



**УНИВЕРЗИТЕТ У КРАГУЈЕВЦУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**

Мр Ненад Р. Јанковић

**УТИЦАЈ ДЕВИЗНОГ КУРСА НА
КОНКУРЕНТНОСТ ИЗВОЗА**

Докторска дисертација

Крагујевац, 2013. године

<i>I Аутор</i>
Име и презиме: Ненад Р. Јанковић
Датум и место рођења: 23.08.1977. године у Крагујевцу
Садашње запослење: асистент на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу
<i>II Докторска дисертација</i>
Наслов: Утицај девизног курса на конкурентност извоза
Број страница: <i>xi</i> + 232
Број табела: 53; број графика: 35
Број библиографских јединица: 123
Установа и место где је рад израђен: Економски факултет, Универзитет у Крагујевцу
Научна област (УДК): 339.72/.74
Ментор: проф. др Верољуб Дугалић, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу
<i>III Оцена и одбрана</i>
Датум пријаве теме: 09.05.2011. године
Број одлуке и датум прихватања докторске дисертације: 2620/10-3 од 26.10.2011. године
Комисија за оцену подобности теме и кандидата: <ul style="list-style-type: none"> 1. Др Верољуб Дугалић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Финансије, финансијске институције и осигурање 2. Др Радован Ковачевић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Београду, ужа научна област Међународни економски односи 3. Др Емилија Вуксановић, редовни професор Економског факултета у Крагујевцу, ужа научна област Финансије, финансијске институције и осигурање
Комисија за оцену докторске дисертације:
Комисија за одбрану докторске дисертације:
Датум одбране дисертације:

САДРЖАЈ

Садржај.....	<i>i</i>
Списак табела и графика.....	<i>v</i>
Апстракт.....	<i>x</i>
Abstract.....	<i>xi</i>
УВОД.....	1
ДЕО I	
ДЕВИЗНИ КУРС – ОСНОВНИ ПОЈМОВИ И ТЕОРИЈЕ	6
1. Појам девизног курса.....	7
1.1. Номинални девизни курс.....	8
1.2. Реални девизни курс.....	10
2. Ефективни девизни курс.....	12
2.1. Номинални ефективни девизни курс.....	13
2.2. Реални ефективни девизни курс.....	15
3. Равнотежни девизни курс.....	15
4. Теорије о формирању девизног курса.....	18
4.1. Теорија паритета куповних снага.....	18
4.1.1. Закон једне цене.....	18
4.1.2. Теорија апсолутног паритета куповних снага.....	21
4.1.3. Теорија релативног паритета куповних снага.....	23
4.2. Монетарна теорија формирања девизног курса.....	26
4.3. Портфолио теорија формирања девизног курса.....	28
4.4. Фундаменталне макроекономске варијабле као фактори формирања девизног курса.....	30
4.5. Теорија поверења и теорија апсорпционе тражње.....	34
4.5.1. Теорија поверења.....	34
4.5.2. Теорија апсорпционе тражње.....	35

ДЕО II

КОНКУРЕНТНОСТ НАЦИОНАЛНИХ ПРИВРЕДА	38
1. Појам и дефинисање конкурентности.....	39
1.1. Појам конкурентности.....	39
1.2. Дефинисање конкурентности.....	41
2. Мерење конкурентности.....	42
2.1. Методологија Светског економског форума.....	44
2.2. Методологија Института за развој менаџмента.....	48
2.3. Методологија Светске банке.....	50
2.4. Индикатори извозне конкурентности.....	52
3. Фактори конкурентности.....	55
3.1. Ценовни фактори.....	56
3.2. Неценовни фактори.....	58
4. Избор режима девизног курса као фактор конкурентности националних привреда.....	60
4.1. Фиксни или флукутирајући девизни курс.....	62
4.2. Детерминанте избора режима девизних курсева.....	65
4.3. Девизни курс и извозна конкурентност.....	72

ДЕО III

ДЕВИЗНИ КУРС И ТЕКУЋИ РАЧУН	76
1. Текући рачун као део платног биланса.....	77
2. Фактори који утичу на текући рачун.....	79
3. Проблем екстерне неравнотеже.....	81
3.1. Дефинисање екстерне (не)равнотеже.....	81
3.2. Финансирање екстерне неравнотеже.....	82
3.3. Одрживост дефицита текућег рачуна.....	84
3.4. Показатељи одрживости дефицита текућег рачуна.....	87
3.5. Политика прилагођавања у случају екстерне неравнотеже.....	91
4. Утицај промене девизног курса на текући рачун.....	92
4.1. Маршал-Лернерова теорема.....	92

4.2. Ј крива.....	96
4.3. Трансмисиони механизам девизног курса.....	98
5. Анализа токова светског извоза.....	102
5.1. Динамика и структура светског извоза.....	103
5.2. Географска усмереност светског извоза.....	106
6. Избор режима девизног курса на примеру земаља водећих светских извозника.....	107
6.1. Режим девизног курса долара.....	108
6.2. Режим девизног курса евра.....	115
6.3. Режим девизног курса кинеског јуана.....	117

Д Е О IV

РЕЖИМ ДЕВИЗНОГ КУРСА, КОНКУРЕНТНОСТ И ИЗВОЗ СРБИЈЕ У ПЕРИОДУ ОД 2001. ДО 2010. ГОДИНЕ	120
1. Кретање девизног курса динара.....	121
1.1. Кретање номиналног девизног курса.....	121
1.2. Кретање реалног девизног курса.....	124
1.3. Кретање реалног ефективног девизног курса.....	128
2. Конкурентност српске привреде.....	129
2.1. Фактори (не)конкурентности.....	131
2.2. Избор режима девизног курса динара у функцији јачања конкурентности извоза.....	139
2.2.1. „Фиксни“ девизни курс.....	145
2.2.2. Покретни коридор.....	148
2.2.3. Инфлационо таргетирање и руковођено флукутирајући девизни курс.....	149
3. Анализа извоза Србије.....	156
3.1. Отвореност српске привреде.....	156
3.2. Динамика и структура извоза.....	158
3.2.1. Повећање извоза Србије.....	159
3.2.2. Проблем структуре извоза.....	161
3.3. Географска усмереност извоза.....	166

3.4. Покривеност увоза извозом.....	169
3.5. Проблем дефицита текућег рачуна.....	171
4. Поређење величине и структуре извоза Србије са изабраним земљама.....	181
Д Е О V	
ЕМПИРИЈСКА АНАЛИЗА РАВНОТЕЖНОГ РЕАЛНОГ ЕФЕКТИВНОГ ДЕВИЗНОГ КУРСА ДИНАРА	190
1. Модел равнотежног реалног ефективног девизног курса.....	191
2. Основне варијабле модела.....	192
2.1. Новчана маса - M2.....	193
2.2. Отвореност српске привреде.....	193
2.3. Продуктивност српске привреде.....	194
2.4. Јавни дуг.....	194
2.5. Девизне резерве.....	195
2.6. Нето текући трансфери.....	195
2.7. Спољни дуг.....	196
3. Методологија истраживања.....	197
4. Резултати.....	200
5. Закључци.....	208
З А К Љ У Ч А К.....	211
Л И Т Е Р А Т У Р А.....	223
<i>Прилог бр. 1. Зависно променљива и независно променљиве за изабрани модел одређивања равнотежног реалног ефективног девизног курса динара у форми ланчаних индекса у периоду од првог квартала 2001. до четвртог квартала 2010. године.....</i>	231
<i>Прилог бр. 2. Одступања текућег реалног ефективног девизног курса динара од добијених равнотежних вредности (EREER и EREERHP) у периоду од првог квартала 2001. до четвртог квартала 2010. године.....</i>	232

СПИСАК ТАБЕЛА И ГРАФИКА

Табела бр. 1. Промене девизног курса у систему директног и систему индиректног нотирања.....	9
График бр. 1. Формирање девизног курса.....	16
Табела бр. 2. Хамбургер индекс, 28. јул 2011. године.....	20
Табела бр. 3. Индикатори (стубови) конкурентности који одређују GCI.....	45
Табела бр. 4. Важност појединих индикатора конкурентности у односу на фазу развоја земље и ниво БДП по становнику.....	46
Табела бр. 5. Структура Глобалног индекса конкурентности која важи за земље из друге фазе развоја (у коју спада и Србија).....	47
Табела бр. 6. Десет најконкурентнијих земаља у 2012. години и њихов пласман у претходне четири године према критеријумима Светског економског форума.....	47
Табела бр. 7. Критеријуми конкурентности према Међународном институту за развој менаџмента.....	49
Табела бр. 8. Десет најконкурентнијих земаља у 2012. години и њихов пласман у претходне четири године према критеријумима Међународног института за развој менаџмента.....	49
Табела бр. 9. Десет најконкурентнијих земаља у 2012. години и њихов пласман у претходне четири године према критеријумима Светске банке.....	51
Табела бр. 10. Фактори ЗА и ПРОТИВ режима девизног курса као номиналног сидра.....	67
Табела бр. 11. Консидерације код избора режима девизних курсева.....	71
График бр. 2. Ј крива.....	96
График бр. 3. Утицај депресијације девизног курса на кретање цена.....	100
График бр.4. (Не)потпуни pass-through ефекат.....	102
Табела бр. 12. Учешће појединих група земаља у укупном светском извозу робе и услуга, у милионима долара.....	103
Табела бр. 13. Учешће појединих група земаља у укупном светском извозу робе и услуга, у процентима.....	104
Табела бр. 14. Учешће појединих земаља у укупном светском извозу робе и услуга, у милионима долара.....	105
Табела бр. 15. Учешће појединих земаља у укупном светском извозу робе и услуга, у процентима.....	105

