

## POLITIKA KURSA DINARA

*Sladjana Plačkov\**, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad

*Jelena Pivašević*, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad

*Jelena Vojnović*, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad

**Sažetak:** Male oscilacije kursa svakako utiču na gubitak poverenja u dinar, a zbog plitkog tržišta i najmanja promena na strani ponude i tražnje dovodi do pomeranja kursa i unosi nesigurnost. Pojedini privrednici predlažu da se kurs dinara veže za inflaciju, kao i da se obezbedi potpuno predvidiv i stabilan kurs. Realni ili blago depresirani kurs podstakao bi konkurentnost izvoznika i, eventualno, razvoj novih proizvodnih linija koje, u uslovima precenjenog kursa, nisu imale ekonomsku opravdanost. Fiksni kurs bi doneo manje kamate, manji rizik i manju neizvesnost poslovanja, ali bi Srbija time iscrpila devizne rezerve. S druge strane, potpuno slobodan kurs, doveo bi do (realnog) pada dinara, što bi u nekom periodu sigurno dovelo do značajnog povećanja izvoza, ali bi posledice po privrednike i građane koji imaju kredite vezane za kurs evra bile katastrofalne. Posebnu pažnju u radu ćemo posvetiti depresijaciji kursa, jer je ona u principu povoljna za izvoznu konkurentnost Srbije, ali sa druge strane dovodi i do rasta troška servisiranja duga, kako za državni, tako i za privatni sektor. Oscilacije kursa dinara, apresijacija i depresijacija, imaju ponekad katastrofalne posledice na privredu, investiture, ali i na uvoz i na izvoz. U daljem radu ćemo posmatrati kretanje dinara u Srbiji, u vremenskom intervalu od 2009. do 2012. godine, sa ciljem da se uspostavi balans i održi ekonomska ravnoteža. Na deviznom tržištu vrši se i određena kontrola kretanja stranih valuta prema dinaru, pa u slučaju kada ekonomski interesi to zahtevaju, NBS na osnovu arbitrarnih kriterijuma može da interveniše na tržištu.

**Ključne reči:** devizni kurs, politika kursa dinara, apresijacija, depresijacija, NBS.

## EXCHANGE RATE POLICY

**Abstract:** Small oscillations of exchange rate certainly affect the loss of confidence in the currency (Serbian dinar, CSD) and because of the shallow market even the smallest change in the supply and demand leads to a shift in exchange rate and brings uncertainty. Some economists suggest that the course should be linked to inflation and thus ensure predictable and stable exchange rates. Real exchange rate or slightly depressed exchange rate will encourage the competitiveness of exporters and perhaps ensure the development of new production lines which, in terms of overvalued exchange rate, had no economic justification. Fixed exchange rate will bring lower interest rates,

---

\* [sladjana.plackov.vps@gmail.com](mailto:sladjana.plackov.vps@gmail.com)

*lower risk and lower business uncertainty (uncertainty avoidance), but Serbia will also reduce foreign exchange reserves by following this trend. On the other hand, a completely free exchange rate, would lead to a (real) fall of Serbian currency, which in a certain period would lead to a significant increase in exports, but the consequences for businessmen and citizens with loans pegged to the euro exchange rate, would be disastrous. We will pay special attention to the depreciation of the exchange rate, as it is generally favorable to the export competitiveness of Serbia and, on the other hand, it leads to an increase in debt servicing costs of the government as well as of the private sector. Oscillations of the dinar exchange rate, appreciation and depreciation, sometimes have disastrous consequences on the economy, investors, imports and exports. In subsequent work, we will observe the movement of the dinar exchange rate in Serbia, in the time interval 2009-2012, in order to strike a balance and maintain economic equilibrium. A movement of foreign currencies against the local currency is controlled in the foreign exchange market, so in case economic interests require, The National Bank of Serbia (NBS), on the basis of arbitrary criteria, can intervene in the market.*

**Keywords:** *exchange rate, exchange rate policy, appreciation, depreciation, The National Bank of Serbia (NBS).*

**JEL classification:** *E42, E58*

## 1. UVOD

Kurs dinara pokazuje u koliko lošem stanju se nalazi privreda Srbije, a jedini način da se pad domaće valute zaustavi jeste investiranje u proizvodnju i povećanje izvoza, te stoga država što pre treba da obezbedi investicije za domaću privredu. Najslabija karika u srpskoj privredi svakako jeste spoljna trgovina, stoga je izvozna ekspanzija krucijalni proces u privrednom oporavku Srbije. Kako bi se stvarali uslovi za dugoročan rast i razvoj Srbije, pored plasmana robe na domaćem tržištu, neophodna je i spoljnotrgovinska razmena, jer se putem nje obezbeđuje i neophodan dodatni devizni priliv.

