



UNIVERZITET U NIŠU  
EKONOMSKI FAKULTET  
Časopis "EKONOMSKE TEME"  
Godina izlaženja XLVIII, br. 1, 2010., str. 13-27  
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš  
Tel: +381 18 528 601 Fax: +381 18 4523 268

## UTICAJ DEVIZNOG KURSA NA PRIVREDNI RAST SRBIJE

**Prof. dr Dragoslav Kitanović\***  
**Miloš Krstić\***

***Rezime:** Veza između valutnog kursa, i stabilnosti i dinamike realne ekonomije zaokupljala je pažnju ekonomske teorije i ranije, a posebno danas. Danas posebno, jer različiti nivoi tržišnosti privreda, od razvijenih do onih u tranziciji, zahtevaju vođenje vrlo suptilne monetarne politike kako bi se obezbedio dinamičan privredni rast. U prvom delu rada dat je kratak osvrt na epistemološku stanu ovih problema, da bi se u drugom delu analizirali pozitivni i negativni dometi aktuelne politike kursa dinara na privredni rast Srbije.*

***Ključne reči:** rast, valutni kurs, paritet kupovne moći, relativne cene, apresirani dinar, fluktuirajući kurs.*

### Uvod

Ovaj rad je posvećen analizi uticaja deviznog kursa na stabilnost i dinamiku privrednog rasta. U savremenoj ekonomskoj literaturi, ova veza je opšte priznata činjenica, pa zato pažnju savremenih analitičara najviše zaokupljaju pitanja kao što su:

- a) uticaj deviznog kursa na tempo privrednog rasta;
- b) uticaj realnog deviznog kursa na promenu privredne strukture;
- c) da li su zakonitosti funkcionisanja stabilnog i razvijenog sistema jedno, a sistema koji se želi revitalizovati i transformisati, tj. sistema koji je u institucionalnom vakumu, nešto drugo kada je u pitanju vođenje monetarne politike?
- d) kakve su posledice kontrolisanog fluktuirajućeg kursa kada se preagresivnom kontrolom kursa uđe u zonu njegove precenjenosti?

---

\* Univerzitet u Nišu, Ekonomski fakultet; e-mail: krsticmilos18@yahoo.com  
UDK 336.748; Pregledni rad  
Primljeno 24.07.2009.; Prihvaćeno: 16.11.2009.

e) kako popuniti GEP realne precenjenosti kursa i njegov nepovoljan uticaj na rast i strukturne promene privrede?

Ako smo na ovaj način ukratko ukazali na naučnu uputnost postavljenog pitanja, njegova epistemološka pozadina je od posebnog značaja, te ćemo u nastavku razmotriti pojmove i termine koje ćemo koristiti.

Nominalni valutni kurs predstavlja cenu jedne valute prema jedinici druge valute na datom tržištu. Na primer, jedan dolar na našem tržištu vredi 60,00 dinara. Dakle 1 dolar = 0,0166 dolara.

Paritet kupovne moći (kupovna snaga novca) predstavlja sumu jedne valute u jedinicama druge valute za kupovinu na tržištu obe zemlje jednake količine iste robe. Na primer, za kupovinu 1 kg hleba u Njujorku potreban je 1 dolar, a u Beogradu 15 dinara (reč je o hlebu istog kvaliteta i ostalih osobina). Paritet kupovne moći je 1 dolar = 15 dinara. Dakle 1 dolar = 0,066 dolara.

Nivo relativnih cena predstavlja odnos cena u dve zemlje u našem slučaju u Njujorku se za 1 dolar može kupiti 1 kilogram hleba u Njujorku, ili četiri kilograma hleba u Beogradu. Proizilazi da je paritet kupovne moći obrnuto proporcionalan odnosu relativnih cena. Nivo njujorške cene hleba čini 400% beogradske, ili beogradske 25% njujorške. Na taj način realni valutni kurs predstavlja funkciju, tj. zavisi od promena nivoa cena u dve zemlje i od promene kursa njihovih valuta.

Ukoliko se spoljnotrgovinski odnosi odvijaju ne samo sa jednom zemljom već sa više, realni kurs će se utvrđivati (dopunjavati) sa evrom, funtom i drugim valutama. Očigledno je da je za našu dalju analizu od presudnog značaja postaje relevantnost odgovora na pitanje od čega zavisi nivo relativnih cena. Uz visok stepen apstrakcije mnoštva manje važnih faktora, te uvažavanja različitosti značaja najvažnijih, dalju analizu baziraćemo na sledećim saznanjima kao datim:

a) Na srednji i dugi rok monetarna sfera nema uticaj na realnu ekonomiju;

b) Produktivnost rada (svaki nivo ekonomskog razvoja ima odgovarajući nivo relativnih cena) i otvorenost nacionalne ekonomije prema spoljnjem svetu, dugoročno i po stabilnosti delovanja predstavljaju najznačajniji faktor nivoa relativnih cena, a onda i realnog valutnog kursa;

c) Obim mešanja države tj. državna intervencija u oblasti cena, poreske i budžetske politike je faktor srednjeročnog karaktera;