Табела бр. 16. Учешће највећих извозника робе у светском извозу у периоду од 2001. до 2010. године.....	105
Табела бр. 17. Структура укупног извоза најзначајнијих светских извозника робе по секторима СМТК, ревизија 3.....	106
Табела бр. 18. Географска усмереност укупног извоза робе најзначајнијих светских извозника.....	107
Табела бр. 19. Сумарни преглед кључних догађаја везаних за режим девизног курса у САД.....	109
График бр. 5. Кретање номиналног девизног курса долара у јуанима и еврима у периоду од 2001. до 2010. године, кварталне промене.....	112
График бр. 6. Кретање номиналног девизног курса специјалних права вучења (СПВ) у јуанима, еврима и доларима у периоду од 2001. до 2010. године, кварталне промене.....	114
Табела бр. 20. Сумарни преглед кључних догађаја везаних за режим девизног курса у Кини.....	119
Табела бр. 21. Номинална депресијација (ап्रेसијација) динара према изабраним валутама.....	122
График бр. 7. Кретање номиналног девизног курса евра и долара у динарима у периоду од 2001. до 2010. године, годишње промене.....	123
График бр. 8. Кретање номиналног девизног курса евра и долара у динарима у периоду од 2001. до 2010. године, месечне промене.....	123
График бр. 9. Кретање индекса реалног девизног курса евра у динарима у периоду од 2001. до 2010. године – базна 2000., 2001. и 2005. година.....	125
График бр. 10. Кретање индекса реалног девизног курса евра и долара у динарима у периоду од 2001. до 2010. године – базна 2000. година.....	126
График бр. 11. Поређење званичног девизног курса евра у динарима и девизног курса који би се добио према паритету куповне моћи уколико би се за реалан девизни курс узео курс на крају 2000. године (1 eur = 58,675 rsd).....	127
График бр. 12. Поређење званичног девизног курса долара у динарима и девизног курса који би се добио према паритету куповне моћи уколико би се за реалан девизни курс узео курс на крају 2000. године (1 usd = 63,1659 rsd).....	127
График бр. 13. Индекс номиналног и реалног ефективног курса динара у периоду од 2001. до 2010. године, крај претходног периода је 100.....	128
Табела бр. 22. Кретање новог индекса глобалне конкурентности у Србији у периоду од 2008. до 2012. године.....	132

Табела бр. 23. Показатељи (не)конкурентности Србије.....	134
Табела бр. 24. Кретање новог индекса глобалне конкурентности у транзиционим земљама у периоду од 2008. до 2012. године.....	135
Табела бр. 25. БДП по становнику у транзиционим земљама у 2012. години..	135
Табела бр. 26. Кретање Индекса лакоће пословања у транзиционим земљама у периоду од 2008. до 2012. године.....	136
Табела бр. 27. Кретање индикатора Индекса лакоће пословања у Србији у периоду од 2008. до 2012. године.....	137
График бр. 14. Кретање номиналног курса динара у периоду јануар 2001. – децембар 2002. године.....	146
График бр. 15. Кретање номиналног курса динара у периоду јануар 2003. – август 2006. године.....	148
График бр. 16. Кретање номиналног курса динара у периоду септембар 2006. – новембар 2010. године.....	150
График бр. 17. Годишња стопа инфлације у Србији од 2001. до 2011. године.....	152
Табела бр. 28. Успешност инфлационог таргетирања од 2006. до 2011. године.....	153
График бр. 18. Реални ефективни курс динара, просечна годишња промена у %, (+) указује на апресијацију, (-) на депресијацију.....	154
Табела бр. 29. Отвореност српске привреде од 2001. до 2010. године, у %.....	157
График бр. 19. Отвореност српске привреде од 2001. до 2010. године, у %.	157
Табела бр. 30. Динамика извоза и увоза робе и услуга Србије од 2001. до 2010. године у милионима евра и стопа раста извоза и увоза робе и услуга Србије од 2001. до 2010. године.....	159
График бр. 20. Извоз, увоз и салдо трговинске размене и размене роба и услуга у Србији од 2001. до 2010. године, у милионима евра.....	160
Табела бр. 31. Робни извоз Србије по становнику у еврима и стопа његовог раста у периоду од 2001. до 2010. године.....	161
Табела бр. 32. Робни извоз Србије по секторима СМТК, ревизија 3, у периоду од 2001. до 2010. године, у %.....	162
График бр. 21. Робни извоз Србије по секторима СМТК – просек за период од 2001. до 2010. године.....	162
Табела бр. 33. Извоз Србије по ВЕС намени, у периоду од 2001. до 2010. године, као % укупног извоза.....	163

Табела бр. 34. Извоз Србије по економским зонама у периоду од 2001. до 2010. године, у %.....	167
График бр. 22. Извоз Србије по економским зонама – просек у периоду од 2001. до 2010. године, у %.....	167
Табела бр. 35. Најзначајнија извозна тржишта Србије у периоду од 2001. до 2010. године, у %.....	168
График бр. 23. Најзначајнија извозна тржишта Србије – просек за период од 2001. до 2010. године, у %.....	168
Табела бр. 36. Покривеност увоза извозом у периоду од 2001. до 2010. године.....	170
График бр. 24. Покривеност увоза извозом у периоду од 2001. до 2010. године.....	170
Табела бр. 37. Дефицит спољнотрговинске размене и текућег рачуна у периоду од 2001. до 2010. године.....	171
График бр. 25. Дефицит спољнотрговинске размене и текућег рачуна у периоду од 2001. до 2010. године, у % БДП.....	172
Табела бр. 38. Учешће текућих трансфера, СДИ и спољног дуга у БДП-у Србије (%) и промене девизних резерви у периоду од 2001. до 2010. године...	173
График бр. 26. Покривеност робног дефицита нето текућим трансферима у Србији у периоду од 2001. до 2010. године.....	174
График бр. 27. Нето СДИ у Србији у милионима евра у периоду од 2001. до 2010. године.....	175
График бр. 28. Учешће спољног дуга у БДП-у Србије у периоду од 2001. до 2010. године.....	175
График бр. 29. Однос између спољног дуга и извоза робе и услуга, као и однос између спољног дуга и извоза робе и услуга увећаних за нето текуће трансфере, (%).	176
Табела бр. 39. Учешће краткорочног дуга и приватног сектора у укупном дугу Србије у периоду од 2001. до 2010. године.....	177
Табела бр. 40. Главни извори покрића дефицита текућег рачуна у периоду од 2001. до 2010. године, у милионима евра.....	178
График бр. 30. Апсолутни однос између нето текућих трансфера, нето СДИ и нето дугорочних кредита из иностранства у периоду од 2001. до 2010. године.....	179

График бр. 31. Релативни однос између нето текућих трансфера, нето СДИ и нето дугорочних кредита из иностранства у периоду од 2001. до 2010. године.....	179
Табела бр. 41. Процентуално учешће извоза робе и услуга Србије у извозу робе и услуга транзиционих земаља и у укупном светском извозу робе и услуга.....	182
Табела бр. 42. Извоз робе и услуга изабраних земаља у милионима долара....	182
Табела бр. 43. Процентуално учешће извоза робе и услуга изабраних земаља у укупном светском извозу робе и услуга.....	183
Табела бр. 44. Извоз робе и услуга изабраних земаља у периоду од 2001. до 2010. године, као % БДП-а.....	184
Табела бр. 45. Трговина изабраних земаља у периоду од 2001. до 2010. године, као % БДП-а.....	184
Табела бр. 46. Дефицит у трговини робом и услугама изабраних земаља у периоду од 2001. до 2010. године, као % БДП-а.....	185
Табела бр. 47. Структура извоза робе изабраних земаља по секторима СМТК, ревизија 3.....	185
Табела бр. 48. Географска усмереност извоза робе изабраних земаља.....	186
Табела бр. 49. Корелограм за променљиву $M2/BDP$	201
Табела бр. 50. Тест јединичног корена за променљиву DR/BDP	202
Табела бр. 51. Model summary ^d	203
Табела бр. 52. ANOVA ^d	203
Табела бр. 53. Coefficients ^d	204
График бр. 32. Текући и равнотежни REER у периоду од 2001. до 2010. године.....	206
График бр. 33. Одступања текућег REER од равнотежног REER у периоду од 2001. до 2010. године.....	206
График бр. 34. Текући и равнотежни REER _{HP} у периоду од 2001. до 2010. године (користећи филтриране вредности фундаменталних варијабли уз помоћ HP филтера).....	207
График бр. 35. Одступања текућег REER од равнотежног REER _{HP} у периоду од 2001. до 2010. године.....	207

А П С Т Р А К Т

Савремени економски услови подигли су значај пословања ван сопствених граница. Низ специфичности које са собом носи међународно тржиште доприноси констатацији да девизни курс постаје једна од најважнијих цена у економији. Поред чињенице да се велики број економских теоретичара бави овом проблематиком, још увек није пронађена теорија која ће бити прихваћена од стране свих учесника на међународном тржишту, тј. још увек постоје несугласице економиста око начина формирања и интензитета промена девизног курса, о чему сведочи велики број различитих режима девизних курсева. Улога и економска дејства девизног курса ће бити различита у зависности од изабраног режима девизног курса.

Укљученост неке земље на међународно тржиште у великој мери зависи од достигнутог нивоа међународне конкурентности њене привреде. Међународна конкурентност, као изузетно сложен и вишедимензионални феномен зависи од великог броја фактора. С обзиром на изабрану тему, тежиште ће бити стављено на конкурентност извоза и политику девизног курса као један од (ценовних) фактора који могу утицати на међународну конкурентност.

Поред повећања извоза у првој деценији 21. века, по свим показатељима, конкурентност српске привреде је још увек изузетно ниска (присутан је и даље велики спољнотрговински дефицит). Својом економском снагом, са скоро занемарљивим процентуалним учешћем у укупном светском извозу, Србија не може утицати на формирање светских цена чиме вођење политике девизног курса динара добија на значају. Хиперинфлаторна прошлост и неповерење у сопствену валуту утицали су да изабрани режим девизног курса на почетку посматраног периода одигра значајну улогу у постизању макроекономске стабилности. Међутим, то је у одређеној мери доприносило и реалној депресијацији динара, што се негативно одражавало на извоз и водило губитку конкурентности. Са друге стране, подстицање извоза само политиком девизног курса (реалном депресијацијом динара), без икаквих структурних реформи реалног сектора економије, дугорочно гледано ће свакако имати негативне последице. Велика увозна зависност, висока спољна задуженост, висок степен евроизације, поновно оживљавање инфлаторних очекивања и отежавање социјалног положаја великог броја грађана само су неки од фактора који иду у прилог чињеници да промена девизног курса динара не може бити једино решење у покушају повећавања конкурентности српског извоза.