Osnovna hipoteza rada je da bi veoma važan instrument ekonomske politike za podsticanje izvoza i poboljšanje izvozne pozicije mogla da predstavlja politika deviznog kursa. Cilj rada je da objasnimo uticaj politike kursa dinara na ekonomski rast i razvoj. Sa posebnu pažnjom ćemo predstaviti kakve se to oscilacije dešavaju usled apresijacije i depresijacije kursa dinara, i kako se to one odražavaju na privredu, investitore, ali i na uvoz i izvoz.

Diskrecione odluke monetarnih vlasti utiču na nivo kursa dinara, a najvažniji kriterijumi su: odnos ponude i potražnje deviza, stanje platnog bilansa i razlike u domaćoj i inostranoj inflaciji. NBS može da utvrdi margine mogućih oscilacija kursa i da vrši intervencije u slučaju eventualnog proboja. Na deviznom tržištu vrši se određena kontrola kretanja stranih valuta prema dinaru,

pa u slučaju kada ekonomski interesi to zahtevaju, NBS na osnovu arbitrarnih kriterijuma može da interveniše na tržištu.

## **2. DEVIZNO TRŽIŠTE I DEVIZNI KURS**

Devizno tržište se jednostavno može definisati kao mesto na kome se obavljaju devizno-pravni poslovi, odnosno mesto na kome se vrši kupovina i prodaja deviza. S obzirom da je često prisutna neuravnoteženost ponude i tražnje deviza, u cilju uspešnog funkcionisanja slobodnog deviznog tržišta neophodno je održavanje deviznih kurseva u određenom rasponu sa intervencijama centralne banke. Međubankarsko devizno tržište pretrpelo je brojne promene od strane monetarne politike, koju je Narodna banka Srbije vodila u cilju ostvarivanja primarnog cilja, postizanja i održavanja niske i stabilne stope inflacije. Osnovna svrha deviznog tržišta jeste u tome da se s jedne strane olakša međunarodna trgovina, a da se s druge strane omogući međunarodno kretanje kapitala.

Na privredu jedne zemlje devizni kurs ima osetan makroekonomski i razvojni uticaj. Međutim, uticaj deviznog kursa na spoljnu trgovinu ima veliki odraz na ekonomski rast jedne zemlje (Jovović, 2011). On je ogledalo privrede i nemoguće je imati jak dinar u slaboj privredi sa malim izvozom. Ono što je sigurno je da niko pouzdano ne može da prognozira koliko će evro vredeti u odnosu na nacionalnu valutu. Teško je prognozirati kretanje kursa, jer se ne može sa sigurnošću predvideti da li će i kada doći do novih značajnih svetskih ili regionalnih poremećaja. (Arsić, Mladenović, Nojković, & Perović, 2005).

## **3. ULOGA NARODNE BANKE SRBIJE**

Zahvaljujući relativno visokom kursu dinara, proizvodi iz Srbije su cenovno nekonkurentni u izvozu, dok je tražnja za uvoznim proizvodima veća nego što odgovara mogućnostima privrede Srbije. NBS je donedavno isticala da je njen primarni cilj očuvanje inflacije, iako se zna da stabilna vrednost nacionalne valute mora da bude rezultat stabilne privrede, a njen rast rezultat rasta produktivnosti, a ne trošenja deviznih rezervi (Milenković, 2012). Održavanje kursa dinara je u pozajmljenim sredstvima, a posledica toga svakako jeste često intervenisanje NBS. Proces intervenisanja NBS-a se vrši iz deviznih rezervi koje nisu rezultat izvoza roba i usluga, već su rezultat privatizacije.