### Uticaj deviznog kursa na privredni rast Srbije

---

d) Pri fiksnom deviznom kursu monetarna politika nije nezavisna jer ona ne može da utiče na ukupnu ponudu novca, ali utiče na kompoziciju aktive bilansa stanja emisije banke;

e) U režimu fluktuirajućeg deviznog kursa monetarna politika postaje snažno sredstvo makroekonomskog regulisanja privrednih tokova. Na primer: ekspanzivna monetarna politika uvećava društveni proizvod (u uslovima kada je realni društveni proizvod ispod potencijalnog) jer, između ostalog, dovodi i do sniženja kamatnih stopa, pospešuje izvozna ostvarenja i sl. Prema tome na kratak rok, u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa, monetarna sfera ima uticaja na realnu ekonomiju;

Na valutni kurs, nema sumnje, utiče mnoštvo faktora: od ekonomsko-političkih preko monetarnih, pa sve do dešavanja u realnom delu privrede. Valutni kurs povratno deluje na brojna druga privredna kretanja. Kakav kurs valja negovati da bi se obezbedio ekonomski rast jedne nacionalne ekonomije pitanje je na koje ekonomisti daju različite odgovore, čak i onda kada polaze od istih premisa i činjenica i jednakog vrednovanja doprinosa ekonomske nauke. Ovo iz razloga što mnoštvo faktora i mehanizama deluje pri određivanju valutnog kursa sa različitim intezitetom na ekonomski rast. Posebno zbog toga što jedni faktori deluju u jednom, a drugi u suprotnom smeru, ili pak postoji izražen efekat ekonomskih neizvesnosti. Fiksiranje jednog cilja (na primer, stabilnog kursa) dovodi, ili, povećava, neizvesnost realizacije ostalih ciljeva monetarne politike i sl.

Relevantnost ove kratke epistemološke sadržine može da potvrdi jedan kratak pogled na istoriju. Po Dž. M. Kejnso, značaj pariteta kupovne moći je u tome što je kupovna snaga valuta značajniji faktor makroekonomije nego promena valutnog kursa, ovo zbog toga što kupovna moć brže reaguje na novčanu politiku zemlje. Balasa i Samuelson ostavljaju tzv. Balasa-Samuelsonov efekat. Po njima, s obzirom na to da postoje razlike u nivou produktivnosti rada između zemalja, u zemljama sa visokom produktivnošću rada postoje visoke plate i cene usluga. Odatle sledi i precenjenost njihovog valutnog kursa u odnosu na kupovnu snagu valute. Ova tendencija ima dugoročni i stabilni karakter.[4, str.122]

Bejoui i McDonald polaze od teze da nivo relativnih cena zavisi od faktora realne ekonomije (produktivnosti rada), te da novčani faktori imaju neznatan uticaj. Njihova analiza je pokazala da su dugoročni trendovi dinamike realnih valutnih kurseva uslovljeni faktorima realne ekonomije, dok je srednjeročna dinamika pod uticajem nominalnih (novčanih) tokova. Njihova analiza, i novija saznanja ekonomske nauke, upućuju na zaključak da postoji gravitacija valutnog kursa ka kupovnoj moći valute na dugi rok. No, to je zakonitost samo razvijenih tržišnih ekonomija, a ne i zemalja u

razvoju, ili pak, zemalja u tranziciji. Kod njih se ova veza (tendencija) ne potvrđuje. [4, str. 122.].

### **Aktuelni devizni kurs i cenovna stabilnost**

Osnovni zadaci centralne banke su održavanje stabilnosti cena i stabilnosti finansijskog sistema. U inflatornim privredama, fiksni devizni kurs igra ulogu psihološkog sidra, jer obavezuje centralnu banku na određeno ponašanje. Ta doslednost u operacionalizaciji monetarne politike za rezultat ima poboljšanje osnovnih makroekonomskih pokazatelja: stvaraju se odgovarajući kredibilitet i reputacija u vođenju antiinflacione politike; jenjavaju inflatorna očekivanja i sl.

Zvanično NBS primenjuje politiku kontrolisanog fluktuirajućeg deviznog kursa koji se javlja kao neto posledica ponude i tražnje novca na finansijskom tržištu. U stvarnosti, pak, figuriše fiksni devizni kurs koji NBS, prevashodno putem kontrole referentne kamatne stope, održava na nerealno visokom nivou. Rečju, u našim uslovima egzistira fiksni i precenjeni kurs dinara. Iza ovakve politike stoji dobronamerna želja NBS da domaću privredu oslobodi od moguće inflacije.

NBS kroz povećanje kamatne stope na repo operacije apsorbuje rast dinarske likvidnosti kod finansijskih subjekata. Ovo praktično znači da je visok nivo referentne kamate dovoljan i racionalan razlog da individualni investitori svoje ograničene resurse preusmere na visoko prinodne blagajničke zapise NBS. Porast potražnje za ovim profitabilnim hartijama od vrednosti (koji su postali uobičajni „dekor“ našeg ekonomskog ambijenta) pretvara novčana sredstva u manje likvidne oblike aktive, čime se smanjuje količina dinara u opticaju. Smanjenje količine dinara u opticaju, shodno vladajućoj monetarnoj teoriji koja inflaciju tretira kao monetarni fenomen, implicira pad opšteg nivoa cena.

Ako je borba protiv inflacije mera uspeha centralne banke, onda je NBS ostvarila sledeće rezultate. Od 2001. do 2007. godine, cene su u Srbiji ukupno porasle za oko 300 odsto i po tome smo apsolutni rekorderi u Istočnoj Evropi. Na drugom mestu je Rumunija sa rastom cena od oko 162 odsto. Ako se, pak, lista zemalja proširi zemljama bivšeg SSSR-a, u istom periodu samo je Belorusija zabeležila višu inflaciju od srpske. Pitanje na koje valja odgovoriti glasi: zašto su izostali očekivani učinci antiinflacione politike?

