

УДК: 336.748:338.2(497.11)
Примљено: 3. августа 2010.
Прихваћено: 30. августа 2010.
Оригинални научни рад

Српска политичка мисао
број 3/2010.
год. 17. vol. 29.
стр. 195-214.

Снежана Грк

Институт друштвених наука, Београд

КУРС КАО МЕХАНИЗАМ У ФУНКЦИЈИ ЕКОНОМСКЕ ПОЛИТИКЕ СРБИЈЕ*

Сажетак

Порука овде изнете анализе, о курсу као параметарској функцији економске политике, јесте да је данас примарни проблем у Србији тај да се антиинфлациона политика не може више водити одвојено од развојне политике. Ниједна концепција стабилизације не може да успе уколико није усмерена у правцу подстицања производне активности, раста производње и ширења инвестиционе базе. На веома кратак рок влада може мало шта да уради на плану курса, али може на дужи рок променом своје економске политике. На кратак рок на курсу може много да уради централна банка, иако њој курс није приоритет. Централној банци је на првом месту инфлација.

Кључне речи: валута, каматна стопа, извоз, увоз, инфлација, кредити, интеграције, еуро, макроекономска политика.

УЗРОЦИ ПАДА НАЦИОНАЛНЕ ВАЛУТЕ

У Србији је од 2000-те године па надаље вођена погрешна политика када је национална валута у питању. Динар је од 2000-те године био прецењен. Нарочито од 2001. и 2002. године када је Србија захваљујући саветима експерата из Међународног монетарног фонда (ММФ) имала фиксиран курс, премда је инфлација 2001. године била 40 одсто. Значајније испољавање економске кризе у Србији крајем 2008. године рефлектовало се на веће дневне осци-

*) Овај рад је део истраживања на пројекту “Србија и Европа - економске анализе и прогнозе”, евиденциони број 149038, а који финансира Министарство за науку и технолошки развој Републике Србије.

лације националне валуте, и то у време када је курс био флукутирајући или боље речено контролисано пливајући. Значајан фактор који је имао дејство на јачање домаће валуте током 2008. године, а нарочито у првој половини те године, било је снажно задуживање коорпоративног сектора у иностранству. То је повећало понуду девиза на домаћем тржишту.

Динар је крајем септембра 2008. године био јако прецењен. Но, домаћа валута је од краја 2008. године, а то значи од озбиљнијег испољавања економске кризе, до краја фебруара 2010. године ослабила 23 одсто и наставила је да губи од вредности.

На одбрану националне валуте и смиривање превеликих дневних осцилација курса, централна банка је у последњем кварталу 2008. године и првом кварталу 2009. године потрошила односно ослободила 2,6 милијарди еура из обавезних резерви. А само од децембра 2009. године до краја фебруара 2010. централна банка је потрошила 510 милиона еура на обезбеђивање функционисања девизног тржишта и спречавање превеликих дневних осцилација курса.

Динар је још увек прецењен и његов пад ће се наставити. Само је питање до којег нивоа ће он губити на вредности. Узроци пада домаће валуте су много дубљи и налазе се у привреди. Курс је рефлектована слика стања у привреди Србије.

Реалност српске привреде је вишедеценијски јаз између увоза и извоза. Резултат тога јесте слабљење националне економије. Србија данас има продуктивност која је најнижа у Европи, а индустријска производња је мања него 1989. године.

Годинама акумулирани диспаритет између извоза и увоза за привреду Србије је изузетно неповољан, јер се она суочава са губицима који се додатно увећавају због великих кредита индексираних у девизама, које је привреда узела. Додатни губитак за фирме и компаније је тај што су се оне задуживале у еурима, као и већина привреде. Да би измирили своје обавезе према иностранству крајем 2009. године предузећа су имала велику тражњу за девизама. Наиме, предузећа су у веома кратком року куповала девизе да би измирила своје обавезе не питајући за њихову цену. Пошто је мање прилива страног новца на страни понуде, а све веће су обавезе према кредитима који су узети у иностранству, притисак ће бити још већи јер су међународни зајмови достигли 14 милијарди еура¹⁾ што је велико оптерећење за привреду Србије. Међународни кредити стижу на наплату, и ти зајмови се морају измирити,

1) Извор: *Блиц*, 25.02.2010.

разуме се не одједном. Већина иностраних обавеза које доспевају мораће да се рефинансирају, а то ће повећати потражњу за страним валутама на домаћем тржишту.

Погрешна политика која је вођена у протеклом раздобљу, а која се односи на нереалан курс који је вештачки одржаван, штетила је извозу. Са становишта извозника разумљиво је да динар треба лагано да слаби. Наравно, једном малом броју извозника то одговара, јер је већина њих због досадашње вредности динара свој извоз супституисала кроз увоз сировина и обртних средстава. Стога се сада појавила ситуација да извозницима више одговара јачи динар, јер су се они у протеклом раздобљу задуживали у еурима. Но, сада скуп еуро не иде у прилог ни увозницима. Тражња је мала, јер потрошачи немају средстава да купе робу, па тај терет депресијације пребачен је на произвођаче, и делом на увознике, али и на део становништва који се у претходном раздобљу презадужио у еурима.

Раније су од прецењеног динара добит извлачили увознички лобии. Увозници су профитирали на прецењеној националној валути, па и држава²⁾, а политичке елите су убирале поене како би што дуже задржале своју позицију на власти. Извозници и становништво је сносило последице тако прецењеног динара. Ради се о томе да су предузећа слабљење динара у целини пребацили на малопродајне цене.

Карактеристично је да је у 2009. години реакција цена на промене курса изостала, пре свега због чврсте политике дохотка. Пад реалне вредности динара подстакао је извоз и успорио пад економске активности. Такође, становништво због раније преузетих обавеза повећало је продају девиза.