Кључне речи: *девизни курс, режим девизног курса, конкурентност, текући рачун, извоз, структура извоза, реални ефективни девизни курс динара*

ABSTRACT

Contemporary economic conditions stressed the importance of business beyond its own boundaries. The range of international market specifics contributes to the theory that exchange rate becomes one of the most important prices in economy. Beyond the fact that numerous economic theoreticians deal with the point in question, the theory which will be accepted by all international market participants has not still been invented, that is there are still a lot of disagreement between economists considering the way of exchange rate formation and intensity of exchange rate changes which results in a great number of different exchange rate regimes. Exchange rate role and economic impacts will be different depending on a chosen exchange rate regime.

Inclusion of a country in international market depends to a great extent on reached level of international competitiveness of its own economy. International competitiveness as a very complex and multidimensional phenomenon depends on numerous factors. Considering the topic in question, a special attention will be paid to export competitiveness and exchange rate policy as one of (price) factors which can influence international competitiveness.

Considering all indices and economic growth in the first decade of 21st century, Serbian economy competitiveness is still very low (because of huge foreign trade deficit). On no account Serbia with its own economic strength and its trifle percentage participation in overall world export can have an influence on world price formation which results in emphasizing the importance of pursuing the dinar exchange rate policy. Hyperinflation as a part of Serbian economic history and also mistrust of its own currency have influenced the fact that chosen exchange rate regime at the beginning of the observed period played the important role in achieving macroeconomic stability. However, that was the reason why dinar real appreciated which had a negative impact on export and also led to the loss of competitiveness. On the other hand, export prompting caused only by exchange rate policy (real dinar depreciation) without any structural reforms of real economic sector will have negative consequences in the long run. Huge import dependence, huge foreign debt, high degree of euroisation, repeated revival of inflation expectations and aggravation of many citizens' social status are only some of the factors that prove the fact that change of dinar exchange rate cannot be the only solution in the process of attempting to increase Serbian export competitiveness.

Key words: *exchange rate, exchange rate regime, competitiveness, current account, export, export structure, real effective dinar exchange rate*

УВОД

У савременим економским условима пословање ван сопствених граница добија све више на значају. На било ком међународном тржишту се јавља читав низ специфичности у односу на национално тржиште, у погледу начина пословања, различитих законских решења, институционалне структуре, културолошких разлика, активности националних монетарних власти, поређења цена... Управо је та потреба поређења вредности изражених у различитим националним валутама допринела порасту значаја девизног курса. Међутим, ни једна дефиниција овог појма не даје у потпуности одговор на питање шта то утиче на ком нивоу ће се формирати девизни курс и од чега ће зависити његова промена у наредном периоду. Ниво девизног курса би требало да буде такав да, уколико је то могуће, буде постигнута и унутрашња и спољашња равнотежа у једној економији. Проблем дефицита текућег рачуна с једне, и незапослености са друге стране, са којим се суочава велики број земаља говори нам да то у пракси углавном није испуњено.

Дефицит текућег рачуна, односно пре свега спољнотрговински дефицит, показује да земља више увози него што извози. Може се поставити питање од чега зависити колики ће бити нечији извоз и да ли је могуће тај извоз повећати како би се уочени проблем решио. С једне стране, један од чинилаца може бити жеља власти за (не)укључивањем те економије на међународно тржиште, док са друге стране, чисто економски посматрано, највише зависи од способности посматране привреде да послује ефикасно у међународном окружењу, односно да буде конкурентна. У том контексту је неопходно испитати међународну конкурентност земље (са макро нивоа), односно упоредити је са другим националним привредама. Дакле, ранија економска истраживања су утврдила да конкурентност у великој мери може утицати на стање текућег рачуна једне земље (дефицит текућег рачуна указује на лошу конкурентност неке земље). Повезујући девизни курс и међународну конкурентност предмет научног истраживања у дисертацији је био да се утврди како и у којој мери промена девизног курса (а тиме и међународне конкурентности) може утицати на текући рачун, а самим тим и на извоз неке земље.

Режим, односно начин утврђивања девизних курсева такође утиче на интензитет и учесталост њихових промена. Подела само на фиксне и флексибилне девизне курсеве је у великој мери превазиђена и између та два екстрема постоји велики број прелазних решења. Распад Бретонвудског монетарног система 1973. године је условио код већине земаља прелазак са режима фиксних на режим

флексибилних девизних курсева. Из тог разлога је анализиран избор режима девизних курсева земаља које у највећој мери учествују у светском извозу. Већина тих земаља има режим флексибилних девизних курсева што значи да оне променама не мењају само сопствени положај, већ и положај свих оних земаља које су, на неки начин кретање сопствених валута везале за неку од тих, водећих.

Србија је као мала, транзициона земља посебан предмет посматрања. Извршена је анализа конкурентности извоза и режима девизног курса у Србији у периоду од 2001. до 2010. године. Имајући у виду тренутни положај Србије у евро интеграцијама, занимљиво је било извршити одговарајућа поређења Србије са земљама сличне економске снаге које су већ приступиле јединственој европској породици, као и са водећим земљама извозницама. Својом економском снагом, са скоро занемарљивим процентуалним учешћем у укупном светском извозу, Србија свакако не може утицати на формирање светских цена. Спољна трговина се углавном обрачунава у некој од водећих светских валута чиме вођење политике девизног курса динара добија на значају.

Првих година 21. века девизни курс је у великој мери помогао елиминисању инфлаторних очекивања. Након тога почиње више да осцилира и очигледно је да су креатори економске политике покушали да девизном курсу доделе још једну улогу – уравнотежење платног биланса. Како је немогуће једним инструментом економске политике остварити два конфликтна циља, у наредном периоду није дошло ни до жељене макроекономске стабилности, ни до уравнотежења платног биланса. Иако су се наизменично мењали периоди реалне ап्रेसијације и депресијације динара, по мишљењу већине економиста, периоди реалне апресијације су били знатно дужи што је утицало на прецењеност динара. Светска економска криза из 2008. године (када је динар доста изгубио на вредности), је у одређеној мери смањила ту прецењеност. С обзиром на проблем спољнотрговинског дефицита са који се Србија суочава, сматра се да политика континуиране реалне апресијације динара у односу на евро дугорочно посматрано без икакве дилеме има негативне ефекте на извоз, односно води губитку конкурентности тако да је неопходно избећи реалну апресијацију уколико је то могуће. Истовремено, подстицање извоза само политиком девизног курса (реална депресијација курса динара) без икаквих структурних реформи реалног сектора економије, дугорочно гледано има негативне ефекте. *Пре свега због изузетно велике увозне зависности, великог спољног дуга, у значајној мери присутне евроизације (доларизације), поновног оживљавања инфлационих очекивања и отежавања социјалног положаја великог броја грађана, промена девизног курса не може бити једино решење у покушају повећања конкурентности српског извоза.*

Предмет и циљ истраживања ове докторске дисертације су определили и њену структуру. Поред увода и закључка, дисертација је подељена у пет делова.

У првом делу докторске дисертације под називом *Девизни курс-основни појмови и теорије*, појмовно су одређене најважније категорије девизног курса.

Распад Бретонвудског монетарног система допринео је чињеници да већи број земаља пређе на одређени режим флексибилних девизних курсева. Прелазак са фиксних на флексибилне девизне курсеве у извесној мери је утицао на већу променљивост девизних курсева, а самим тим и већу изложеност ризику приликом пословања у међународном окружењу. Из тог разлога неопходно је знати које све категорије девизног курса постоје и која од тих категорија је битна за посматрање приликом анализирања одређених проблема. Као неки основни појмови који се јављају дефинисани су *номинални и реални девизни курс*, при чему је потенцирана разлика између њих. Поред ових категорија акценат је стављен и на *ефективни девизни курс* (номинални и реални) који вредност валуте посматра у односу на више страних валута. Са становишта значаја за конкурентност извоза једне земље изеден је закључак да већи утицај има кретање реалног ефективног девизног курса.

Поред дефинисања основних појмова први део посвећен је и објашњењу најзначајнијих теорија о формирању девизних курсева, односно променама у теоријским сазнањима до којих је дошло прво, након напуштања златног стандарда, а касније и Бретонвудског монетарног система. Тако да се после „ковничке стопе“, као вероватно најједноставнијег начина за одређивање висине девизног курса, јавио читав низ теорија међу којима су и теорија паритета куповних снага, монетарна теорија, портфолио теорија и нови теоријски концепт који у својој основи посматра фундаменталне макроекономске варијабле као детерминанте нивоа девизног курса.

Други део докторске дисертације носи назив ***Конкурентност националних привреда***, и у њему је анализирана међународна конкурентност националних привреда са макро аспекта. Појам конкурентности је сам по себи комплексан и може се рећи да не постоји нека јединствена дефиниција. Представља релативни појам који подразумева упоређивање одређених категорија између различитих учесника. У овом случају, чињеница која је додатно компликовала ствар је то да је предмет истраживања био проучавање конкурентности на међународном нивоу (поређење се није вршило у оквирима једне државе) и то са макро аспекта (посматрана је конкурентност националних привреда у поређењу са конкурентношћу других националних привреда).

Како је због великог броја фактора који утичу на конкурентност националних привреда, конкурентност тешко измерити и упоредити, у протеклом периоду се развио већи број модела за мерење конкурентности. Из тог разлога, у дисертацији су анализирани методологије које су се издвојиле као најзначајније (методологија Светског економског форума, Института за развој менаџмента и Светске банке). Након тога било је речи о најзначајнијим факторима који утичу на конкурентност (ценовни и неценовни), са посебним освртом на утицај избора режима девизног курса.

Предмет анализе у трећем делу докторске дисертације под називом ***Девизни курс и текући рачун***, је био текући рачун као део платног биланса једне земље.

Текући рачун региструје токове извоза и увоза робе, услуга и дохотка и обухвата трансфере и поклоне домаће владе и резидената упућене иностраним резидентима и владама, као и иностране трансфере у домаћу земљу. За предходно дефинисани предмет истраживања текући рачун је интересантан зато што обухвата токове извоза једне земље. Управо због тога, прво су анализирани фактори који могу утицати на стање у текућем рачуну (међу којима је и девизни курс). Након тога је следило дефинисање појма екстерне неравнотеже и утврђено је када треба ићи на финансирање, а када треба користити политику прилагођавања (једна од мера може бити и промена девизног курса) у случају екстерне неравнотеже.