Jedan od najvažnijih razloga je privredno međukreditiranje – uzajamno robno kreditiranje domaćih preduzeća. Bliže, to je proces u kome preduzeća međusobno razmenjuju dobra i usluge, ali ih ne plaćaju. Razmena

## Uticao deviznog kursa na privredni rast Srbije

---

se ostvaruje bez novca, dok se plaćanja odlažu unedogled. Onaj ko kupuje ne mari za cenu jer će usled inflacionog jaza, realna vrednost duga doživeti pad. Onaj ko prodaje, cenu mora povećati za troškove finansiranja i za rizike neplaćanja koje je teško proceniti, te je uvek mudrije zaračunati što više. Na ovaj način monetarna politika se obesmišljava, a cene rastu i kada je politika NBS restriktivna.

Osim toga, najnovija iskustva eksplicitno ukazuju da je inflacija rezultat interakcije ciljeva monetarnih vlasti i tržišnih očekivanja, te da se na nju mora gledati kao na problem kredibiliteta. U pristupu koji ističe kredibilitet, inflacija se smanjuje samo vezivanjem domaće valute za valutu zemlje sa niskom inflacijom. Neke evropske zemlje, koje su bile sklone inflaciji (kao na pr. Finska <sup>1</sup>), ulaskom u EMU osigurale su reputaciju i kredibilitet centralne banke, zahvaljujući nemačkoj antiinflacionoj politici. [9, str.9].

Pored toga, naša statistika je tako postavljena da skoro uvek razvojne rezultate precenjuje, te ih vrlo retko, ili uopšte, realno ne iskazuje. Uzmimo, na primer, merenje inflacije. U ekonomiji merenje bazne, a ne ukupne inflacije predstavlja okosnicu uspešne monetarne politike. Za razliku od ukupne inflacije, koja odražava rast svih cena na tržištu, kod izračunavanja bazne inflacije pristup je selektivan. Po pravilu, bazna inflacija ne obuhvata cene poljoprivrednih proizvoda i energije. Zašto? Kada je godina sušna, cene poljoprivrednih proizvoda bi mogle brže rasti od ostalih cena. Ako je zima izuzetno hladna, ili se politička situacija na Bliskom istoku komplikuje, cene energije bi mogle biti frapantno visoke. Svi ovi kratkoročni fenomeni proizvode rast ukupne inflacije. Ako bi osnovicu antiinflacione politike činila težnja centralne banke da ukupnu inflaciju umani, uticaj pomenutih kratkoročnih poremećaja na tržištima hrane i energije bio bi precenjen. Ukupan porast cena bi bio signal za pregrevanje celokupne privrede, što bi za rezultat imalo uvećanje kamatnih stopa i smanjenje proizvodnih investicija i zaposlenosti. <sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Ulaskom u EMU Finska je izgubila mogućnost da vodi katastrofalnu politiku kursa zbog koje je, na svakih deset godina imala inflaciono-devalvacione cikluse, što je bitno smanjivalo konkurentnost ekonomije i stabilnost finske privrede.

<sup>2</sup> U Srbiji, problem statističkog merenja daleko je ozbiljniji nego u ekonomski razvijenom svetu. Razlog je u znatnoj užoj definiciji bazne inflacije koja u svojoj strukturi ne uključuje cene poljoprivrednih proizvoda, energenata ali i cene nekih proizvoda koji su u režimu državnog regulisanja (komunalije, lekovi, cigarete i sl.). Stvami inflatorni pritisak je mnogo veći i zbog precenjenog dinara koji veštački smanjuje cene, a time i inflaciju. (www. nkatic.wordpress.com. Kako sakriti istinu o inflaciji)

Glavni nedostatak fiksiranog kursa je činjenica da se njime može izazvati nesklad između stabilnog nominalnog kursa, s jedne strane i visoke domaće inflacije, s druge strane, što u slučaju špekulativnog udara dovodi do pucanja režima i valutne krize. Stabilan nominalni devizni kurs <sup>3</sup> emituje signal vlasnicima kratkoročnog kapitala da posmatranu zemlju krasi drastično nizak nivo deviznog rizika. Na taj način zemlja postaje magnet za privlačenje špekulativnog kapitala iz inostranstva. Ali, kada inflacija u domaćoj ekonomiji znatno odstupa od inflacije u zemlji sidru, inostrani špekulativni kapital se povlači, ostavljajući ekonomiju u dubokoj inflacionoj krizi. Tada dolazi do dramatičnog povećanja nezaposlenosti.

Pogrešno planirana i loše operacionalizovana, restriktivna monetarna politika pogoduje oplodnji špekulativnog bankarskog kapitala. Naime, visoka referentna kamatna stopa na repo transakcije NBS (koja je u prvoj polovini 2006. godine dostigla spektakularni nivo od 23 odsto) produkovala je eksplozivni priliv inostrane akumulacije, koja je u Srbiju ušla samo s jednom namerom, a to je da se višestruko oplodi kroz kupoprodajne transakcije sa blagajničkim zapisima. Ispravnost iznete teze lako je verifikovati empirijskom i matematičko-statističkom argumentacijom. Od 2006. godine do 2008. godine, kroz repo operacije imobilisani su ogromni viškovi novca iz opticaja koji su posredstvom „domaćeg“ bankarskog sistema uneti u Srbiju. Suma tog imobilisanog novca je krajem septembra 2008. dostigla nivo od oko 4,7 milijardi dolara. To je impresivan iznos. Tokom letnjih meseci 2008. bilo je čak više tog imobilisanog novca, nego ukupne likvidne novčane mase (agregat M1). Tom novcu je NBS plaćala ogromne kamate.