Међутим од марта 2010. године цене су почеле да расту, нарочито оне које су под контролом државе. Али сада није проблем само раста цена него и пада вредности зарада у истом проценту колико је смањена вредност динара. То је разлог што велики део становништва (људи са минималним зарадама, пензионери, незапослени) немају финансијских средстава за преживљавање. Тај угрожени део популације не занима да ли је национална валута пливајућа или фиксна. Њих искључиво интересује како преживети.

С једне стране привреда грца у кредитима и губицима, а с друге стране динар све мање вреди, животни стандард драстично

2) Од прецењеног динара је профитирала држава Србија. Само у мају 2009. године да би држава исплатила стару девизну штедњу од централне банке је куповала еуро по 93 динара, док је у децембру Народна банка Србије (НБС) еуре - које је држава добила од Међународног монетарног фонда (ММФ) - откупила од државе по 95 динара. У ствари, држава је у овим трансакцијама добро зарадила.

опада, а становништво сиромаша. Њихов страх да ће се због све мање вредности динара њихова финансијска моћ још више срозати, јер плата данас вреди мање него јуче, а сутра ће вредети мање него данас, довео је до тога да се све почело прерачунавати у еуре. Наиме сваки посао, изнајмљивање стана, куповина и задуживање, своди се на прерачун колико то кошта у еурима. Само тако они који позајмљују новац могу да се заштите од пада националне валуте. Такође су и банке склоне да динаре замењују за еуре, па и то доприноси слабљењу динара. Констатација да динар слаби због сезонског карактера више нема утемељење.

ОДЛУКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ

Не може а да се не помене још један важан фактор који је допринео паду националне валуте, а то је - неправовремена реакција владе и централне банке 2009. и почетком 2010. године. Наиме, децембар 2009. године је био месец када је држава само емитовала новац, а није га повлачила са тржишта, па је еуро нагло ојачао, док је динар почео да слаби. Година 2009. је завршена са 96 динара за еуро. Да би већ почетком марта 2010. године досегнуо психолошку границу од 100 динара за еуро.

Очигледно је да су представници власти тотално погрешно одреаговали, јер су очекивали да ће близу 100 милиона еура добијених од италијанског “*Fijata*”, а који су легли на рачун у последњој недељи децембра, као и докапитализација “Комерцијалне банке” од 120 милиона еура, имати ефекта на јачање динара - али догодило се супротно. Чак ни девизна средства добијена од закљученог аранжмана са Међународним монетарним фондом³⁾ (ММФ) нису деловали на стабилизовање курса, будући да се тај новац није појавио на девизном тржишту у задовољавајућем обиму којим би се зауставиле веће осцилације курса.

3) ММФ и власти Србије постигли су крајем марта 2009. године споразум о *stendbaj* аранжману од 2,9 милијарди еура, који ће трајати до средине априла 2011. године. Исто тако, договорено је да се штеди на свим нивоима у држави.

Према ревизији аранжмана из новембра 2009. године, дефицит буџета за 2010. годину требало би да буде четири одсто бруто домаћег производа, плате и пензије биће замрзнуте, уз преузету обавезу владе да започне реформу пензијског система и смањи број запослених у државној администрацији за више од 8.000 људи.

Србија је крајем 2009. године повукла другу траншу кредита од ММФ-а у износу од око 350 милиона еура, чиме је укупни износ повучених средстава достигао 1,13 милијарди еура.

Мисија ММФ-а је била од 8. фебруара 2010. године у Београду на разговорима са представницима владе Србије поводом треће ревизије кредитног *stendbaj* аранжмана, и најавила је поновни долазак у мају 2010. године.

Влада Србије и НБС су морале да боље координирају сарадњу и да размотре право време и динамику претварања односно замену девиза добијених од ММФ-а у динаре, јер се знало да ће крајем децембра 2009. године Србија добити другу траншу кредита од ове међународне финансијске институције. Министарство финансија је дало налог централној банци да се добијена девизна средства конвертују у динаре, како би се измириле обавезе према буџетским корисницима⁴⁾. Али новац добијен од ММФ-а завршио је дуже време у девизним резервама централне банке. Пошто је изостала синхронизована сарадња између владе и централне банке о правовременој конверзији девиза у динаре, дошло је до пада вредности динара – јер се појавио вишак динара.

На веома кратак рок влада може мало шта да уради на плану курса, али може на дужи рок променом своје економске политике. На кратак рок на курсу, који је параметарска функција економске политике, може много да уради централна банка, иако њој курс није приоритет. Централној банци је на првом месту инфлација. Централна банка се руководи својим основним циљем – а то је стабилност цена – код одређивања референтне каматне стопе.

Генерално посматрајући, на ниво курса утиче смањивање референтне каматне стопе. Референтна каматна стопа која је на почетку 2009. године износила 17,75 одсто, до краја 2009. године смањена је на 9,5 одсто. Упркос насталим већим осцилацијама националне валуте почетком 2010. године, централна банка⁵⁾ је задржала референтну каматну стопу на истом нивоу.

Међутим да би повећала ликвидност привреде централна банка је донела одлуку о смањењу обавезне резерве банака, којом је предвиђено да за динарску основицу она износи пет одсто, а за девизну 25 одсто⁶⁾. Намера централне банке јесте да се оваквом мером повећа ликвидност привреде и подстакне тражња становништва, те тако покрене привредна активност. Смањењем обавезне резерве банака се даје простор за одобравање више кредита, као и да оне смањују њихову цену, односно камате, за привреду и за грађане. Па ипак, нема гаранције да ће банке тако и радити. Банке мо-

4) Држава је 29. децембра усвојила ребаланс буџета за 2009. годину, и у три дана до почетка нове године иницирала плаћања којих је било превише (од исплате путарима, фискалних подстицаја Министарства економије, па чак и до издатака за куповину вакцина против новог грипа).