U praksi, u Srbiji je već godinama u primeni politika precenjenog i do skoro relativno stabilnog kursa dinara. NBS određuje kurs na osnovu ponude i tražnje, a interveniše na deviznom tržištu samo u slučaju sprečavanja velikih dnevnih oscilacija kursa, ali bez usmeravanja kursa u određenom pravcu. Veći rast domaćih cena od promene deviznog kursa prema najvažnijim svetskim

valutama, dovodi do ogromnog spoljnotrgovinskog deficita, i sve većeg zaduživanja građana, države i privrede (Jovović, 2011, p. 66).

NBS primenjuje politiku kontrolisanog fluktuirajućeg deviznog kursa koji se javlja kao neto posledica ponude i tražnje novca na finansijskom tržištu. Sa druge strane održava fiksni devizni kurs na nerealno visokom nivou, prevashodno putem kontrole referentne kamatne stope. Egzistiranje fiksnog i precenjenog deviznog kursa u Srbiji je neophodno da bi NBS domaću privredu oslobodila od moguće inflacije. Različita su shvatanja i tendencije svih aktera u zemlji Srbiji, prema tome svi oni imaju svoj stav o tome kako treba da se kreće dinar i u kojim uslovima bismo mogli da opstanemo i obezbedimo stabilnost (Kovačević, 2010, p. 201):

- Analitičari polaze od toga da će Narodna banka Srbije nastaviti da održava privid stabilnosti finansijskog sistema, koristeći precenjeni dinar kao ključni instrument.
- Uticajni privrednici, većinom su veliki neto uvoznici i/ili ogromni dužnici. Oni žele jak dinar da bi jeftinije uvezli robu i jeftinije dolazili do deviza za otplatu kredita.
- „Armija“ zaduženih građana takođe želi jak dinar kako bi lakše otplaćivala kredite pod kojima grca. Njihov horizont očajanja i finansijskog planiranja seže samo do poslednjeg dana u mesecu.
- Banke žele jak dinar jer on olakšava naplatu kredita, skriva neodrživo visoke kamate i usporava otpisivanje nenaplativih potraživanja. Uz to, kada je dinar jak, banke jeftino kupuju devize, povlače novac iz Srbije, tiho vraćajući kredite svojim inostranim maticama.
- NBS, koja ni u recesiji nije u stanju da kontroliše inflaciju, želi jak dinar jer će on smanjiti pritisak na cene, možda usporiti povlačenje kapitala iz Srbije i tako privremeno sakriti sve slabosti monetarnog sistema.
- Vlada takođe želi jak dinar jer to građane čini manje nezadovoljnim, a stvara i iluziju o većim evro platama. Pomoću jakog dinara se fiktivno povećava i bruto domaći proizvod iskazan u evrima i fiktivno se popravljaju svi parametri zaduženosti.

#### **4. APRESIJACIJA I DEPRESIJACIJA KURSA DINARA**

Jačanje vrednosti određene valute, u zavisnosti od režima deviznog kursa, nazivamo apresijacija (režim fluktuirajućeg deviznog kursa), ili revalorizacija (režim fiksnog deviznog kursa). Obrnuto smanjenje vrednosti određene valute nazivamo depresijacija (režim fluktuirajućeg deviznog kursa), ili devalorizacija (režim fiksnog deviznog kursa) (Miljković, 2008, p. 6).

U Srbiji svakako ni prevelika apresijacija kursa dinara nije dobra, kao ni prevelika depresijacija. Značajni debalans ili pomeranje u jednom ili drugom

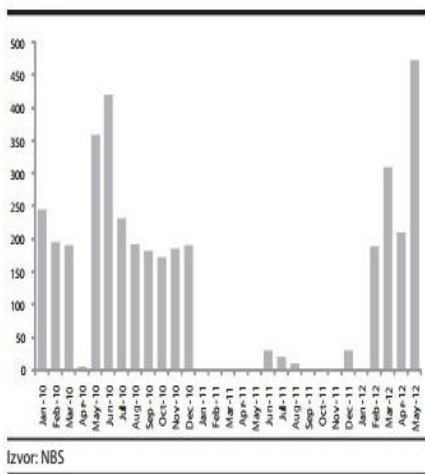
pravcu, mogu da dovedu do strukturnih poremećaja, tako da prevelika depresijacija dinara previše vodi do rasta stope zaduženosti i problema sa lošim kreditima (Fond za razvoj ekonomske nauke, 2007). Neophodno je da se realni kurs održi stabilnim, jer ukoliko se dinar previše depresira stvaraju se problemi sa spoljnotrgovinskim deficitom, što se odražava na rast uvoza i smanjenje izvoza.