U razdoblju od 2001. do 2007. stopa deviznih rezervi prema monetarnim agregatima (tabela1) intenzivno raste, što svedoči da rast monetarnih agregata ne prati rast deviznih rezervi. Drugim rečima, višak dinarske likvidnosti je sterilisan repo transakcijama. Ovo pak, za rezultat ima porast troškova NBS po osnovu servisiranja repo stoka (koji su na pr. u 2007. dostigli vrednost od 240 miliona evra). S druge strane, posednici blagajničkih zapisa imaju dvostruku korist: po osnovu kamate i po osnovu apresijacije. Ove hartije od vrednosti koje godinama miruju na računima poslovnih banaka kod NBS i pri tome zarađuju ogromnu kamatu, a koje na prvi znak krize nestaju iz zemlje (pretvorene u stranu valutu) čine jezgro špekulativnog kapitala.

---

<sup>3</sup> U razdoblju od 2001. godine do 2007. godine vrednost dinara prema vodećim svetskim valutama je promenjena za oko 30%.

### Uticaj deviznog kursa na privredni rast Srbije

**Tabela1: Odabrani ekonomski indikatori: Republika Srbija (vrednosti iskazane u dolarima)**

Finansijski rizik	200 1	200 2	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rezerve/Primarni novac(M0)	1,91	1,93	2,77	3,19	4,57	5,28	5,11	2,53
Rezerve/Novčana masa(M1)	1,36	1,43	1,95	2,21	3,26	3,79	3,47	3,35

Izvor: Marinković, S., Izbor deviznog režima: rezultati i ograničenja, Ekonomski anali, br.168.,Ekonomski fakultet, Beograd,2006.,str.84.(podaci do 2004) i NBS (za poslednje četiri godine proračun autora)

U dvovalutnom sistemu, referentna kamatna stopa se pokazuje kao nepouzdan i neefikasan instrument regulisanja likvidnosti. Tako je u aprilu 2005. objašnjena tzv. zamka likvidnosti koja efekte monetarnih mera topi u vrlo kratkom vremenu, kraćem od jednog meseca. Povećanjem referentne kamatne stope dodatno se podstiče kreditno zaduženje u inostranstvu, koje potom dolazi na devizno tržište jačajući relativnu vrednost dinara, i tako povećava ponudu deviza iz domaće štednje. Zaključak je da priliv kapitala i kontrola dinarske likvidnosti referentnom kamatnom stopom od strane NBS neminovno za reperkusiju ima apresijaciju dinara, bez obzira na to da li je ona pokrivena rastom produktivnosti.

Apresijacija domaće valute je čest pratilac tranzicije. U teoriji je inicirana tzv. „dilema Toškovskog“ koja artikuliše dramatičnu spregu između apresijuacije i priliva stranog kapitala u uslovima visokih kamatnih stopa. To je zapravo jedna teorijska konstrukcija koja počiva na pretpostavci o početnoj apresijaciji domaće valute. S tim u vezi, ova apresijacija čini da realan dohodak potrošača postane veći, što produkuje porast kreditne tražnje, koji u ambijentu visokih kamata podstiče priliv špekulativne inostrane akumulacije [6,str.48].

Samo je na stabilnom i celovitom tržištu porast produktivnosti u sferi relne ekonomije jedini razlog porasta relativne vrednosti domaće valute. Na takvom tržištu: devizni kurs je isključiva posledica odnosa ponude i potražnje za devizima, a volatilnost cena domaćih dobara koja imaju svoje mesto u međunarodnoj trgovini, ujednačena je sa kretanjem svetskih cena. Po svemu sudeći, nabrojani uslovi još uvek nisu kod nas na snazi, te je sasvim razumljivo zašto vlasti ne uspevaju da politikom *de facto* fiksiranog kursa odstrane iz privrede inflatorne pritiske.

### Devizni kurs, eksterna neravnoteža i privredni rast

Normalizacija ekonomskih odnosa Srbije sa inostranstvom krajem 2000. godine bila je praćena liberalizacijom spoljne trgovine koja je naročito došla do izražaja sredinom 2001. godine. Ukidanje kontigenata i smanjenje prosečnog ponderisanog carinskog opterećenja na nivo od 10% dovelo je do dinamičnog povećanja trgovinskog deficita i spoljnog duga. [10, str.4].

Kriza u Srbiji u ovoj fazi nema nikakve sličnosti sa krizom tražnje koja je zahvatila najveći deo razvijenog sveta. Imajući u vidu visinu i strukturu spoljnog duga, srpska ekonomija je suočena sa dužničkom krizom. To je razlog što se u ovom radu pristupilo analizi ekonomskih i socijalnih posledica koncepta ekonomskih reformi koji se primenjuju od 2000. godine.