5) Монетарни одбор Народне банке Србије 12.01.2010. године донео је одлуку да референтна каматна стопа остане на нивоу од 9,5 одсто.

6) Монетарни одбор Народне банке Србије је усвојио одлуку о смањењу обавезне резерве 05.03.2010. године.

гу та ослобођена средства употребити за куповину девиза у земљи, и за куповину вредносних папира НБС. У ствари, иако смањењем обавезне резерве централна банка ствара простор за пласмане иностраних и домаћих банака привреди и становништву, нема гаранције да ће тај новац заиста бити усмерен према привреди, како би се повећала запосленост и конкурентност националне привреде, а тиме и извоз, што би смањило спољнотрговински и платнобилансни дефицит.

Пошто је курс параметарска функција економске политике, у наставку овога рада расветљава се значај курса, односно анализира се курс као механизам у функцији економске политике Србије.

КУРС И ЗАДРЖАВАЊЕ ИНФЛАЦИЈЕ ПОД КОНТРОЛОМ

Данас корените промене у реалној сфери привређивања захтевају редуцирање трошкова пословања уз драстично смањење броја запослених, те ће настати проблем финансирања додатне буџетске потрошње. Пошто су присутне и друге неповољне околности: редуцирани обим извоза, негативни односи размене, проблем иностраних кредита – режим фиксног курса је немогуће бранити. То би било могуће само уз претпоставку да терет прилагођавања у потпуности падне на домаће цене, односно да домаће цене уопште не расту.

Курс као механизам задржавања инфлације под контролом изложен је дејству два фактора, који се налазе у корелацији. Ти фактори су однос између агрегатне понуде и тражње девиза и стопа раста цена. Уколико домаће цене расту брже од иностраних промена курса је неизбежна, па чак и ако постоји савршена равнотежа на девизном тржишту.

Постоји један негативни сценарио чија вероватноћа остваривања је велика. Ради се о томе да део предузећа, у жељи да одрже минимални обим производње, пласирају своју робу на инострано тржиште уз цену осетно испод домаће цене коштања. У ствари, они би своје губитке из продаје остварене на иностраном тржишту компензирали на домаћем тржишту, продајом суженог асортимана мањег обима робе, али уз знатно више цене. У том случају би утврдили нову једначину равнотеже. Реализација овог сценарија зависи од тога како ће поједина предузећа реаговати на нове изазове са домаће економске сцене и на који начин ће се адаптирати промењеним условима пословања.

Када се посматра подстицај код домаћих извозника, разуме се да решење за извознике није у девалвацији националне валуте, јер им то може помоћи само на кратак рок. У ствари, на дуги рок, једино решење за извознике је у снижавању трошкова и побољшавању квалитета пословања.

У домену ове расправе посматрајмо које инструменте може користити монетарна политика у једном непотпуном финансијском систему, без довољно међународних токова капитала. У оваквим условима монетарна политика *не може* прихватити остваривање сваког циља - *обим новчане масе, валутни курс, каматну стопу – истовремено*. Прихватајући за циљ монетарне политике курс националне валуте, као кључну и најважнију цену у систему, и приближавајући валутни режим фиксном курсу, монетарне власти немају довољно слободе да користе каматну стопу као противинфлациони инструмент. Па ипак, каматна стопа у спрези са осталим елементима једног добро постављеног курсног режима омогућава да се спољна вредност новца одражава унутар планирање зоне осцилирања.

Успостављање курса искључиво према стању понуде и тражње на девизном тржишту значи увођење пливајућег курса. Наравно режим пливајућег курса је прихватљив уз услов да се у земљи остварује стварни и довољно висок вишак текућег биланса. Другим речима, курс се успоставља у зависности од конкурентног стања у платном билансу.

Који фактори стоје иза дефицита, односно суфицита, текућег биланса? Ти фактори су: укупна штедња и инвестиције. Наиме, када агрегатна домаћа штедња надмашује укупне домаће инвестиције, тада земља остварује вишак у текућем билансу. Агрегатна штедња надмашује укупне инвестиције управо за износ за који је потрошња државе већа од њених укупних прихода, а то значи за износ буџетског дефицита. Другим речима, буџетски дефицит еквивалентан је дефициту текућег биланса. Ова релација остаје тачна без обзира на ниво курса националне валуте, односно проценат његове промене. У принципу, пад курса динара би повећањем извоза водио побољшању текућег биланса. Међутим, до тога не може доћи, без обзира на остварени проценат девалвације, уколико се истовремено укупна штедња у земљи не повећа релативно у односу на износ инвестиција (овде се под инвестицијама не подразумевају само улагања у основне фондове и инфраструктуру, већ и државне инвестиције, односно потрошња јавног сектора која поприма финални облик).

КУРС И МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА

Када је централна банка у свом деловању ограничена стањем у платном билансу прибегава се режиму фиксних курсева. Заправо, она не може применити експанзивне мере, а да се то не рефлектује на смањење девизних резерви. Вођење експанзивне монетарне политике доприноси снижавању каматних стопа и подстиче одлив капитала. Тај одлив може да буде прилично велики ако је домаће тржиште повезано са међународним. Рефлексија овога је стварање дефицита платног биланса и коришћење девизних резерви. Њихово смањење води редуцирању новчане масе, услед чега се мења и смер деловања монетарне политике. Каматне стопе ће тада бити више. У условима фиксног курса монетарна политика не може ни краткорочно да повећа доходак и запосленост.

Фиксни курс на веома кратак рок даје добре резултате. Поред тога што може да допринесе брзом сламању инфлације (то је показала југословенска пракса), фиксни курс онемогућава предузећима покривање различитих трошкова путем шпекулације са курсом. Међутим, проблем је што трошкови настављају да расту ако се њихови узроци не елиминишу.