Са становишта екстерне неравнотеже, циљ промене девизног курса најчешће је смањење увоза и повећање извоза. Испуњеност Маршал-Лернеровог услова треба да пружи одговор на питање да ли промена девизног курса доводи до очекиваног побољшања стања у текућем, односно платном билансу једне земље. Након тога, анализиран је и ефекат те промене на текући рачун у кратком (*ефекат Ј криве*) и у дугом року. У наставку, предмет анализе су били токови светског извоза са становишта динамике, структуре и географске усмерености. Највећи део светског извоза сконцентрисан је на мањи број развијених земаља. Посебан акценат је стављен на то какав је избор режима девизног курса земаља које у највећој мери учествују у светском извозу, и које, самим тим имају великог утицаја на положај малих земаља у светској трговини.

Четврти део докторске дисертације, под називом *Режим девизног курса, конкурентност и извоз Србије у периоду од 2001. до 2010. године*, је био посвећен анализирању претходно дефинисаног предмета истраживања на нивоу Србије. Будући да је Србија, мала транзициона земља, укључена у светске трговинске токове (са жељом да се укључи у још већој мери), питање режима, односно кретања девизног курса динара је изузетно актуелно. Конкурентност Србије није на неком завидном нивоу (мерена било којом методологијом), тако да је један од задатака био да се упореди конкурентност Србије са осталим земљама и утврди који су најзначајнији фактори који су допринели таквом положају и каква је била улога избора режима девизног курса динара током посматраног периода.

У наставку је посебна пажња била посвећена српском извозу. Након разматрања укључености Србије у светске трговинске токове (мерења отворености српске привреде), било је речи и о величини, динамици, структури и географској усмерености српског извоза. Иако је у посматраном периоду регистрован пораст српског извоза, покривеност увоза извозом је још увек мала и недовољна тако да и даље постоји проблем дефицита текућег рачуна. За то време, због режима флексибилног девизног курса, имали смо сталне промене курса динара, и из тог разлога задатак је био да се измери утицај тих промена на српски извоз. На крају овог дела је извршено поређење величине и структуре извоза Србије са појединим земљама (са једне стране са земљама сличне величине и економске моћи, са друге стране са водећим земљама извозницама) како би се утврдило место наше државе у

светској трговини и увидели најзначајнији фактори који могу допринети поправљању њеног положаја.

Последњи, пети део докторске дисертације носи назив *Емпиријска анализа равнотежног реалног ефективног девизног курса динара*. Као што је већ поменуто, постоји велики број теорија о формирању девизног курса. Новији теоријски концепти у својој основи посматрају фундаменталне макроекономске варијабле као детерминанте нивоа девизног курса. За разлику од претходних теорија где се равнотежни реални девизни курс посматрао као фиксни број, овде је функција макроекономских варијабли. Дакле, промена равнотежног стања у економији доприноси промени у кретању равнотежног реалног девизног курса. Циљ петог дела докторске дисертације је био да одреди модел за утврђивање равнотежног реалног ефективног девизног курса динара и макроекономске варијабле које су значајне за дати модел, и да након тога, путем економетријских метода и техника израчуна његову вредност и стављањем у однос са текућим реалним ефективним девизним курсом добије одступање текућег од равнотежног реалног ефективног девизног курса динара у току посматраног временског периода.

Д Е О I

**ДЕВИЗНИ КУРС – ОСНОВНИ ПОЈМОВИ И
ТЕОРИЈЕ**

1. Појам девизног курса

У савременим условима, односно ери све веће глобализације економских активности, међународна економија добија све више на значају. Двдесети век су обележила два различита раздобља. „Раздобље од 1914. до 1945. године обележено је деструктивном конкуренцијом, међународном разменом која се смањивала, растућом финансијском изолацијом, врућим и хладним војним и трговинским ратовима, самовољом, деспотизмом и депресијом. Након Другог светског рата, већи део света доживео је растућу економску сарадњу, ширење трговинских веза, све повезанија интегрисана финансијска тржишта, као и ширење демократије и брзи економски раст“¹. Овакав тренд настављен је и почетком 21. века. Економске везе међу земљама постају све учесталије и компликованије. „Под међународном економском трансакцијом подразумевамо сваку економску трансакцију између резидената двеју различитих земаља, или једноставно сваку економску трансакцију између домаћих и страних резидената“². Дефинисањем појма међународне економске трансакције обухваћени су и међународна трговина и међународне финансије као делови међународне економије. Искуства из прве половине 20. века говоре да, економски гледано, ни једна земља не може да опстане потпуно самостално. Економија која укључује међународну трговину се назива отвореном економијом. Циљ међународне трговине је да омогући појединим земљама да се специјализују за подручја у којима поседују компаративну предност у производњи, извозећи робу и услуге у којима су релативно ефикасне и увозећи оне у којима су релативно неефикасне. Новчаним токовима који су резултат међународне трговине баве се међународне финансије. Поред тога обухваћена су и новчана кретања у међународним размерама иза којих не стоји истовремено кретање робе и услуга у супротном смеру. Дакле, може се рећи да потребе за разменом валута и међународним плаћањима настају као резултат економских трансакција са иностранством. Већина земаља у свету поседује сопствене валуте. Везу између валута, односно претварање једне валуте у другу у одређеном односу, омогућава **девизни курс**. Улога и економска дејства девизног курса ће бити различита у зависности од изабраног режима девизног курса.

Девизно тржиште, као посебан сегмент на тржишту новца представља тржиште иностраног новца. Пораст значаја међународне економије условио је и пораст значаја девизног тржишта у националним оквирима што се огледа у регулисању девизног курса и обезбеђивању међународне ликвидности националне економије, пословних банака и других економских субјеката. Међутим, оба циља

¹ Самјуелсон, П. и Нордхаус, В., (2009), Економија, Мате д.о.о. Загреб, стр. 598

² Мркушић, Ж., (1968), Међународне финансије, Новинско-издавачки и биротехнички завод, Загреб, стр. 3

представљају изведене циљеве, при чему је њихово остварење у директној корелацији са основним циљем – достизањем жељеног нивоа привредног развоја. При томе, успешно функционисање девизног тржишта је посебно важно за отворене економије које су у већој мери окренуте куповини и продаји роба и услуга на међународном тржишту³.

1.1. Номинални девизни курс

При дефинисању појма девизног курса Миљковић полази од веома једноставне констатације да је девизни курс цена. Међутим, како је већ закључено да девизни курс приказује однос између две валуте оваква дефиниција делује непотпуно тако да би потпуније било девизни курс дефинисати као **цену једне валуте изражену у јединицама неке друге валуте**. Сврха постојања девизног курса није само по себи успостављање односа између валута и прерачунавање једне валуте у другу. Девизни курс треба да путем стављања у однос двеју валута омогући прерачунавање, упоређивање цена између појединих земаља. На овај начин се успоставља веза између нивоа цена у земљи и иностранству чиме се цене иностраних производа прерачунавају у домаћу валуту и обрнуто - цене домаћих производа се прерачунавају у инострану валуту. Поређењем цена изражених у истој валути (домаћој или страниј) идентификују се производи чија је цена у земљи нижа па се могу извозити, односно производи који су у иностранству јефтинији па се могу увозити⁴. Захваљујући улогама које обавља, често се може чути да **девизни курс представља најважнију цену у економији**.

Девизни курсеви које свакодневно објављују централне банке и разне финансијске организације појединих земаља представљају номиналне девизне курсеве. Веома важно је да се, кад год се посматра нека табела са девизним курсевима, прво мора установити начин на који је он изражен. Ова информација је веома битна зато што промењен девизни курс погађа истовремено обе валуте, а не само једну. На тај начин, претходно дефинисан начин изражавања девизног курса ће омогућити да се дође до правилног закључка у вези са променом посматране валуте.

Не постоји начин да се утврди који начин изражавања девизног курса је правилнији. Заступљеност неког начина је ствар конвенције тј. споразума. До сада су се издвојила два начина – **директно и индиректно нотирање**. Код директног нотирања или европске конвенције **номинални девизни курс посматрамо као цену јединице стране валуте која је исказана у јединицама домаће валуте**. Овакав начин изражавања девизног курса даје одговор на питање колико јединица

³ Дугалић, В., (1996), Тржиште – теоријски концепти и функционисање, БИНА д.о.о. Друштво за новинско-издавачку делатност, СКЦ Ниш, стр. 300-301

⁴ Јовановић Гавриловић, П., (2012), Међународно пословно финансирање, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 24

домаће валуте је потребно за једну јединицу стране валуте и представља „домаћу цену стране валуте“. Други начин изражавања се назива **индиректно нотирање** или британска конвенција, при чему је номинални девизни курс **цена јединице домаће валуте исказана у јединицама стране валуте**. Тиме добијамо одговор колико је потребно јединица стране валуте за једну јединицу домаће што представља „међународну вредност домаће валуте“⁵.

У зависности од изабраног нотирања, повећање/смањење номиналног девизног курса ће имати одређеног утицаја на вредност домаће/стране валуте. Последице по домаћу и страну валуту приликом промене девизног курса дате су у табели бр. 1.

Табела бр. 1. Промене девизног курса у систему директног и систему индиректног нотирања

Нотирање	Промена девизног курса	Апресијација/ревалвација	Депресијација/девалвација
Директно нотирање Е	↑Е	страна валута	домаћа валута
	↓Е	домаћа валута	страна валута
Индиректно нотирање С	↑С	домаћа валута	страна валута
	↓С	страна валута	домаћа валута

Извор: Миљковић, Д., (2008), *Међународне финансије*, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 8

Апресијација/ревалвација представља јачање вредности одређене валуте. Различити називи су последица изабраног режима девизног курса. Апресијација представља јачање вредности неке валуте у режиму флукутирајућег девизног курса. То је, по правилу, мала, постепена промена и резултат је дешавања на девизном тржишту. Ревалвација је јачање неке валуте у режиму фиксног девизног курса. То је најчешће нагла и велика промена која настаје услед деловања националне монетарне власти. У систему директног нотирања до апресијације/ревалвације домаће валуте долази када се смањује девизни курс (↓Е).