Svaki proizvod koji se izveze zavisi direktno od cena energenata, uvoznih resursa, tehnologija, ali i kredita koje proporcionalno skaču sa svakim povećanjem kursa evra. Čak i poljoprivreda, koja se neprestano mistično uzdiže kao privredni potencijal Srbije, ne profitira od slabog dinara jer on znači pre svega skupu naftu, skuplju ratu za kredit za neophodnu poljoprivrednu mehanizaciju.

Dobitak od depresijacije za izvoznike u Srbiji bio bi samo izuzetan slučaj firme koja ima malo ili nimalo kredita, a koristi isključivo domaće sirovine koje ne zavise od uvoznih sirovina i resursa. Naravno i dobitak bi bio kratkoročan jer svako smanjenje deficita znači i manju buduću depresijaciju dinara. U maloj privredi Srbije koja mora da uveze gotovo sve proizvode i resurse, odnosno koja zavisi od stranih kredita, depresijacija dinara nameće ubrzani rast troškova svim sektorima pa i izvoznom i stavlja ih u problem likvidnosti. Deo uvoznog sektor žali se zbog kursa jer im rastu troškovi i obaveze uz manji rast dinarskih prihoda. Sa druge strane, stručnjaci predlažu slabljenje dinara kao rešenje za nedovoljan izvoz.

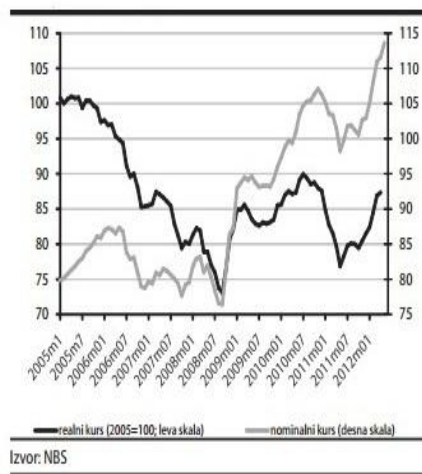
## **5. KRETANJE KURSA DINARA U VREMENSKOM INTERVALU OD 2009. DO 2012. GODINE**

Na grafikonu možemo da vidimo da dinar konstantno slabi prema evru od početka godine. Tokom prvog kvartala, kurs dinara prema evru je depresirao za 8%. Zatim je tokom aprila i početkom maja kurs bio uglavnom stabilan, da bi u drugoj polovini maja i početkom juna ponovo došlo do snažne depresijacije. (Slika 1).



Slika 1. Dnevni kurs dinar/evro, u Srbiji, u vremenskom intervalu 2009-2012.

Preuzeto od: NBS.



Slika 2. Intervencija u NBS, prodaja deviza, podaci na mesečnom nivou u milionima evra u vremenskom intervalu 2010-2012.

Preuzeto od: NBS.

Posle pauze tokom većeg dela 2011. godine, NBS ponovo intenzivno interveniše na tržištu kako bi ublažila depresijaciju dinara. Od početka godine do početka juna NBS je iz deviznih rezervi prodala preko 1,2 milijarde evra. U maju je NBS ukupno prodala 473 miliona evra, što je najveća mesečna vrednost intervencija (Slika 2). Međutim, iako je depresijacija ublažena, ona nije zaustavljena. Depresijacija dinara je posledica više faktora. Njoj doprinosi snažan rast fiskalnog deficita u prva četiri meseca 2012. godine, te povezano sa tim povećana potreba za finansiranjem deficita i amortizacije javnog duga. Ovo stvara nesigurnost kod nekih stranih investitora, pa neki od njih za sada odustaju od daljeg investiranja u državne hartije i kako bi zatvorili svoje pozicije u Srbiji kupuju evre, stvarajući time depresijacijski pritisak. Zatim, tekući deficit platnog bilansa koji je relativno visok već više meseci za redom (zbog pada izvoza i rasta uvoza energenata). (Fondacija za razvoj ekonomske nauke, 2012, p. 36).