Да би се у режиму фиксног курса истрајало неко дуже време потребно је испунити одређене претпоставке. Привредни субјекти морају да редуцирају своје трошкове пословања, усавршавају производњу, побољшавају квалитет и структуру својих производа, унапређују менаџмент итд. Ове претпоставке немогуће је задовољити из простог разлога што и економска политика мора са своје стране подстицати процесе у реалној сфери привређивања путем снижења пореских стопа, царинском политиком, подстицања продуктивних улагања и сл.

Међутим, један од најбитнијих макроекономских ефеката система пливајућих курсева је повећана независност монетарне политике. У принципу, у режиму пливајућих курсева неће доћи до дефицита у платном билансу и до одлива девизних резерви. Уместо одлива девизних резерви, домаћа валута депресира, чиме се побољшава спољнотрговински дефицит и истовремено подстиче раст друштвеног производа. Депресијација курса подићи ће и цене. Будући да нема одлива девизних резерви, биће непромењене и резерве пословних банака. Захваљујући томе и новчана маса се неће мењати.

У Србији у 2010. години и надаље мора се водити политика контролисаног пливајућег курса. Зашто? Ради бројних ограничења и недостатака обртних и инвестиционих средстава у привреди Ср-

бије, тежиште процеса макроекономског прилагођавања углавном се мора спроводити у монетарној сфери. Разумљиво је да режим флукутирања претпоставља да се свака мера економске политике рефлектује на промене курса националне валуте, због процеса адаптације макроекономских агрегата који се спроводе у реалној и монетарној сфери. Дакле, режим контролисаног пливајућег курса захтева значајно активирање девизног тржишта, као и интервенције централне банке на овом тржишту када то затраба.

СТАБИЛНОСТ ЦЕНА – ЦИЉ ЕКОНОМСКЕ ПОЛИТИКЕ

Претпоставка је да ће ове и наредних година снижавање инфлације претстављати кључни циљ економске политике. Са тог становишта курс динара не може никако бити финални, већ једино и искључиво интермедијарни циљ економске, посебно монетарне политике. Да то појаснимо.

Монетарна политика дефинише свој финални циљ: снижавање инфлације или убрзање раста производње или успостављање равнотеже у платном билансу, али га, по правилу, не може остварити непосредним деловањем. Уместо тога користи се један од интермедијарних циљева. То су одређена величина монетарних агрегата (најчешће новчане масе), одређена висина каматне стопе, успостављање неког валутног курса. Али, није могуће, као што је то већ поменуто, деловати на сва три интермедијарна циља одједном односно истовремено. Уколико је као интермедијарни циљ изабран курс (ради се о некој фиксираној величини), не могу се контролисати монетарни агрегати. У том је случају, наиме, потребно повећати новчану масу у складу с порастом тражње новца. Значи, монетарна политика губи аутономију у контролисању новчане масе.

Обрнуто, избор монетарних агрегата, тј. неког њиховог обима онемогућава постојање фиксираног курса, јер када се фиксира неки обим новчане масе, онда се том агрегату прилагођавају сви остали агрегати, укључујући курс националне валуте.

Један од најбитнијих разлога због чега се западноевропске државе удружују у монетарну унију је избегавање већих осцилација својих валута. Земље чланице Европске уније морају поштовати слободно кретање капитала.

Уколико кретање капитала није ограничено односно уколико постоји тржиште новца које је отворено и повезано с међународ-

ним финансијским тржиштем тада рестриктивни потези на новчаном подручју не омогућавају експанзивне потезе на фискалном. Напротив, мере фискалне политике не смеју одступати од монетарних мера. Одговарајућа комбинација монетарне и фискалне политике доприноси очувању курсног односа домаће према другим валутама.

Чак и када Србија буде знатније трговала са Немачком, Италијом, Британијом, мораће се помирити са константним клизањем курса своје валуте надоле и константно високом инфлацијом, или се мора прилагођавати сличној стопи раста цена као у тим земљама. Заправо, стабилност цена представља кључну претпоставку да би земља била конкурентна на међународном тржишту.

На извозну динамику српске привреде утиче релативни однос између домаћих и иностраних цена, односно курс. Стога ће за малу привреду, као што је српска, курс заувек остати од најважнијег значаја. То за економску политику Србије представља параметарску функцију. Па ипак, циљ економске политике не може да буде неки ниво курса. Њен циљ је стабилност цена. Да би се тај циљ постигао потребно је остварити интермедијарни циљ – одређену стопу раста новчане масе, успостављање неког номиналног курсног односа, висину каматне стопе.

У режиму клизајућег курса да би се спречило његово често клизање требало би да цене буду што више умирене односно стабилне. Без стабилности цена нема стабилности курса, и без стабилности курса нема стабилности цена. То такође показује зашто је стабилан курс претпоставка за обезбеђење динамичног привредног раста, а тиме и запослености.

У вези с тим, треба подсетити да јединствена европска валута ЕУРО захтева и од држава нечланица Европске уније да своју валуту фиксирају за европску валутну јединицу како би спречиле изостајање спољнотрговинске размене. Тог тренутка држава губи аутономију у вођењу своје монетарне политике, тј. количина новца се неће моћи контролисати, будући да ће се она морати прилагодити тражњи која произилази из чињенице да је курс фиксиран.

Шта, у контексту наведеног, то може значити за функционисање новчаног тржишта?

Што је формирање курса ближе фиксном режиму, то је аутономија у контролисању каматних стопа и монетарних агрегата мања. Значи да би у тим условима функционисање тржишта новца могло да буде осетно флексибилније него када се различитим административним интервенцијама спречава успостављање равноте-

жних каматних стопа (тј. које у датој фази коњуктурног циклуса уравнотежују агрегатну понуду и тражњу за новцем). Управо се у режиму фиксног курса операцијама на отвореном тржишту може обезбедити вођење неутралне монетарне политике. Треба истаћи да операције на отвореном тржишту остају основним инструментом монетарне политике и у режиму флукутирајућег курса, с тим што у том случају оне непосредно утичу и на курс и на каматну стопу.