Депресијација/девалвација представља слабљење вредности одређене валуте. Као и у претходном случају, различити називи су последица изабраног режима девизног курса. Депресијација представља слабљење вредности неке валуте у режиму флукутирајућег девизног курса. То је, по правилу, мала, постепена промена и резултат је дешавања на девизном тржишту. Девалвација је слабљење неке валуте у режиму фиксног девизног курса. То је најчешће нагла и велика промена која настаје услед деловања националне монетарне власти. У систему директног нотирања до депресијације/девалвације домаће валуте долази када се повећава девизни курс (↑Е).

⁵ Бег, Д., Фишер, С. и Дорнбуш, Р., (2010), *Економија*, Дата статус, Београд, стр. 481

Пре било каквог анализирања веома важно је утврдити која валута се посматра и начин (нотирање) на који је та валута изражена. Сваки девизни курс представља однос између две валуте и приликом било какве промене тог односа једна валута ће изгубити део вредности (депресирати/девалвирати), а друга друга ће добити део вредности (апресирати/ревалвирати). Истовремено, у зависности од примењеног нотирања, повећање девизног курса ће у једном случају представљати депресијацију/девалвацију домаће валуте (директно нотирање), а у другом случају апресијацију/ревалвацију домаће валуте (индиректно нотирање), док ће смањење девизног курса у систему директног нотирања довести до апресијације/ревалвације домаће валуте, а у систему индиректног нотирања до депресијације/девалвације домаће валуте.

1.2. Реални девизни курс

У пракси често долази до промена номиналних девизних курсева. Међутим, посматрајући само промену ове категорије девизног курса, не може се добити одговор на питање да ли се положај посматране земље поправио у односу на неку другу земљу. У систему директног нотирања повећање номиналног девизног курса сугерише на слабљење вредности националне валуте што би требало да доведе до тога да домаћа добра чини јефтинијим у иностраној валути и страна добра скупљим у домаћој валути чиме се поправља конкурентска позиција посматране земље. Ипак, уколико су се током времена у посматраним земљама цене мењале у различитим износима, то не мора да буде случај. Неопходно је проучавати и поредити кретање релативних цена (кретање цена једних добара у односу на друга). Из тог разлога је потребно направити разлику између номиналних и реалних варијабли. ***Реална вредност се добија када се номинална ослободи утицаја промене цена.***

Реални девизни курс је релативна цена добара из различитих земаља када се исказе у заједничкој валути⁶. Временом се издвојило неколико начина изражавања реалног девизног курса⁷:

- реални девизни курс, као однос општег нивоа цена у домаћој земљи и иностранству;
- реални девизни курс, као однос цена производа који улазе у спољнотрговинску размену (*tradables*) са ценама производа који су намењени само домаћем тржишту (*nontradables*);
- реални девизни курс, као однос цена извозних и цена увозних производа - односи размене (*terms of trade*) и

⁶ Бег, Д., Фишер, С. и Дорнбуш, Р., (2010), Економија, Дата статус, Београд, стр. 487

⁷ Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 125

- реални девизни курс, као однос јединичних трошкова радне снаге у домаћој земљи и иностранству.

Најчешће коришћени начин исказивања је први, где се реални девизни курс дефинише као количник општег нивоа цена у иностранству и у домаћој земљи изражен у истој валути. Другим речима, у систему директног нотирања, реални девизни курс се може посматрати као кретање цене иностране валуте (номинални девизни курс), кориговано за однос између иностране и домаће инфлације⁸:

$$r = R \frac{P^*}{P} \quad (1.1)$$

r – реални девизни курс;

R – номинални девизни курс (директно нотирање);

P^* – индекс цена у иностраној земљи;

P – индекс цена у домаћој земљи.

Попут номиналног, и реални девизни курс се може мењати. У систему директног нотирања повећање реалног девизног курса доводи до депресијације/девалвације домаће валуте, док смањење доводи до апресијације/ревалвације. Приликом праћења промена реалног девизног курса користе се подаци у форми временских серија како за кретање номиналног девизног курса, тако и за промене цена у земљи и иностранству. Ове промене најбоље је пратити коришћењем базних индекса. Највећи проблем представља одређивање адекватне базне године. Након одређивања сталне базе, уз помоћ обрасца (1.1) добија се временска серија података која нам приказује кретање реалног девизног курса током посматраног временског периода. Уколико се образац растави, изводи се закључак да до промене реалног девизног курса може доћи услед процентуалне промене номиналног девизног курса, процентуалне промене нивоа иностраних цена или процентуалне промене нивоа домаћих цена. Реални девизни курс представља добар показатељ за мерење конкурентности земље на иностраном тржишту. Повећање реалног девизног курса (у систему директног нотирања) утиче на повећање конкурентности посматране земље. *Реална депресијација/девалвација домаће валуте може настати услед номиналне депресијације/девалвације, повећања нивоа иностраних цена или пада нивоа домаћих цена*⁹. Тиме, посматрано у домаћој валути, инострани производи постају скупљи у односу на домаће и поправља се конкурентска позиција посматране земље. Ефекти су супротни код смањења реалног

⁸ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 129

⁹ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 130

девизног курса. *Реална ап्रेसијација/ревалвација настаје услед номиналне апресијације/ревалвације, смањења нивоа иностраних цена или повећања нивоа домаћих цена.* Инострани производи, посматрано у домаћој валути, постају јефтинији у односу на домаће чиме се погоршава конкурентска позиција посматране земље. Дакле, номиналне и реалне промене девизног курса се могу поистоветити (имати исте ефекте) само уколико нивои цена у тим земљама остају непромењени, или су промене цена истог смера и интензитета. У том случају, номинална апресијација валуте једне земље би подигла релативну цену њеног извоза и смањила релативну цену увоза, док би номинална депресијација смањила релативну цену извоза земље, а подигла релативну цену њеног увоза¹⁰. У супротном, уколико су промене у нивоима цена различите, може се десити да номинална депресијација/девалвација доведе до реалне апресијације/ревалвације домаће валуте и обрнуто.

2. Ефективни девизни курс

Номиналним и реалним девизним курсом представљен је однос између две валуте. Тада промене девизног курса утичу на цене увозних производа у домаћој валути и на цене извозних производа у иностраној валути. Такође, и промене домаћих и иностраних цена утичу на конкурентност извоза и увоза. У оба случаја мења се само положај земаља обухваћених датим девизним курсом. Када се девизни курс посматра као однос између две валуте каже се да је реч о билатералном девизном курсу. Дакле, промене билатералног девизног курса (пре свега реалног) могу бити добар показатељ промене конкурентности неке земље, али само у односу на земљу која је обухваћена тим девизним курсом. У савременим условима међународна трговина је у великој мери базирана на мултилатералној, а не на билатералној, основи тако да на овај начин исказана промена конкурентности неке земље не може много говорити о промени њеног положаја на светском тржишту. Ако се узме у обзир да једна земља тргује са великим бројем земаља, најбољи показатељ глобалне извозне конкурентности ће бити *мултилатерални или ефективни девизни курс.*

¹⁰ Кругман, П. и Обстфелд, М., (2009), Међународна економија - теорија и политика, Дата Статус, Београд, стр. 321

2.1. Номинални ефективни девизни курс

Номинални ефективни (мултилатерални) девизни курс се рачуна као индекс (мерен у односу на неки базни период) пондерисаног просека номиналних девизних курсева земаља главних трговинских партнера¹¹. Одређена валута често мења вредност (депресира или апресира) према осталим валутама, али се ретко дешава да то буде у истом проценту. Може се израчунати просечна промена вредности према осталим валутама али такав податак не представља довољно добар показатељ. Не учествују све земље подједнако у трговини са посматраном земљом, тако да неће ни те појединачне промене девизних курсева имати подједнак утицај на промену конкурентности. Из тог разлога, да би се израчунао номинални ефективни девизни курс неопходно је пратити следећих пет веома важних корака¹²:

- избор корпе валута – најзначајнији трговински партнери који ће бити укључени у израчунавање индекса;
- одабир базне године – у базној години ефективни девизни курс је 100 и у зависности од добијеног резултата (већи или мањи од 100), закључује се каква је ефективна промена посматране валуте у односу на остале;
- израчунавање пропорционалних промена девизних курсева;
- утврђивање пондера – у изабраној корпи валута неке земље ће имати већу, а неке мању специфичну тежину и
- избор формуле која ће бити коришћена.

Ефективни девизни курс треба да одражава географску дистрибуцију трговине. То значи да ефективни девизни курс треба да буде рачунат као пондерисани просек билатералних девизних курсева.

Како билатерални девизни курсеви могу бити изражени у различитим јединицама, приликом израчунавања номиналног ефективног девизног курса користе се релативне вредности девизних курсева које се добијају као рацио билатералног девизног курса у датом временском тренутку и у базном периоду. Тада се ефективни девизни курс израчунава као пондерисани просек релативних промена девизних курсева. У неком времену t ефективни девизни курс E_t неке валуте у односу на m других валута се може израчунати на следећи начин:

$$E_t = \sum_{i=1}^m w_i V_{i,t} \quad (1.2)$$

¹¹ Moosa, I. A., (2010), International finance - an analytical approach, McGraw-Hill Education, Australia, str. 88

¹² Takaendesa, P., (2006), The behaviour and fundamental determinants of the real exchange rate in South Africa, Master thesis, Rhodes University, str. 16

w_i - пондер који се односи на валуту i ;

V_i - релативна промена валуте i у времену t ;

$V_i = \frac{S_{i,t}}{S_{i,0}}$ - изражава се у процентима тако што се добијени износ помножи са 100.

