACROECONOMIC CHALLENGES OF THE NATIONAL ECONOMY

Aleksandar Sekulić

Emilija Beker Pucar

Stefan Stojkov

Abstract: *This paper analyzes the choices and changes in exchange rate policy in the Republic of Serbia in response to key macroeconomic challenges since the political and economic changes of 2000. The dinar exchange rate was initially pegged to the euro from 2000 to 2009, a period that can be divided into two subperiods: the phase of macroeconomic stabilization from 2000 to 2003, during which the exchange rate served as a nominal*

anchor, and the phase of soft pegging from 2003 to 2009, responding to the deteriorating competitiveness of the national economy. After the exchange rate was pegged, the national currency shifted to a managed-floating regime, and monetary authorities adopted inflation targeting from 2009 to 2023. The era of managed floating can be analyzed in two subperiods: de jure and de facto managed floating from 2009 to 2017, and the 'fear of floating' period from 2017 to 2023, marked by the distinction between de jure (managed floating) and de facto (stable exchange rate) exchange rate regimes. The exchange rate policy of national monetary authorities has been adjusted to address urgent macroeconomic challenges, primarily the fight against inflationary pressures (exchange rate as a nominal anchor), the need to boost exports, economic growth, and the external position (exchange rate as a competitiveness stimulus), and the need to prevent financial destabilization of the national economy (exchange rate as a guarantee of financial stability).

Key words: *exchange rate regimes, exchange rate pegging, managed-floating, exchange rate as a nominal anchor, exchange rate as competitiveness stimulus, „fear of floating“, „fear of inflation“, unofficial financial euroization. exchange rate regimes, exchange rate pegging, managed-floating, exchange rate as a nominal anchor, exchange rate as competitiveness stimulus, „fear of floating“, „fear of inflation“, unofficial financial euroization.*