КУРС И КАМАТНА СТОПА

Потребно је још једном нагласити да поменути два фактора наиме однос између агрегатне понуде и тражње девиза и стопа раста цена се налазе у корелацији, и да они имају непосредно дејство на курс. Другим речима, курс се мора мењати уколико домаће цене расту брже од иностраних, па чак и ако постоји савршена равнотежа на девизном тржишту.

Различите ефекте на каматну стопу и курс има повећање новчане масе у условима када је суспендован и када није суспендован девизни систем.

У принципу, када девизни систем није суспендован, повећање новчане масе води ка снижењу каматне стопе, а снижење води ка депресијацији курса, уколико овај није фиксиран, већ флукутира у зависности од понуде и тражње на тржишту. Увоз тада размерно поскупљује али извоз расте, а тиме и производња. Ово са своје стране води порасту цена. Повећава се тражња за новцем, што се на тржишту новца одражава у померању каматне стопе навише, све до успостављања нове равнотеже. На тај начин раст новчане масе утиче на цене тј. инфлацију преко ефеката промене курса.

Међутим, у условима суспензије девизног система, опредељење централне банке да води рестриктивну монетарну политику при фиксном курсу значи остваривање њеног циља помоћу каматне стопе која мора да варира.

Свако повећање новчане масе дејствовало би у правцу снижења каматне стопе, а ово би се рефлектовало на слабљење курса. Тиме се заправо ствара додатна тражња за девизама пошто су тражиоци спремни да при смањеној понуди девиза плате и вишу цену да би до њих дошли. Ово је потпуно разумљива тржишна реакција и манифестује се као штицунг.

Да би зауставила наглашену тражњу за девизама при фиксном курсу динара централна банка мора подићи каматну стопу, чак и у условима еластичнијег реаговања тражње на њену промену. Високе каматне стопе би елиминисале део потенцијалне тражње и створиле би ситуацију у којој би се избегло претварање реалног вишка новчане масе у цене. Померање каматне стопе је начин да се при фиксном курсу креирање новчане масе задржи у оквирима који одговарају монетарној равнотежи.

Било би, свакако, пожељно на бази већ израженог и формализованог опредељења монетарне политике – да се контролисање количине новца обавља операцијом на отвореном тржишту – да централна банка током 2010. године покаже флексибилнији приступ тржишту новца и на тај начин повећа промет, нарочито краткорочних вредносних папира. Истовремено би то био начин да се редуцирају каматне стопе на тржишту новца, чија улога је од кључног значаја за одбрану курса динара.

Уколико би се новчана маса регулисала на отвореном тржишту формирала би се тржишна каматна стопа која би одговарала одређеном курсу динара. У случају колебања нивоа курса, Народна банка Србије интервенцијом на тржишту новца може веома брзо да курс врати у циљну зону. Међутим, уколико се због објективних фактора курс не може бранити, долази до његовог депресирања, па се успоставља нови ниво равнотеже. Након тога се привредни субјекти прилагођавају променом реалних величина привређивања том новом курсу кога централна банка мора да брани.

У складу са потребом одржавања приоритетних задатака економске политике од значаја је утврђивање висине каматних стопа, уважавајући при томе реалне профитне стопе корисника кредита. Наиме, каматне стопе на пласмане из кредитног потенцијала банака морале би се формирати на флексибилнији начин, а каматне стопе на депозите морале би бити у функцији стимулисања штедње. Битно је да политика каматних стопа не сме да доведе у питање стабилност монетарног система.

Од тога колике ће бити каматне стопе зависи политика курса, трошкови у привреди, биланси банака, понашање становништва везано за штедњу, проблеми краткорочне ликвидности и др. Преко политике каматних стопа преламају се сви чиниоци стабилизационог програма.

КУРС И КОНКУРЕНТНОСТ ИЗВОЗА

Краткорочно на курс делују и промене у структури валутног портфеља пословних банака, прилив иностраног новца којег није могуће стерилизовати и др. Али, без повећања новчане масе ови се чиниоци не могу реализовати. Постоје два модела односно два приступа у објашњавању курса и конкурентности извоза. У првом курс утиче на цене, кроз инпутске трошкове и кроз промену степена конкурентности односно погоршањем односа размене. Цене непосредно утичу на померање плата. Проблем настаје ако њих не прати истовремени раст продуктивности у истом проценту, јер ће се у следећем циклусу активирати механизми инфлације: плате (трошкови рада) – цене произвођача – малопродајне цене.

Други приступ се разликује од првога по томе што полази од тога да промена новчане масе делује најпре на цене, и тек посредством њих на курс. Заправо, први модел сугерише да се цене, као последица депресијације курса повећавају у складу са учешћем увоза у друштвеном производу. Други модел сугерише раст цена у целокупном процесу депресијације. Основна разлика се налази код другог модела где уместо да промена плата утиче на промену цена у ствари оне утичу на номинални ниво плата. Наиме, ове се прилагођавају стопи инфлације, делимично или у пуном проценту. Плате неће расти или ће се повећати за мање него што би уобичајено расле када извозне цене које произилазе из “ниског” курса остваре извозницима мали доходак. Пошто промене новчане масе и курса могу деловати на инфлаторна очекивања то код запослених може створити захтеве за вишим платама.

У овој анализи није детаљније анализирана производња или запосленост, из простог разлога што је у стварности немогуће обезбедити жељену производњу, а обим запослености зависи пре свега од брзине приближавања реалних плата својој равнотежној равни. Овде је реч о оној стопи незапослености која не узрокује повећање цена. У овом моделу није могућа интервенција путем курса или са монетарним инструментима. Због тога што би се ефекти повећане новчане масе одмах показали у промени курса и посредством њега у промени стопе раста цена. У другом циклусу би оне захтевале прилагођавање плата и других номиналних доходака.