Пондери за израчунавање номиналног ефективног девизног курса се могу израчунавати на различите начине. Пондер треба да одражава колики је значај земље чија је валута i у спољној трговини земље за коју се рачуна курс. Како се спољна трговина састоји од извоза и увоза, може се гледати значај извоза, увоза или укупне трговине. У зависности од изабраног начина израчунавања пондера добијају се и различити ефективни девизни курсеви¹³:

- уколико пондер показује удео домаћег извоза у земљу i (X_i) у укупном извозу, добија се извозно пондерисани ефективни девизни курс - $w_i = \frac{X_i}{\sum_{i=1}^m X_i}$; (1.3)

- уколико пондер показује удео домаћег увоза из земље i (M_i) у укупном увозу, добија се увозно пондерисани ефективни девизни курс - $w_i = \frac{M_i}{\sum_{i=1}^m M_i}$, и (1.4)

- уколико пондер показује удео трговине са земљом i (X_i+M_i) у укупној трговини, добија се трговински пондерисани ефективни девизни курс - $w_i = \frac{X_i+M_i}{\sum_{i=1}^m X_i+M_i}$. (1.5)

Пондер који показује удео извоза је значајнији за примену код развијених земаља које имају диверсификован извоз, док је пондер који показује удео увоза прикладнији за примену код земаља у развоју које имају високу концентрацију сопственог извоза. Иако свака земља има велики број трговинских партнера приликом израчунавања ефективних девизних курсева узима се само одређени број земаља који представља најзначајније трговинске partnere дате земље. Због тога пондере земаља које уђу у корпу валута треба нормализовати - $w_i^* = \frac{w_i}{\sum_{i=1}^m w_i}$, (1.6) чиме се боље сагледава јачина утицаја валута само у оквиру изабране корпе валута.

Поред наведеног начина који представља пондерисану аритметичку средину релативних промена девизног курса, номинални ефективни девизни курс се може израчунати и као геометријска средина:

$$E_t = \prod_{i=0}^m V_{i,t}^{w_i} = (V_{1,t})^{w_1} (V_{2,t})^{w_2} \dots (V_{m,t})^{w_m} \quad (1.7)$$

¹³ Moosa, I. A., (2010), International finance - an analytical approach, McGraw-Hill Education, Australia, str. 89

2.2. Реални ефективни девизни курс

Већ је закључено да су реални показатељи бољи од номиналних. Из тог разлога ће и реални ефективни девизни курс представљати бољи показатељ промене конкурентности неке земље у односу на њене главне трговинске партнере. Начин израчунавања је исти као и код номиналног, само што се сада уместо релативних промена номиналних девизних курсева користе релативне промене реалних девизних курсева, опет у односу на одређени базни период. Додатни проблем приликом одређивања реалног ефективног девизног курса може представљати избор адекватног индекса цена. Најчешће коришћени индекс је индекс цена на мало (*CPI-consumer price index*). Као и номинални, и реални ефективни девизни курс се може израчунати и као аритметичка и као геометријска средина:

$$Q_t = \sum_{i=1}^m w_i \left(\frac{Q_{i,t}}{Q_{i,0}} \right) \quad (1.8)$$

$$Q_t = \prod_{i=1}^m \left(\frac{Q_{i,t}}{Q_{i,0}} \right)^{w_i} \quad (1.9)$$

w_i - пондер који се односи на валуту i

$Q_{i,t}$ - реални девизни курс валуте i у времену t

$Q_{i,0}$ - реални девизни курс валуте i у базном периоду.

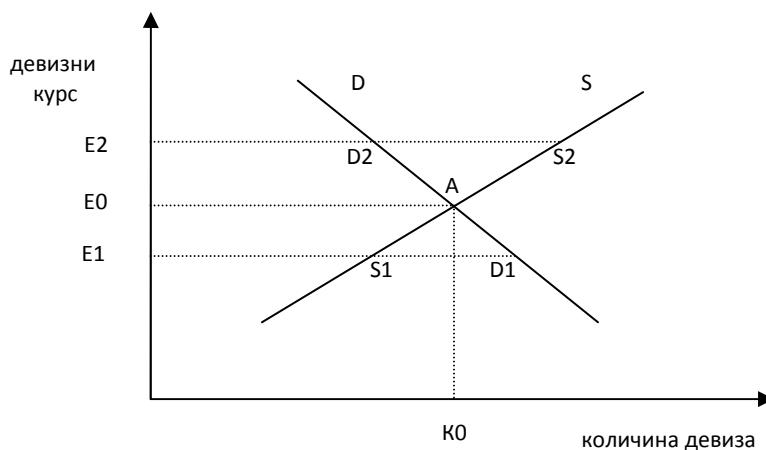
3. Равнотежни девизни курс

Девизно тржиште представља тржиште на коме се тргује ефективним страним новцем и девизама. Ефективни страни новац представља страни новац (кованице и папирни новац) који је законско средство плаћања у некој другој земљи (или заједници земаља), док су девизе новчана потраживања од иностранства (чекови, менице...) која гласе на инострану валуту и могу се претворити у ефективни страни новац. Девизни курс је већ дефинисан као однос између две валуте – цена по којој се једна валута размењује за другу. Као и свака друга цена која се формира слободно на тржишту, тако се и девизни курс (теоријски) може слободно формирати на девизном тржишту у зависности од понуде и тражње за девизама и ефективним страним новцем. Понуда девиза зависи од новчаних примања из иностранства (активна страна платног биланса), док тражња за девизама зависи од потребе плаћања

иностранству (пасивна страна платног биланса)¹⁴. Уколико се девизни курс формира у тачки пресека понуде и тражње за девизама (понуда девиза је једнака тражњи за девизама и платни биланс је у равнотежи) добија се равнотежни девизни курс (E_0) – график бр. 1.

Ако се девизни курс формира на нивоу који је већи од равнотежног (E_2), понуда иностране валуте је већа од тражње за њом ($S_2 > D_2$), тако да ће (уколико није систем фиксних девизних курсева) путем аутоматских механизма прилагођавања доћи до апресијације националне валуте и до смањења девизног курса до равнотежног нивоа E_0 . Обрнуто, уколико је девизни курс формиран на нивоу који је мањи од равнотежног (E_1), при чему је $S_1 < D_1$, доћи ће до депресијације националне валуте и до повећања девизног курса све до равнотежног нивоа E_0 . У систему фиксних девизних курсева не би дошло до аутоматских прилагођавања оваквим ситуацијама (апресијација/депресијација домаће валуте) него би централна банка, уколико жели да задржи девизни курс на зацртаном нивоу, била приморана да интервенише. У првом случају, да би спречила јачање националне валуте, извршиће откуп девиза у одређеном износу што ће утицати на повећање њених девизних резерви. У другом случају ће се појавити на девизном тржишту продајући одређену количину девиза како би задовољила повећану тражњу за девизама и спречила слабљење националне валуте. На овај начин долази до смањења девизних резерви централне банке.

График бр. 1. Формирање девизног курса



Ипак, да би девизни курс обављао у правом смислу речи улогу равнотежног девизног курса неопходно је да буду испуњени још неки услови (тест курса

¹⁴ Мркушић, Ж., (1968), Међународне финансије, Новинско - издавачки и биротехнички завод, Загреб, стр. 3

равнотеже) тако да у ширем економскополитичком смислу равнотежни девизни курс је онај који обезбеђује равнотежу платног биланса¹⁵:

- у дужем временском периоду;
- уз очување унутрашње равнотеже и
- без великих трговинских и девизних ограничења.

Девизни курс треба да буде у равнотежи у дужем временском периоду. Нема потпуне сагласности око дужине тог периода, али се подразумева да то треба да буде дужина једног привредног циклуса (по неким ауторима то је период од пет до десет година – Nurkse; док је по другима то краћи период, од две до три године – Ellsworth). Током посматраног периода може бити и суфицита и дефицита, али на крају платни биланс мора бити у равнотежи без промена у монетарним резервама и без спекулативног кретања краткорочног капитала.

Уколико се деси да дође до успостављања спољне равнотеже – изједначавања понуде и тражње за девизама и самим тим уравнотежења платног биланса, а да при том није постигнута унутрашња равнотежа, тај девизни курс се не може сматрати равнотежним. Такав привредни амбијент који проузрокује нестабилност, стагнацију или пад производње, велику незапосленост или инфлацију (ређе дефлацију) не може представљати дугорочно решење.

Сучељавање понуде и тражње за девизама треба да доведе до кретања девизног курса ка правом равнотежном нивоу. Ограничавање тражње за девизама разним мерама спољнотрговинске и девизне контроле доприноси формирању неке врсте равнотежног девизног курса, али не на правом нивоу. На вештачки начин (чешћа је ситуација да је превелика тражња за девизама) девизни курс се одржава на нижем нивоу (у систему директног нотирања) од равнотежног што доводи домаћу валуту у стање прецењености и има одређене негативне последице по привреду посматране земље. Одржавање оваквог равнотежног девизног курса је могуће само уз континуирану примену оваквих мера. Уколико би се са мерама престало дошло би до кретања девизног курса ка правом равнотежном нивоу.

Док режим флексибилних девизних курсева треба да, путем промене курса, доведе до аутоматског уравнотежења платног биланса, дотле режим фиксних девизних курсева мора девизни курс одржавати на одређеном нивоу разним контролним мерама. Тренутно, већина земаља је успоставила нека решења која се налазе негде између ових екстрема тако да је процес уравнотежења нека врста комбинованог процеса контролних мера и прилагођавања курса. Све мање се ова два начина сматрају дилемом, односно алтернативним решењима, већ се посматрају као начин за упоредо решавање проблема.

¹⁵ Јовановић Гавриловић, П., (2012), Међународно пословно финансирање, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 35

4. Теорије о формирању девизног курса

Напуштање златног стандарда је допринело да се изгуби можда и најједноставнији начин за одређивање висине девизног курса – „ковничка стопа“. Тада је у промету био златни новац, односно новац са покрићем у злату, и висину девизног курса је одређивао садржај злата у јединици националног новца. Девизни паритет се добијао једноставним поређењем садржаја злата у посматраним валутама. Девизни курс је могао да се креће само у уским оквирима око девизног паритета – у границама између горње и доње златне тачке. Уколико би курс напустио ове оквире, плаћања према иностранству су се вршила извозом, а наплата из иностранства увозом злата. Напуштање златног стандарда је условило нестанак поуздане основе за одређивање висине девизних курсева. Након тога, слом Бретонвудског монетарног система је додатно отворио многа, до тада нерешена питања. Важност одређивања висине девизног курса („најважнија цена у економији“) и непостојање једног и јединственог објашњења за формирање девизног курса на одређеном нивоу, условили су бројна теоријска разматрања и покушаје решавања овог проблема.