Deficit tekućeg računa u Q1 iznosio je 1159 miliona evra, znatno više nego 760 miliona evra u Q1 prethodne godine. Za razliku od većeg dela prethodne godine, kada je bio uglavnom u velikom plusu, u Q1 2012. godine je finansijski račun praktično uravnotežen (zbog odliva po osnovu otkupa grčkog udela u Telekomu, te mnogo nižeg priliva portfolio investicija nego u Q1 prethodne godine). Kao posledica većeg deficita tekućeg računa i vrlo skromnih neto priliva finansijskog računa, ukupni platni bilans je u deficitu, što takođe stvara značajne depresijacijske pritiske. Povećanje referentne kamatne stope NBS i

druge mere koje je NBS usvojila početkom jula, mogle bi da doprinesu stabilizaciji dinara, pa čak i umerenom povećanju njegove vrednosti. Ipak, kretanje kursa dinara će suštinski zavisiti od fiskalne politike u narednim godinama, ali i od faktora na koje vlada i NBS imaju relativno skroman uticaj. Jedna od najvažnijih determinanti kursa je priliv stvarnog kapitala u obliku stranih investicija i kredita, čiji iznos zavisi kako od domaćih faktora (privredni ambijent), tako i od kretanja u EU i užem regionu. Eventualna kriza u EU nepovoljno bi uticala na privredu Srbije i kako po osnovu manjeg priliva kapitala, tako i po osnovu smanjenja tražnje za proizvodima iz Srbije (Narodna banka Srbije, 2012).

Bez obzira na to što depresijacija kursa ima pozitivan odraz na izvozu konkurentnost Srbije, ona dovodi i do rasta troškova servisiranja duga, sa jedne strane za državu, a sa druge strane za privatni sektor. Međutim, pozitivan odraz se reflektuje i na prihode izvoznika, jer kako izvoznici, tako i akteri uvoznih komponenti imaju velika dugovanja u evrima. Ono što možemo da zaključimo, je da građani i poslovne organizacije u srednjem roku imaju uslove da se prilagode promenama i novonastalim situacijama, te se stoga ipak ostvaruje izrazito pozitivan efekat depresijacije.

## 6. ODRAZ KURSA DINARA NA PRIVREDU

Navodi se da je u osnovi poslovanja privrednih aktera, da imaju predvidiv i stabilan kurs dinara na osnovu koga mogu da planiraju poslovne parametre, a prihvatljive su oscilacije do pet odsto, koje se mogu pokriti iz tekućeg poslovanja. Pri tome je jasno da depresijacija dinara i jačanje evra najviše pogađa dužnike koji su se zadužili u stranoj valuti, a zarađuju u dinarima, kao i uvoznike, dok odgovara preduzećima koja izvoze.

Pojedini privrednici predlažu da se kurs dinara veže za inflaciju, kao i da se obezbedi potpuno predvidiv i stabilan kurs. Model vezivanja za inflaciju je naročito primenjivan u Latinskoj Americi, ali nije dao najbolje rezultate. Potpuno predvidiv kurs obezbeđuje sigurnu zaradu na kursnim razlikama, što otvara mogućnost delovanja špekulanata na deviznom tržištu.

Privreda u Srbiji traži da se sprovodi stabilan, ali ne fiksni kurs dinara. Međutim, traži i jačanje kreditne podrške investicijama u proizvodnju i stimulisane izvoza. Njoj ne odgovara nestabilan kurs sa velikim oscilacijama, jer on povećava devizni rizik i inflaciona očekivanja. Fiksni kurs, koji neki zagovaraju, otvorio bi vrata crnom tržištu deviza i bio „raj za švercere“. Uslov za režim fiksnog kursa je i drastično smanjenje javne potrošnje, što bi bilo veoma bolno i za korisnike budžeta i za kreatore ekonomske politike (Milenković, 2012).

U našoj situaciji izrazite nekonkurentnosti i nedovoljno osposobljene, tehnološki zastarele i slabo organizovane privrede za izvoz, režim kontrolisano fleksibilnog kursa dinara sa redovnim prilagođavanjem NBS prema kretanjima na deviznom tržištu koji omogućava amortizaciju spoljnih ekonomskih udara je, za sada, za Srbiju ipak najbolja opcija.

## 7. ZAKLJUČAK

Strategija povećanja konkurentnosti srpske privrede ogleda se u tržišnoj vrednosti deviznog kursa. Realni ili blago depresirani kurs podstakao bi konkurentnost izvoznika i, eventualno, razvoj novih proizvodnih linija koje, u uslovima prećenjenog kursa, nisu imale ekonomsku opravdanost.