Будучи да се раст плата уграђује у цене финалних производа, смањује се конкурентност извоза.

Посебан задатак на линији развојне политике држава ће имати у вези са осигурањем претпоставки за раст извоза. У вези с тим, нужно је нагласити да ће управо на средњи рок бити потребно из-

градити нове параметре за подстицање извоза, јер ће на краatak рок њихово повећање бити немогуће. Без постојања домаћег тржишта довољно великог обима, да може амортизовати ценовни губитак који настаје негативним односима размене, није могуће остварити ни извоз потребног волумена. С обзиром да је еластичност иностране тражње за нашом робом осетно испод јединице, повећање извоза биће мање од процента снижења цена. Према томе, и извозни приход биће нижи од реалног пораста извоза изазваног поједитијењем наше робе на међународном тржишту. Наше тржиште нема могућности да амортизује губитке који ће настајати извозом испод његове цене коштања. Да би се извоз учинио рентабилним, потребна су нова инвестициона улагања, овладавање новим принципима спољнотрговинског пословања, увођење савременог менаџмента и маркетинга – а за то треба време и новац. Управо ове факторе привреда Србије нема сада на располагању. Због тога ће јединични нето девизни прилив бити осетно мањи.

ПРЕДСТОЈИ ДУГОТРАЈАН ОПОРАВАК ПРИВРЕДЕ

Предлози, који се могу чути у последње време од неких домаћих економиста али и експерата ММФ-а, о увођењу еура уместо динара у овом моменту су доста нереални.

Неразумни су савети које дају стручњаци ММФ-а осиромашеним земљама, међу којима је и Србија, у којима они налажу да, мимо процедуре ЕУ и Европске централне банке и отвореног противљења “бриселске фамилије”, унилатерално прогласе еуро⁷⁾ својом валутом. Сугестије које долазе од ММФ-а резултат су увиђања чињенице да Србија неће моћи да плати приспеле дугове, а то ће имати велике последице на западне кредиторе. Експерти ММФ-а предлажу неким земљама да уведу еуро, а без испуњавања претходно потребних критеријума за такав чин а који су морале да испуне земље чланице ЕУ.

Европска централна банка се противи на овакав начин “уласку на мала врата” у еурозону оних земаља источне и средње Европе које не испуњавају за то предвиђене критеријуме. У Бриселу се захтева да кандидати за улазак у еурозону треба претходно да задовоље стриктне критеријуме који се односе првенствено на одго-

7) “Еуро као званичну валуту изван бриселске фамилије користе Монако, Сан Марино и Ватикан – преко споразума склопљених са Француском и Италијом, чланицама ЕУ са којима су традиционално блиске. Изван еурозоне, еуро као валуту користи Црна Гора, док је раније користила немачку марку. Црна Гора нема правни аранжман са ЕУ који би дозвољавао такву употребу валуте”. (Извор: *Rojters*, доступно 07. 04. 2009. године).

варајући низак ниво инфлације, буџетског дефицита, јавног дуга, стабилности валуте и слично.

Србија не испуњава критеријуме за улазак у еурозону. Економски услови нису задовољени, а ни монетарни.

Коначну оцену о томе да ли су испуњени услови за увођење еура даје Европска централна банка у Франкфурту. Поред осталог, то значи поштовање уговора из Мaстриhta који је прописао:

- да буџетски дефицит земље мора бити испод три одсто годишњег бруто домаћег производа,
- да јавни дуг не сме премашити 60 одсто бруто домаћег производа, као и
- да се инфлација мора кретати у равни просека три најниже стопе раста цена међу чланицама ЕУ које имају еуро.

Поред поменутих критеријума Србију од уласка у еурозону удаљава и додатно појачана бојазан Европске централне банке, због финансијске кризе која прети стабилности еура, па је забранила увођење европске валуте у земљама које нису чланице Уније. Стога је неразуман предлог неких експерата да се у Србији званично уведе еуро, који је већ дуже време паралелна валута са националном – а све у циљу да се ублажи криза у земљи.

Када би еуро као своју валуту прихватиле и земље које су дубоко у кризи последице на еурозону би биле несагледиве. Финансијски колапс у овим земљама у знатној мери би ослабио еуро који је заједничка валута у монетарној унији са укупно 16 чланица Европске уније. Свесни те чињенице у Бриселу се жестоко противе предлозима које је понудио ММФ земљама које су изван еурозоне и још увек изван Европске уније.

Отежавајуће околности за Србију су и те што је сада и Европска унија суочена са проблемом идентитета. Чини се као да је дошло до замора проширења међу њеним чланицама. Разлози за ово су разумљиви. Управо је ММФ, али тек у априлу 2009. године, у свом интерном извештају изнео црне прогнозе о томе да “источној Европи прети економски слом и повлачење новца из банака, и ако се не пронађу решења за рецесију, криза ће потрајати дуже него што се мислило”. Пропадање економија у појединим земљама (мисли се и на Србију) источне Европе изазваће домино ефекат и за последицу ће имати још један вал пропасти банака. Почетком 2010. године почеле су да се обистињују ове суморне прогнозе. У Бриселу су озбиљно забринути за еуро јер Грчка, Шпанија, Португал и Ирска тренутно представљају опасност за еурозону.

Светске берзе се плаше да ће због буџетског дефицита и преадужености Португала, Ирске, Грчке и Шпаније, неке од ових зе-

маља бити присиљене да банкротирају или се одрекну јединствене валуте – еура.

Државе које су у еурозони, а и оне које су изван ње, због буџетског дефицита и великог процентуалног учешћа дуга у бруто домаћем производу упадају у замку дужничке кризе. У 2009. години код просека еурозоне⁸⁾ буџетски дефицит је учествовао у бруто домаћем производу 6,9 одсто, а прогноза је да ће у 2010. години код просека еурозоне учешће дуга у БДП износити чак 84,0 одсто.