Prva dilema koju svaka zemlja u razvoju treba da reši je izbor deviznog režima. U ranijoj literaturi o režimima deviznog kursa, značajna paradigma u svetlu izbora između fiksnog i fleksibilnog je teorija optimalne valutne oblasti.

Teorija optimalne valutne oblasti daje kriterijume koje dve zemlje ili više zemalja treba da zadovolje kako bi u potpunosti iskoristile prednosti fiksnog režima deviznog kursa: radi se o privredama koje su otvorene za međusobnu trgovinu; visoka mobilnost oskudnih resura, posebno mobilnost radne snage, i to u okruženju cena i zarada rigidnih na silazno kretanje, svaka zemlja ima diverzifikovani izvozni sektor tako da se redukuje značaj specifičnih šokova; ekonomski ciklusi su sinhronizovani i zemlje reaguju simetrično na iste vrste šokova; postoji visok stepen finansijske integrisanosti i pojavljuju se male razlike između stope inflacije sa glavnim trgovinskim partnerom. [9, str.8].

Male otvorene privrede koje imaju nedovoljno razvijenu izvoznu strukturu proizvodnje odlikuje relativno visok nivo diverzifikacije (posmatrano na nivou regiona). Geografska koncentracija trgovine ukazuje na bliskost potreba zemalja u određenom regionu i na relativno razvijene međusobne trgovinske odnose. S obzirom na prethodno iznesene pretpostavke, očigledno je nemoguće da izvozni sektor određene zemlje ima odlučujuću ulogu u regionalnoj razmeni, a da istovremeno zemlja sa takvim izvoznim potencijalom generiše suficit, uz istovremeni deficit u susednim zemljama. Iz ugla aktuelnih odnosa razmene između nekadašnjih država bivše SFRJ<sup>4</sup>, optimalna politika fiksnog valutnog pariteta na nivou

---

<sup>4</sup> U Srbiji i Hrvatskoj zvanično je na snazi režim kontrolisano fluktuirajućeg deviznog kursa, dok je Slovenija članica EMU, što joj praktično omogućuje dominaciju u robnoj razmeni sa Srbijom i Hrvatskom.



### Uticaj deviznog kursa na privredni rast Srbije

regiona ili na nivou pojedinačne zemlje postoji samo ako su razlike u pogledu visine spoljnotrgovinskog deficita (suficiata) efemerne. Ovaj uslov, kada je u pitanju odnos između Srbije, s jedne strane i Hrvatske i Slovenije, s druge strane, u statici ne postoji, o čemu nepobitno svedoči sledeći tabelarni prikaz.

**Tabela 2: Robna razmena Srbije sa izabranim zemljama u 2007. godini.**

	Izvoz	Uvoz	Ukupno	Saldo
Srbija/Slovenija	411,3	705,7	1,117	-264,4
Srbija/Hrvatska	331,1	527,4	858,5	-196,2

Izvor: [http://www.retailserbia.com/20080317114/vestu\\_iz\\_trgovine](http://www.retailserbia.com/20080317114/vestu_iz_trgovine), <http://ekapia.com/website/sr/page/158966>

U ovakvoj konstelaciji snaga, dalja operacionalizacija politike *de facto* fiksnog kursa NBS, samo bi produbila jaz između uvoza i izvoza i generisala niz drugih degenerativnih procesa. U prilog iznetom stavu valja dodati i značajno zaostajanje Srbije za naprednim tranzicionim zemljama u pogledu vrednosti izvoza po stanovniku. Za dostizanje visine izvoza po stanovniku Slovenije potrebno je da 10,4 godine srpski izvoz po stanovniku raste po stopi od 26,1%, a da pri tome slovenački izvoz po stanovniku stagnira!<sup>5</sup>

Kao što je već istaknuto, da bi zemlje stvorile optimalno valutno područje moraju imati visoku mobilnost faktora. Mobilnost radne snage u regionu je veoma niska, uprkos sličnim socio-kulturnim osobenostima država bivše Jugoslavije. Ovo je još jedan razlog zašto održavanje kursa dinara na visokom nivou negativno utiče na ekonomiju naše zemlje.

U otvorenim ekomijama kada vlada odluči da poveća svoju potrošnju, doći će do rasta domaće potražnje i domaćeg proizvoda. Uzmimo npr. Srbiju, čije je učešće uvoza u BDP gotovo 44% (2007.). Kada srpska vlada poveća potrošnju, vrlo je verovatno da će se najveći deo te potrošnje odnositi na tražnju za uvoznim dobrima. Stoga bi povećanje javne potrošnje imliciralo izrazito visok rast spoljnotrgovinskog deficita, pa je jasno da bi ekspanzija domaće potražnje u ovom slučaju bila poprilično neprivačan instrument ekonomske politike. Međutim, globalna makroekonomska politika zarad stabilizacije dinara, a sa težnjom da se inflacija obuzda, održavanjem precenjenog kursa povećava privatnu potrošnju koja je osnovni generator inflacije.

<sup>5</sup> Videti, Stateguja povećanja izvoza Republike Srbije za period od 2008. do 2011. godine, (<http://www.pks.rs/>)

Zemlja koja kontinuirano generiše deficit, akumulira dug prema ostatku sveta, te je obavezna da plaća sve više kamate svojim zajmodavcima. Deficit tekućeg računa je osnovni faktor ranjivosti srpske ekonomije i sinteza je svih promašaja ekonomske politike. Inherentno nepovoljan odnos uvoza i BDP, s jedne strane i ekspanzija privatne potrošnje, s druge strane Srbiju svrstava u red visoko zaduženih zemalja.<sup>6</sup> Servisiranje spoljnog duga, opterećuje naš budući rast, pa će nam relativni položaj u budućnosti biti za onoliko lošiji za koliko smo ga, zahvaljujući forsiranju rasta kroz zaduživanje, poboljšali u prethodnom vremenskom razdoblju. [13, str.213].