4.1. Теорија паритета куповних снага

Ова теорија се везује за период двадесетих година прошлог века и за име шведског економисте Густава Касела (*Gustav Cassel*). У суштини ове теорије се налази куповна моћ новца. Уколико се девизни курс формира на основу теорије паритета куповних снага (*Purchasing Power Parity-PPP*) обезбедиће се могућност куповине идентичне корпе производа у било којој земљи за исту количину новца. Паритет куповних снага је успостављен када је, при текућим девизним курсевима, домаћа куповна моћ сваке валуте увек једнака иностраној куповној моћи те валуте. Иако су појединачне цене различите, куповна моћ је иста и нема разлике у томе где се купују производи. Међутим, уколико постоји разлика у куповној моћи (претварање домаћег новца у инострану омогућава куповину веће количине робе на иностраном тржишту, или обрнуто), може доћи до веће тражње за иностраном/домаћом валутом и до раста/пада девизног курса све до оног нивоа док се поново не успостави паритет куповне моћи. Ниво девизног курса ће зависити од нивоа цена.

4.1.1. Закон једне цене

Основу ове теорије чини закон једне цене (*The Law of One Price*). Закон једне цене каже да идентични производи у различитим земљама морају имати идентичну

цену када се она изрази у истој валути¹⁶. Наравно, неопходно је извршити одређена поједностављења – реч је о слободној трговини, искључени су транспортни трошкови, званичне трговинске баријере (царине) и токови капитала међу земљама.

Уколико са P обележимо цену неког производа у Србији, а са P^* цену неког производа у иностранству, цена иностраног производа (у систему директног нотирања) изражена у домаћој валути ће бити:

$$P = E * P^* \quad (1.10)$$

На основу овог идентитета утврђује се да девизни курс зависи од односа нивоа цена у земљи и иностранству:

$$E = \frac{P}{P^*} \quad (1.11)$$

Уколико текући девизни курс задовољава ову једнакост, закључује се да важи закон једне цене. Међутим, ако је ниво девизног курса другачији, и постоје разлике у цени идентичног производа у две земље (цене су исказане у истој валути), може доћи до појаве робне арбитраже. Уколико се трговина обавља ван граница једне земље реч је о међународној робној арбитражи. Трговци (*робни арбитражери - commodity arbitragers*)¹⁷ користе ту прилику, купују робу на једном тржишту, продају на другом и остварују профит. Робна арбитража ће се одвијати све док постоји разлика у ценама и док је могуће остварити одређени профит. Међународна трговина утиче на то да због веће тражње повећава цену тамо где је била нижа, односно због веће понуде смањује цену тамо где је била виша. На тај начин би требало доћи до смањивања разлика, и на крају, до уједначавања цена тог производа (тада нестаје могућност остваривања профита и важи закон једне цене).

Други начин на који се може успоставити закон једне цене (уколико не важи у неком тренутку) је да дође до промене девизног курса. Ако постоји разлика у ценама идентичног производа у две земље, у систему флексибилних девизних курсева могуће је прилагодити девизни курс тој ситуацији, односно датом односу $\frac{P}{P^*}$. На тај начин се поново долази до тога да закон једне цене важи, али само на неком новом нивоу девизног курса. У сваком случају, у систему флексибилних девизних курсева

¹⁶ Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 115

¹⁷ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 173

је могуће да се закон једне цене успоставља симултаним деловањем и робних арбтражера и променом девизног курса.

Ниво девизног курса на којем важи закон једне цене може се сматрати неком врстом равнотежне вредности у односу на коју се процењује да ли су домаћа или инострана валута у стању **прецењености** или **потцењености**. *Уколико је у систему директног нотирања текући девизни курс изнад, на овај начин утврђене равнотежне вредности, домаћа валута ће бити потцењена, а страна прецењена што са собом носи одређене последице по посматрану привреду. Насупрот томе, уколико је текући девизни курс испод, на тај начин утврђене равнотежне вредности, домаћа валута ће бити прецењена, а страна потцењена. Наравно, и овакав однос посматраних валута ће имати одређене последице.*

Најпознатији начин где се на основу важења закона једне цене одређује да ли је нека валута прецењена или потцењена јесте **Хамбургер индекс (Big Mac Index)**. Како се „Big Mac“ продаје у већини земаља и садржај производа је сличан, сматра се да би и цена таквог производа морала да буде свуда иста. Из тог разлога часопис Економист на свом сајту www.economist.com још од 1986. године периодично прати кретање овог индекса у жељи да покаже колика су одступања појединих валута од равнотежне вредности која је утврђена односом цена „Big Mac“-а у појединим земљама (табела бр. 2).

Табела бр. 2. Хамбургер индекс, 28. јул 2011. године

ЗЕМЉА	Цена Биг Мека		Девизни курс на основу важења Закона једне цене (цена Биг Мека у локалној валути подељена са ценом у САД-у)	Текући девизни курс, 28. Јул 2011 1 USD =	Прецењеност(+) / потцењеност(-) домаће валуте у односу на амерички долар у %
	У домаћој валути	У америчким доларима			
САД	4.07 долара	4.0700	---	1.0000	---
Аргентина	20.0 пезоса	4.7488	4.92	4.2116	16.8202
Аустралија	4.56 а.долара	4.3653	1.12	1.0446	7.2181
Бразил	9.50 реала	5.1070	2.34	1.8602	25.7929
В. Британија	2.39 фунти	3.6917	0.59	0.6474	-8.8662
Канада	4.73 к.долара	4.4992	1.16	1.0513	10.3396
Кина	14.7 јуана	2.3008	3.60	6.3892	-43.6549
Чешка Република	69.3 круне	3.7138	17.1	18.6601	-8.3606
Египат	14.1 фунти	2.3592	3.47	5.9767	-41.9412
Евро зона	3.44 евра	4.5812	1.18	0.7509	57.1448
Хонг Конг	15.1 х.долара	1.9399	3.71	7.7841	-52.3387
Мађарска	760 форинти	3.3928	187	224.005	-16.5197
Индија	84.0 рупије	1.6860	20.7	49.8234	-58.4533
Индонезија	22534 рупија	2.5193	5543	8944.54	-38.0292
Јапан	320 јена	4.1690	78.7	76.7565	2.5320
Мексико	32.0 пезоса	2.3282	7.87	13.7448	-42.7420
Норвешка	45.0 круна	7.6456	11.1	5.8857	88.5927
Пољска	8.63 злота	2.6146	2.12	3.3007	-35.7712
Русија	75.0 рубаља	2.2943	18.5	32.6904	-43.4085
Шведска	48.4 ш.круна	7.0463	11.9	6.8689	73.2446
Швајцарска	6.5 ш.франака	7.0537	1.60	0.9215	73.6300

Извор: <http://www.oanda.com/currency/big-mac-index>, преузето 6.10.2011. године

Иако су нека истраживања показала да „Big Mac“ индекс не даје добре резултате у кретању курса на кратак рок, на дужи рок даје боље резултате и, и даље се користи за указивање на правац кретања куповне моћи посматраних валута¹⁸. Поред тога што има одређених мањкавости, интересантно је приметити да у случају Кине „Big Mac“ индекс потврђује ставове пре свега, америчких економиста. Наиме, због све већег продора на америчко (мада се може рећи на сва тржишта), САД већ годинама воде прави „трговински рат“ око курса јуана, сматрајући да Кина одржавањем вредности своје валуте на врло ниском нивоу доводи своје произвођаче у повољнији положај на светском тржишту и да треба да изврши апресијацију јуана. На исту ствар указује и „Big Mac“ индекс – према наводима Економиста у јануару 2003. године потцењеност јуана је била 54,74%, у мају 2006. године 58%, у јулу 2009. године 48,81%, у јулу 2011. године 43,65%.

4.1.2. Теорија апсолутног паритета куповних снага

Закон једне цене представља основу теорије паритета куповних снага. Ова теорија се јавља као апсолутна и релативна. По теорији апсолутног паритета куповних снага девизни курс ће бити једнак количнику општег нивоа домаћих и иностраних цена. Дакле, закон једне цене треба применити на све производе и услуге у једној економији тако да се девизни курс добија на следећи начин¹⁹:

$$E = \frac{\sum_{i=1}^n \alpha_i P_i}{\sum_{i=1}^n \alpha_i P_i^*} \quad (1.12)$$

E – девизни курс у систему директног нотирања;

P_i и P_i^* - општи ниво цена домаћих и иностраних производа;

α – пондери.

Ако поједноставимо ситуацију и све пондере изједначимо са јединицом, образац за израчунавање девизног курса на основу теорије апсолутног паритета куповне снаге може гласити:

$$E = \frac{\sum_{i=1}^n P_i}{\sum_{i=1}^n P_i^*} \quad (1.13)$$

Идентитет (1.13) можемо преуредити тако да гласи:

$$\sum_{i=1}^n P_i = E * \sum_{i=1}^n P_i^* \quad (1.14)$$

¹⁸ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 177

¹⁹ Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 120

На овај начин добијамо другачије тумачење теорије апсолутног паритета куповне снаге. Лева страна једначине сада представља цену референтне корпе производа у домаћој валути која је купљена у домаћој земљи; десна страна једначине представља цену референтне корпе производа у домаћој валути која је купљена у иностранству (односно њену цену у иностраној валути помножену са девизним курсом). Ове две цене су исте ако је успостављен паритет куповне снаге. Дакле, паритет куповне снаге доказује да су нивои цена свих земаља једнаки када их искажемо у истој валути²⁰.

Закон једне цене се односи на цену појединачног производа, *док се паритет куповне снаге односи на општи ниво цена које представља скуп цена свих производа који улазе у састав референтне корпе производа*. На основу наведеног идентитета (1.12) види се да *општи ниво цена представља пондерисани просек свих цена*. Дакле, када је паритет куповних снага успостављен за одређену количину домаће валуте може се купити идентична корпа производа на домаћем и на иностраном тржишту. Ако закон једне цене важи за сваки појединачни производ, онда постоји и паритет куповне снаге за изабрану референтну корпу производа. Обрнуто, уколико имамо постигнут паритет куповне снаге, не мора да значи да за сваки производ у оквиру референтне корпе важи закон једне цене. Изједначен општи ниво цена не подразумева да су све појединачне цене изједначене, тако да ће бити производа који су у земљи релативно јефтинији и који се могу извозити, и са друге стране производа који су у земљи скупљи и које треба увозити. Већи/мањи раст општег нивоа цена у земљи него у иностранству доводи до смањења/повећања куповне моћи у земљи и повећања/смањења куповне моћи у иностранству. Тиме се паритет куповне моћи нарушава и да би он поново био успостављен мора доћи до промене девизног курса.