Србија мора да учини све како би ублажила дужничку кризу односно немогућност отплате свог спољног дуга – јер је извесно да ће имати тешкоће да сервисира дуг.

Мала економија Србије већ је ушла у замку дужничке кризе. Ако се продужи финансијска криза, то би могло довести до још снажнијег пада БДП⁹⁾-а, и уз остале догађаје који имају директне ефекте на раст ризика земље могло би доћи до великих дужничких проблема, будући да јавни дуг процентуално расте¹⁰⁾ у БДП-у.

Екстерна стабилност захтева заокрет са домаће потрошње на раст предвођен екстерним факторима, али до разумног нивоа. Стога озбиљно треба да забрињава податак да великом брзином расте спољни дуг¹¹⁾ земље.

- 8) У 2009. години буџетски дефицит је учествовао у БДП код Грчке 12,7 одсто, Ирске 11,7 одсто, Шпаније 11,4 одсто, Португала 9,3 одсто, Француске 8,4 одсто, Италије 5,1 одсто, Немачке 3,2 одсто. Прогноза је да ће у 2010. години учешће дуга у БДП износити код Грчке 124,9 одсто, Ирске 82,9 одсто, Шпаније 66,3 одсто, Португала 84,6 одсто, Француске 82,5 одсто, Италије 116,7 одсто, Немачке 76,7 одсто. У проблему је и Велика Британија која није у еурозони. Буџетски дефицит у 2009. години у Великој Британији износио је 12,6 одсто, а прогноза је да ће у 2010. години дуг у овој држави бити 80,3 одсто бруто домаћег производа. (Извор: GRAPHIC NEWS, доступно 12.02.2010. године.)
- 9) У Србији је реални пад БДП у трећем кварталу 2009. године, у односу на исто раздобље 2008. године, износио 2,3 одсто. У првом и другом кварталу 2009. године реални пад БДП је био 4,2 одсто. Међутим, реални пад бруто домаћег производа за девет месеци 2009. године, у поређењу са истим раздобљем претходне године, износио је 3,5 одсто. Највећи допринос негативној стопи раста БДП-а, од 2,3 одсто, у трећем кварталу 2009. године имали су: сектор прерађивачке индустрије, сектор трговине и сектор грађевинарства. Ублажавању пада БДП допринели су: сектор саобраћаја, сектор финансијског посредовања и сектор осталих услуга. (Извор: Републички завод за статистику, доступно 16.02.2010. године.)
- 10) Јавни дуг Србије је на крају јануара 2010. године био 10,07 милијарди еура, што је 30,5 одсто бруто домаћег производа. На крају прошле године, јавни дуг је био 9,85 милијарди еура, што значи да је током јануара 2010. године повећан за око 216 милиона. На крају 2008. године јавни дуг Србије био је 8,78 милијарди еура, што је било 25,6 одсто БДП-а. (Извор: Министарство финансија, доступно 16.02.2010. године.)
- 11) Спољни дуг Србије у јануару 2009. године износио је 22,78 милијарди еура. (Извор: Народна банка Србије, доступно 09.03.2010. године.) За протеклих девет година спољни дуг Србије се два и по пута повећао. Тренутно је највећи проблем за земљу дуг приватног сектора. Овај проблем дуга приватног сектора мора да се реши репрограмом. Ако се то не уради, односно ако банке почну да наплаћују своје дугове, последице по саму привреду би биле катастрофалне. Дошло би до даљег гушења привреде. Да би се убла-

Проблеми регије¹²⁾ дубоко су повезани с остатком Европе, јер су домаће банке у власништву матичних банака из ЕУ, па решење кризе у којој се налази Србија лежи искључиво у координираном одговору Европске уније и међународних финансијских институција. Зато држава мора да испоштује договор са ММФ-ом, односно да испуни све услове које јој постави Фонд, јер само на тај начин може да убеди пословне банке да не смањују обим кредита предузећима, и да покаже свету како је овај простор под контролом ММФ-а.

Шансе за пријем Србије у Европску унију су јако мале све до опоравка економије западних земаља.

Економија Запада се суочава са изгубљених наредних десет година. Еуро и долар су нестабилни, државни дугови енормно расту, цена злата расте, Кина економски надјачава Немачку и Јапан. Нова декада ће донети велике проблеме и Европској унији. Већ 2010. године настаће криза због дугова и криза због сиромаштва. У наредним годинама треба и даље рачунати на ниски привредни раст, високу незапосленост и сиромаштво. Последице кризе због дугова и даље ће тешко оптерећивати државе. И велика је вероватноћа да ће се опоравак привреде западних земаља осетити тек 2020. године.

Нажалост, опоравак привреде Србије ће бити много дужи. Будући да је Србија у протеклих девет година, тачније од 2000-те до 2009. године, имала просечан раст БДП од 5,4 одсто биће јој потребан веома дуг временски период да се врати у групу средње развијених земаља, у којој се налазила 1989. године¹³⁾.

Србија – каква је данас – економски не одговара Европској унији. Она би само представљала додатно оптерећење за Унију. Већ сада због последица дужничке кризе у неким земљама чланицама ЕУ створене су велике дилеме о даљем проширењу Уније. То је довело до идеје да се формира Европски монетарни фонд (ЕМФ) у циљу спашавања Европске монетарне уније. Другим речима, ЕМФ требао би да омогући јединствено деловање на пла-

жиле негативне последице, уколико компаније не могу да врате дуг – држава мора да им прискочи у помоћ.