Narušena spoljnoekonomska ravnoteža, visoka inflacija kao izraz unutrašnje neravnoteže i nezaposlenost kao manifestacija strukturne neravnoteže predstavljaju opravdane razloge za pozivanje na Marshal-Lernerov uslov koji je izveden iz jednačine 1).

$$NX = X - e \cdot IM \quad (1)$$

NX- neto izvoz;

X- izvoz;

e - realni kurs i

IM-količina uvoza

Na osnovu jednačine 1) proizilazi da realna depresijacija odnosno povećanje realnog kursa utiče na spoljnotrgovinski bilans putem tri kanala:

Izvoz X: porast. Realna depresijacija čini srpske proizvode relativno jeftinijim u inostranstvu, što implicira rast srpskog izvoza.

Uvoz IM: pad. Realna depresijacija čini stranu robu relativno skupljom na srpskom tržištu.

Relativna cena stranih dobara e: porast. To povećava vrednost uvoza.

Da bi se nakon izvršene depresijacije dinara poboljšao saldo spoljnotrgovinskog bilansa, potrebno je da rast izvoza (prvi kanal) i smanjenje uvoza (drugi kanal), u ukupnoj sumi kompenzira porast cena inostranih dobara (treći kanal). Uslov pod kojim realna depresijacija produkuje porast neto izvoza poznat je kao Maršal Lenerov uslov.

Iz Maršal Lenerovog uslova proističe da realna depresijacija dinara može biti posebno bolna za ekonomiju sa tako krupnim eksternim deficitom. Neravnoteža platnog bilansa jasno sugerise da je dinar teško precenjen. Naime, centralne banke ponekad intervenišu na deviznom tržištu

---

<sup>6</sup> Prema metodologiji Svetske banke ukupan spoljni dug se stavlja u odnos prema BDP i ako je zaduženje u jednoj godini prešlo 80 posto BDP u odnosnoj godini, posmatrana zemlja je visoko zadužena.

## Uticaj deviznog kursa na privredni rast Srbije

---

kako bi sprečile rast ili pad vrednosti domaće valute. U poslednje dve godine NBS je pretežno prodavala evro, sa ciljem da spreči pad vrednosti dinara. Ali, rasipnička i neracionalna politika NBS vodi samo ubrzanom iscrpljivanju deviznih rezervi koje su u razdoblju od 2007. do 2009. frapantno smanjene.<sup>7</sup>

Intervencijama na deviznom tržištu NBS kažnjava izvoznike jer za zaradene devize oni dobijaju manje nego što bi dobili da NBS ne interveniše. S druge strane, omogućavajući im da evro danas kupuju jeftinije, NBS subvencioniše i nagrađuje uvoznike. Stoga se može zaključiti da odbrana nerealnog kursa predstavlja uzaludno trošenje deviznih rezervi i sprečavanje procesa platnobilansnog uravnoteženja.<sup>8</sup>

Kratkoročno, depresijacija je uvek traumatična. Zašto? Potrebno je određeno vreme da potrošači shvate da su relativne cene promenjene. Ovo je razlog zbog čega će se vrednost uvoza i izvoza verovatno prilagođavati sporije. Dakle, depresijacija u početku povećava spoljnotrgovinski deficit; realni kurs raste, ali količina izvoza i uvoza u početnoj fazi ostaje nepromenjena. Nakon nekog vremena izvoz se povećava, uvoz se smanjuje, smanjujući tako spoljnotrgovinski deficit. Ekonomisti ovaj proces prilagođavanja nazivaju J-krivom. [2, str.411].

Zaboravlja se da je stepen indeksacije kredita u jednoj nacionalnoj ekonomiji jedino pouzdano merilo poverenja u domaću valutu. Naime, oko 80 odsto kredita datih građanima je indeksirano. Indeksiranjem kredita banke prevladavaju kursni rizik na dužnike koji nisu u stanju da ga pravilno sagledaju i racionalno valorizuju. Zbog toga se u Srbiji krediti uzimaju lakomisljenije no što bi se smelo, dok se s druge strane, eksterna neravnoteža produbljuje. Kroz sveopštu indeksaciju finansijski sistem gubi fleksibilnost koja je osnovni razlog postojanja domaće valute.

Upravo indeksirani krediti onemogućavaju depresijaciju koja je nužna i neizbežna. „Jaki” dinar je valuta koju niko ne želi i u čiju vrednost malo ko veruje. Ovo opravdava depresijaciju kao meru monetarne politike koja bi smanjila uvećanu kupovnu moć građana. Prilagođavanje novom kursu je proces koji traži vreme i žrtve, ali daje rezultat – deficit trgovinskog bilansa se smanjuje, usporava se rast spoljnog duga i dolazi do povećanja proizvodnih investicija i zaposlenosti.