Osnovni uslov za stvaranje konkurentnog deviznog tržišta i formiranje deviznog kursa koji je rezultat realnih tržišnih odnosa, jeste redukcija uloge Narodne banke Srbije na deviznom tržištu. To bi značilo napuštanje dosadašnje politike stabilnosti deviznog kursa, s obzirom na to da je odbrana dinara na ovaj način izuzetno skupa, jer troši devizne rezerve i vodi daljem zaduživanju. NBS bi u tom slučaju samo povremeno intervenisala na deviznom tržištu, kada postoji potreba da se spreči ekstremna fluktuacija kursa. NBS treba da preuzme odgovornost za to da se inflacija kreće u određenim okvirima, dok određivanje kursa treba da prepusti tržištu.

Srbija danas ima rukovođeno fluktuirajući kurs i po svoj prilici, i po mišljenju većine domaćih i stranih analitičara, to je najbolja solucija. Ima pobornika slobodno plutajućeg, kao i fiksnog deviznog kursa, ali su u značajnoj manjini. Većini je jasno da oba ekstrema imaju brojne slabosti, koje Srbija, sa svojom oslabljenom privredom, teško može da iznese. Fiksni kurs bi doneo manje kamate, manji rizik i manju neizvesnost poslovanja, ali bi Srbija time iscrpila devizne rezerve. S druge strane, potpuno slobodan kurs, doveo bi do (realnog) pada dinara, što bi u nekom periodu sigurno dovelo do značajnog povećanja izvoza, ali bi posledice po privrednike i građane koji imaju kredite vezane za kurs evra bile katastrofalne.

Kurs bi morao da bude što bliže realnoj vrednosti, a odstupanja od realnog bi morala da imaju tendenciju potcenjivanja, a ne prećenjivanja dinara, što bi stimulisalo izvoz, jer samo ekspanzija izvoza može obezbediti Srbiji izlazak iz krize. Paralelno sa popuštanjem intervenisanja Narodne banke Srbije, zbog eventualnog pada dinara u narednom periodu, trebalo bi da se pristupi problemu ogromnih deviznih kredita građana i preduzeća. U njegovom rešavanju morali bi da učestvuju svi subjekti – dužnici, poslovne banke, predstavnici države i Narodna banka Srbije.



## REFERENCE

- Arsić, M., Mladenović, Z., Nojković, A., & Petrović, P. (2005). Makroekonometrijsko modeliranje privrede Srbije - teorijske osnove i rezultati. Beograd: CES Mecon.
- Fondacija za razvoj ekonomske nauke. (2012). Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politike Srbije. Preuzeto sa [www.fren.org.rs/sites/default/files/qm/5\\_4.pdf](http://www.fren.org.rs/sites/default/files/qm/5_4.pdf)
- Fond za razvoj ekonomske nauke. (2007). Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji. Preuzeto sa [ceves.org.rs/wp-content/uploads/2012/12/QM8.pdf](http://ceves.org.rs/wp-content/uploads/2012/12/QM8.pdf)
- Jovović, D. (2011). Dinar i devizni kurs. Beograd: Prometej.
- Jovović, D. (2011). Dinar i režim deviznog kursa. Bankarstvo, 40(11-12), 56-81. Preuzeto sa [www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2011/11\\_12/UBS-Bankarstvo-11-12-2011-Jovovic.pdf](http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2011/11_12/UBS-Bankarstvo-11-12-2011-Jovovic.pdf)
- Kovačević, M. (2010). Uzroci pada i vrlo niskog nivoa konkurentnosti privrede Srbije. Kako povećati konkurentnost privrede i izvoza Srbije. Beograd: Naučno društvo ekonomista Srbije, Ekonomski fakultet.
- Milenković, N. (2012). Devizni kurs kao instrument ekonomske politike - iskustva zemalja Istočne Azije. Ekonomski horizonti, 14(3), 139-149. doi:10.5937/ekonhor1203139M
- Miljković, D. (2008). Međunarodne finansije. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta.
- Narodna banka Srbije. (2012). Izveštaj o inflaciji.

*Primljeno: 28.04.2013.*

*Odobreno: 30.05.2013.*