- 12) Филијале западних банака у источној Европи, укључујући и оне у Србију, могле би у догледној будућности да изгубе 160 милијарди долара у виду ненаплативих дугова. (Извор: *Fajnszel tajms*, позива се на мартовски извештај *Breton-Vud* институције, доступно 07.04.2009. године.)
- 13) Према статистичком моделу процене су следеће. Да је Србија од 2000-те године имала просечни годишњи раст од 10 одсто, било би јој потребно 21. годину да се врати на ниво из 1989. године. Те године је она била у групи средње развијених земаља.

ну креирања економске политике, и он би требао да пружа помоћ земљама чланицама еурозоне. Но, још ноје дефинисано да ли би ЕМФ био успостављен само за државе еурозоне или за све чланице Европске уније.

Челници у Србији морају да схвате да је дошло до *европског замора проширења*. Сада је јако мала вероватноћа да ће Унија бити спремна да апсорбује Србију, јер Србија има низ озбиљних нерешених проблема. Најважнији међу њима су питање Косова, а које се односи на дефинисање спољњих граница¹⁴⁾ Србије, затим нерешена питања с Хашким судом, те потреба да се у Србији спроведу корените унутрашње реформе. Ово мора бити темељан и дуготрајан посао, који неће моћи да се реши без великих тешкоћа.

Могло би се догодити да на основу политичке одлуке Србија буде превремено примљена у Унију, под условом да се реши питање Косова и Хага, иако неки технички услове претходно не би били испуњени, као и неки услове које је Европска комисија дефинисала за земље кандидате за чланство. На такву могућност указују примери Румуније и Бугарске, које су по многим економским показатељима иза Србије, а ипак су постале чланице Европске уније.

Међутим, цена превременог пријема Србије била би далеко већа него њен не улазак у ЕУ, пре испуњавања свих потребних критеријума. Критеријум за пријем неће бити само спремност нове чланице за чланство, него процена спремности Европске уније да је апсорбује. У међувремену Србија мора да се спрема за координацију економске и монетарне политике са Европском унијом.

ЗАКЉУЧАК

Курс динара ће 2010. године бити суочен са великим изазовима. Ради тога што стабилан курс динара према еуру првенствено зависи од континуираног прилива девиза из иностранства – а њега ће бити далеко мање него што је то било у протеклим годинама.

Централна банка ће се наћи пред великим изазовима. Ти изазови су – како одбранити курс динара и како обезбедити довољну ликвидност банака како би оне могле кредитирати предузећа и државу. Проблем је у томе што повећање количине динара на тржи-

14) Дефинисане државне границе су услов за улазак у ЕУ. Чак се због тога говори о померању године уласка Хрватске у Унију. Из Брисела је званичном Загребу поручено да ће у ЕУ ући с Исландом 2013. године само ако реши отворена гранична питања са Србијом и Босном и Херцеговином до 2011. године. (Извор: *Globus*, Croatia, доступно 02.03.2010. године.)

шту руши курс динара, док повлачење динара с тржишта, брани курс али смањује ликвидност. Смањену ликвидност и недостатак капитала на тржишту банке углавном компензирају повећањем каматних стопа.

Влади Србије стоје на располагању само две могућности. *Једна могућност* је да она настави са дефлаторном политиком очувања курса. И највероватније је да ће се влада одредити за ту алтернативу, јер је затражила помоћ од Међународног монетарног фонда.

Лоша страна политике очувања курса јесте да ће то изазвати још веће проблеме у привреди, велики број банкрота предузећа, а самим тим и губитка радних места. *Друга могућност* је да се изврши корекција динара. У том случају пао би животни стандард становништва, повећале би се рате кредита, али би добар део радних места био сачуван.

Наравно, независно од тога који модел се одабере, претпоставка његова успеха јесте ребаланс државног буџета, значајно смањење потрошње јавног сектора и коренита промена макроекономске политике, првенствено политике извоза. Извоз треба да буде генератор привредног раста. Али, у економској кризи до њега није могло доћи јер је рецесија захтевала снижавање извозних цена, а губици су покривени отпуштањем радника и падом курса динара.

Какво ће кретање имати национална валута односно да ли ће бити могуће одржавање њене стабилности зависиће од експанзије извоза, инвестиција, али највише ће зависити од обима девизних резерви. Треба рачунати на то да неће бити у довољном обиму кредита из иностранства којима ће моћи да се одржава стабилност динара, због економске и финансијске кризе која погађа и највеће економије у еурозони, али и у земљама чланицама ЕУ које нису у еурозони. Земље које имају заједничку валуту *euro* морају имати појачану координацију своје економске политике.

Snezana Grk

EXCHANGE RATE AS A MECHANISM IN THE FUNCTION OF SERBIAN ECONOMIC POLICY

Summary

The idea of the hereby given analysis of the exchange rate as a parameter function of the economic policy is that the primary problem in Serbia today is the fact that the anti-inflationary policy cannot be run

apart from the developmental policy. No stabilization concept can succeed unless it is directed towards the incentive of production activities, production growth and widening of the investment base. In the very short run the government can do very little in the exchange rate plan, but it can in the long run by the change of its economic policy. In the short run, the Central bank can do a lot on the exchange rate although the exchange rate is not its priority. Inflation is the top priority for the Central bank.

Key words: currency, interest rate, exports, imports, inflation, loans, integrations, euro, macroeconomic policy.

ЛИТЕРАТУРА

- Schnabl G. (2004), The Rational for a Fast EMU Accession of the New Member States, MEUS Workshop *European Monetary Policy*, Eberhard Karls Universität, Tübingen, 21. June, 2004.
- Грк С. (1998), *Немоћ и пропусти монетарне политике*, Чигоја, Београд, 97 стр.
- Грк С. (2010), «Деструктивна национална економија и политика удаљава Србију од Европске уније», *Национални интерес*, бр.1/2010, Институт за политичке студије, Београд.
- Грк С. и група аутора (1996), *Могућности снижења каматних стопа*, ур. Грк С., Студија НБЈ, Београд, 150 стр.