---

<sup>7</sup> Na kraju 2007. devizne rezerve su iznosile 10,9 milijardi evra, da bi u maju 2009. pale na nivo od 9,5 milijardi evra, (www.nbs.rs)

<sup>8</sup> www.nkatić.wordpress \Prosto ko matematika\

Depresijacija nije maksimalno pouzadana ni uvek delotvorna mera uravnoteženja platnog bilansa. Naprotiv, stalna depresijacija necelishodnog inteziteta vodi smanjenju privredne aktivnosti. Naime, permanentne depresijacije kao deo kontrakcione politike u jednoj zemlji ne samo da vode tu zemlju u depresiju, već imaju nepovoljne efekte i na njene susede. Tridesetih godina prošlog veka svaka zemlja koja bi se suočila sa opadanjem privrednih aktivnosti pokušavala je da uvođenjem carina i adekvatnom depresijacijom svoje valute smanji uvoz dobara iz susednih zemalja. „A kako je pojedina zemlja smanjivala uvoz, tako je uspevala da „izveze“ resesiju svojim susedima“. [16, str.118]. Smanjenje uvoza u jednoj zemlji istovremeno je značilo i usporavanje izvoza susedne zemlje čije blagostanje presudno utiče na efikasnost prve zemlje. Stoga se kontrakcione monetarne i fiskalne politike u literaturi još nazivaju i politike „Učini sebe prosjakom“. [16, str.117].

„Danas su investicije bazirane na uvoznim sirovinama i repromaterijalu (zbog apresiranog dinara i niskih cena) najrentabilnije. U uslovima realnog kursa (uvozne sirovine i repromaterijali će poskupeti), današnje investicije će se pokazati promašenim“. [4, str.124].

Deformisani kurs proizvodi dezintegrisanu ekonomiju. Zapravo, precenjen dinar povećava troškove pregovaranja i zaključivanja ugovora na tržištu. To jest koncepcija aktuelne politike deviznog kursa donosi suboptimalnu kordinaciju učesnika u ekonomskom životu i izaziva alokacione konflikte među njima – porast transakcionih troškova. Što je apresijacija dinara izraženija, to su viši troškovi kordinisanja ponašanja individualnih ekonomskih agenata.

„Analiza M.Olsona je pokazala da je „dominacija redistributivnih politika kao rezultat uticaja sve moćnijih interesnih grupa važan činilac istorijskog zaostajanja pojedinih država i naroda“. [5, str.86]. Iz Olsonove teze proističe zaključak da mogućnosti predatornog ponašanja povlašćenih društvenih subjekata više dolaze do izražaja ukoliko je društvena moć neravnomerno raspoređena. „Neravnomerni raspored moći znači postojanje tačaka na kojima je ona nagomilana u velikim količinama“. [14, str.117]. Politika precenjenog kursa dinara, praktično omogućuje krupnim monopolistima iz uvoznog sektora privrede da dobitak ostvaruju ne samo stvaranjem novih, tržišno ili na neki drugi način verifikovanih vrednosti nego i predatornim, nelegitimnim i u osnovi otimačkim prisvajanjem vrednosti koje predstavljaju doprinos drugih subjekata. Ako je verovati Olenjikinu da je privreda sa zadatom institucionalnom matricom formalnih i neformalnih normi u službi podržavanja reizbora postojeće birokratije koja egzistira u institucionalnoj strukturi, onda je očigledno da je promena

## Uticaj deviznog kursa na privredni rast Srbije

---

aktuelnog kursa nemoguća bez rasformisanja veze između vladajuće partijske garniture i uvozničkog lobija. U postupku temeljnog uklanjanja teško savladivih barijera uzrokovanih suboptimalnom politikom deviznog kursa, najbolje je primeniti Piguov stav o „otkazu tržišta“. Ovo praktično znači, da država putem mehanizma javnih prihoda ubire dodatni porez od subjekta koji je uživatelj eksternih efekata devizne politike NBS, a zatim tako prikupljena sredstva usmerava ekonomski inferiornim društvenim slojevima

### Zaključna razmatranja

Izbor kontrolisanog fluktuirajućeg kursa gubi svoju relevanciju i prednost ukoliko se preagresivnom kontrolom kursa ulazi u zonu izrazite precenjenosti realnog kursa dinara. Treba dopustiti tržištu da koriguje vrednost kursa, odnosno prihvatiti politiku postepene nominalne depresijacije domaće valute i uporedo kontrolisati inflaciju. Ovakvom politikom bi se popunio GEP realne precenjenosti domaće valute i njegov nepovoljan uticaj na rast i strukturne promene u privredi Srbije.

Obzirom da je politika *de facto* fiksiranog kursa ugušila domaću proizvodnju, drastično povećala uvoznju zavisnost privrede i uslovlila niz drugih nepovoljnih ekonomskih i socijalnih posledica – odbranu dinara preko trošenja dragocenih deviznih rezervi treba obustaviti. Neophodno je usvojiti i dosledno primenjivati stroge kriterijume za zaduživanje države, državnih preduzeća i privatnih banaka.

Pod pritiskom krize i u strahu od socijalnih nemira, razvijene države suptilnom izgradnjom novog protekcionizma čine sve kako bi zaštitile svoje ugrožene ekonomije. Protagonisti novog, „zelenog“ protekcionizma najednom počinju da brinu o ekološkom stanju planete i insistiraju da države u razvoju mnogo više ulažu u ekološku zaštitu. Dakle, zapadne zemlje putem nametanja novih troškova smanjuju konkurentnost privreda zemalja u razvoju i na taj način obezbeđuju unutrašnje spokojstvo i preko potrebni socijalni mir. U najgoroj poziciji će se naći države poput Srbije, koje su van regionalnih integracija i bez jakog pregovaračkog aduta.

Banke u Srbije godinama naplaćuju najveće kamatne stope, a da pri tome plaćaju najniži efektivni porez na dobit u Evropi. Prema poslednjim raspoloživim podacima, prosečna kamatna stopa dostigla je nivo od 21 odsto godišnje. Prosečna kamatna stopa na kratkoročne kredite stanovništvu porasla je na 57 odsto. Uvođenje dodatnog poreza za banke, od npr. 10 odsto, uz ukidanje bilo kakvih poreskih povlastica bankarskom sektoru morale bi biti prve mere za pomoć praznom budžetu. Dodatna, razumna mera bila bi limitiranje kamatne stope koje banke mogu naplaćivati

klijentima. Država mora zaštititi svoje građane i privredu – ne od tržišta i njegovih zakona već od antitržišne samovolje domaćih monopola i kartela.<sup>9</sup>

Veoma je važno da država spusti hiperinflaciju na nizak nivo (jednocifrena inflacija) – u suprotnom će izostati iole ozbiljniji ekonomski napredak. Ali politika stabilizacije ne sme se mešati sa politikom ekonomskog rasta. [1 str.309]. Stabilizacija snižava inflaciju, ali njena dugoročna operacionalizacija usporava tempo privrednog rasta i donosi siromaštvo. Čvrsta monetarna politika koja podrazumeva precenjeni kurs domaće valute i visoke kamatne stope ne može pokrenuti nova radna mesta. Ovakva politika samo dovodi do usporavanja svakog privrednog razvoja.

### **Literatura**

1. Adamović,S., Ekonomski dijalozi, Službeni glasnik, Beograd, 2008.
2. Blanchard, O., Makroekonomija, Mate, Zagreb, 2005.
3. Dušanić, J., Bećarska ekonomija, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2008.
4. Kitanović,D., Zdravković,D., Uticaj valutnog kursa na ekonomski rast u Srbiji,Ekonomske teme br. 4, Ekonomski fakultet, Niš,2002.
5. Kitanović, D., Petrović,D., Značaj teorije transakcionih troškova za ekonomiju zemalja u tranziciji, Ekonomski anali, Beograd, 2000.
6. Kovačević, M., Rezultati tranzicije i rizici destabilizacije, Ekonomska misao, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006.
7. Kovačević, M., Ekonomsko – finansijski odnosi Srbije sa inostranstvom, Ekonomski anali, Beograd, 2004.
8. Kovačević, M., Sve precenjeniji dinar ugušio privredu, Građevinar
9. Kovačević,R.,Teorijski i praktični aspekti politike deviznog kursa, Tržište novac kapital br. 1.,2003.
10. Kovačević,R., Liberalizacija i konkurentnost privrede Srbije u svetlu inostrane zaduženosti,Tržište novac kapital br.2, 2004.
11. Lapčević, M., Jedna poučna priča, Ekonomist br. 411,2008.
12. Marinković, S., Izbor deviznog režima: rezultati i ograničenja, Ekonomski anali, Beograd, 2006.
13. Madžar, Lj., Suton socijalističkih privreda, Ekonomika i Institut ekonomskih nauka, Beograd,1990.
14. Madžar,Lj.,Politički uzroci siromaštva, Izdavačka knjižarnica Zorana Stojanovića, Sremski Karlovci, 2000.
15. Stiglic,Dž.,Protivurečnosti globalizacije, SBM–X, Beograd,2002.
16. <http://www.nkatic.wordpress.com./Ponavljajući monetarne politike>
17. <http://www.nkatic.wordpress.com./Kako sakriti istinu o inflaciji>
18. <http://www.nkatic.wordpress.com./Mnoge firme neće preživeti>

---

<sup>9</sup> [www.nkatic.wordpress.com./Bankarski raj](http://www.nkatic.wordpress.com./Bankarski raj)

### Uticaj deviznog kursa na privredni rast Srbije

---

19. [http://www.nkatic.wordpress.com.](http://www.nkatic.wordpress.com/) /Prosto ko matematika
20. [http://www.nkatic.wordpress.com.](http://www.nkatic.wordpress.com/) /Dobri i loši momci ekonomske politike
21. [http://www.nkatic.wordpress.com.](http://www.nkatic.wordpress.com/) /Fer trgovina
22. [http://www.nkatic.wordpress.com.](http://www.nkatic.wordpress.com/) /Bankarski raj
23. <http://www.nbs.rs>
24. <http://www.retailserbia.com>
25. <http://www.ekapia.com>

### THE IMPACT OF FOREIGN EXCHANGE RATE ON THE ECONOMIC GROWTH OF SERBIA

**Abstract:** The relation between exchange rate and stability and dynamics of real economy has in the past period and especially today occupied the attention of economic theoreticians. This is because different levels of economy marketability, from developed ones to the economies in transition, demand a very subtle monetary policy, which ensures dynamic economic growth. In the first part of this paper, there is a short review of epistemological aspect of this problem so that in the second part, we can proceed to the analysis of positive and negative ranges of the actual policy of the rate of dinar to the economic growth in Serbia.

**Keywords:** economic growth, exchange rate, purchase power parity, relative prices, currency appreciation, floating rate.