Као и код закона једне цене, успостављен паритет куповне снаге подразумева неку врсту равнотежног стања. Уколико је у систему директног нотирања девизни курс изнад, на тај начин, утврђене вредности, домаћа валута је потцењена, а страна прецењена. Обрнуто важи уколико је девизни курс испод те вредности – домаћа валута је прецењена, а страна потцењена.

Поред тога што је овакав начин одређивања девизног курса економски логичан и оправдан, теорија апсолутног паритета куповних снага има и одређених недостатака²¹:

- статистичка обрада података који чине општи ниво цена је прилично скупа и непрактична;
- акценат се ставља на трговинске токове, док се токови капитала занемарују;

²⁰ Кругман, П. и Обстфелд, М., (2009), Међународна економија - теорија и политика, Дата Статус, Београд, стр. 384

²¹ Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 121

- обухватају се и производи који нису предмет међународне трговине – међународна трговина тежи да изједначи само цене разменљивих производа и услуга, цене неразменљивих производа и услуга остају различите;
- производи и услуге који нису предмет међународне трговине су јефтинији у земљама у развоју због нижих дневница, тако да ако се и цене тих производа укључе у општи ниво цена, утичу на његов ниво, а самим тим и на девизни курс одређен на основу ове теорије;
- становници различитих земаља имају различите склоности ка потрошњи што ће утицати на то да треба узимати различите пондере приликом одређивања општег нивоа цена;
- у ситуацијама када не постоји слободна трговина (тарифе, квоте, царине) или је велики утицај транспортних трошкова, треба очекивати одступања текућег од девизног курса према апсолутној теорији паритета куповне снаге;
- различитим мерама економске политике и начинима финансирања одређених активности (цене основних животних намирница, здравствене заштите, школства, становања у социјалистичким земљама) цене тих активности се могу одржавати на посебном нивоу чиме се утиче на општи ниво цена.

4.1.3. Теорија релативног паритета куповних снага

Да би се избегли недостаци теорије апсолутног паритета куповних снага, у већој мери се користи ова теорија у њеном другом облику – као теорија релативног паритета куповних снага. У овом случају не мора постојати једнакост између паритета куповне снаге и девизног курса, већ промена девизног курса мора да буде пропорционална релативној промени цена у две земље у посматраном периоду. За разлику од теорије апсолутног паритета куповне снаге где су суштину чинили нивои цена и девизног курса, у овом случају, основу представљају промене ових величина. Због тога што зависи од релативних промена цена, ова теорија се назива и *теоријом инфлације*:

$$E_t = E_0 \frac{P}{P^*} \quad (1.15)$$

E_0 – почетни девизни курс;

E_t – нови девизни курс;

P и P^* - индекс домаћих и иностраних цена (најчешће се користе индекси потрошачких цена – CPI).

Уколико је почетни девизни курс E_0 обезбеђивао паритет куповне снаге, закључак је да ће се девизни курс (E_t) у наредном периоду мењати у складу са стопама инфлације у земљи и иностранству. Деловање паритета куповне снаге утиче на то да реални девизни курс остане непромењен зато што ће било какве промене у ценама бити неутралисане променама номиналних девизних курсева.

Зато што релативном теоријом треба да буду представљене промене ових величина, идентитет (1.15) се може представити и на следећи начин:

$$\Delta E = \frac{\Delta P}{\Delta P^*} \quad (1.16)$$

ΔE - релативна промена девизног курса;

ΔP - релативна промена домаћих цена;

ΔP^* - релативна промена иностраних цена.

или у развијеном облику:

$$\frac{E_t - E_{t-1}}{E_{t-1}} = \frac{\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}}{\frac{P_t^* - P_{t-1}^*}{P_{t-1}^*}} \quad (1.17)$$

Како се процентуалне промене индекса цена користе за мерење инфлације, стопу инфлације можемо означити са π , тако да ће стопа инфлације у домаћој земљи бити π , а у иностраној π^* . На крају, на основу претходно наведених идентитета, релативна промена девизног курса се може приказати:

$$\Delta E = \frac{E_t - E_{t-1}}{E_{t-1}} = \pi - \pi^* \quad (1.18)$$

ΔE представља промену домаће валуте у односу на инострану (ап्रेसијацију или деп्रेसијацију) која је измерена као процентуална промена курса у текућем у односу на базни период. На основу теорије релативног паритета куповне снаге, промена девизног курса ће бити једнака разлици релативне стопе инфлације у домаћој и у иностраној земљи²².

Девизни курс оређен на основу паритета куповне снаге зависи од промена цена у земљи и иностранству. Одступања текућег девизног курса од паритета

²² Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 180

куповне снаге се најбоље могу описати уз помоћ ефеката још неких фактора (не само промена цена). Из тог разлога се ове две врсте девизних курса могу приказати на следећи начин:

$$E^{PPP} = f\left(\frac{P}{P^*}\right) - \text{девизни курс одређен на основу паритета куповне снаге}; \quad (1.19)$$

$$E = F(E^{PPP}, X_1, X_2, \dots, X_n) - \text{девизни курс одређен и неким другим варијаблама } X_1, X_2 \dots X_n, \text{ а не само ценама.} \quad (1.20)$$

Идентитет (1.19) говори да је E^{PPP} одређен ценама. То се може сматрати дугорочном равнотежном вредношћу девизног курса. Други идентитет (1.20), говори да текући девизни курс у кратком року поред E^{PPP} зависи и од неких других фактора што доприноси одступању од девизног курса на основу паритета куповне снаге. Поредити ове две вредности настало је и тзв. „коришћење паритета куповне снаге као трговинског правила“. Ситуација када је $E > E^{PPP}$ показује да је страна валута прецењена и да је у том тренутку треба продати. Обрнуто, када је $E < E^{PPP}$, страна валута је потцењена и треба је купити. Дакле трговинско правило гласи: „*продај страну валуту када је девизни курс одређени проценат изнад њене вредности на основу паритета куповне снаге, а купи је када је девизни курс одређени проценат испод њене вредности на основу паритета куповне снаге*“²³.

На основу до сада спроведених истраживања у вези важења ове теорије, могу се извући следећи општи закључци²⁴:

- теорија паритета куповне снаге ће функционисати када је реч о појединачним разменљивим производима (пре свега стандардизовани производи као што су пшеница и челик), показате одређене недостатке када се укључе сва разменљива добра и скоро да уопште неће функционисати ако се укључе и неразменљива добра;
- што је краћи рок посматрања, то је употребљивост теорије паритета куповне снаге мања – најбоље резултате даје уколико је период посматрања врло дуг (неколико деценија);
- теорија паритета куповне снаге добро функционише у случају чисто монетарних поремећаја и у инфлаторним периодима, слабије резултате даје у условима монетарне стабилности и потпуно је неупотребљива када се у некој привреди дешавају структурне промене.

²³ Moosa, I. A., (2010), International finance - an analytical approach, McGraw-Hill Education, Australia, str. 120-121

²⁴ Салваторе, Д., (2009), Међународна економија, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 547

4.2. Монетарна теорија формирања девизног курса

Иако се може рећи да је базирана на квантитативној теорији новца коју је још у 18. веку развио Дејвид Хјум (*David Hume*), монетарну теорију су у анализу увели и потпуно разрадили крајем 1960-их и почетком 1970-их година Роберт Мандел (*Robert Mundell*) и Хари Џонсон (*Harry Johnson*). Платни биланс и девизни курс се гледају као чист монетарни феномен. Монетарна теорија комбинацијом утицаја паритета куповне снаге и квантитативне теорије новца уз помоћ понуде и тражње новца, дохотка и цена објашњава кретање девизних курсева. Модел прати следећу суштину: девизни курс је цена националног новца изражена у неком другом националном новцу. Када има релативно много једног националног новца у односу на други, његова цена пада (та валута депресира). Тражња за новцем и његова понуда представљају основу модела.

$M_d = kPY$ и $M_d^* = k^*P^*Y^*$ представљају тражњу за новцем у домаћој и иностраној земљи (1.21)

k и k^* – количник номиналних новчаних фондова и номиналног националног дохотка у земљи и иностранству;

P и P^* – ниво цена у земљи и иностранству;

Y и Y^* – реални доходак у земљи и иностранству.

У случају равнотеже понуда новца ће бити једнака количини његове тражње. $M_s = M_d$ и $M_s^* = M_d^*$ тако да се може извршити њихова замена у идентитету (1.21) који ће након тога гласити:

$$M_s = kPY \text{ и } M_s^* = k^*P^*Y^* \quad (1.22)$$

Ако се претпостави да у домаћој земљи важи закон апсолутног паритета куповне снаге $P = E * P^*$

E – девизни курс у систему директног нотирања,

$$M_s \text{ ће бити : } M_s = kEP^*Y \quad (1.23)$$

Дељењем услова равнотеже у земљи са условом равнотеже у иностранству добија се следећи идентитет:

$$\frac{M_s}{M_s^*} = \frac{kEP^*Y}{k^*P^*Y^*} \quad (1.24)$$

Сређивање последњег идентитета по параметру E представља начин на основу којег се уз помоћ монетарног приступа формира девизни курс у моделу две земље чиме се закључује да је девизни курс одређен релативном количином понуде новца и релативном количином тражње новца²⁵:

$$E = \frac{M_s}{M_s^*} * \frac{k^* Y^*}{k Y} \quad (1.25)$$

што на други начин исказано изгледа овако:

$$E = \frac{M_s}{k P^* Y} \quad (1.26)$$

Монетарни модел представљен идентитетом (1.26) говори следеће²⁶:

- монетарна експанзија доводи до пропорционалног повећања девизног курса (депресијације домаће валуте);
- раст дохотка доводи до пада девизног курса (апресијације домаће валуте);
- раст нивоа иностраних цена доводи до пада девизног курса (апресијације домаће валуте).

Поред закона једне цене и теорије паритета куповне снаге, као саставни део монетарне теорије се узима и услов непокривеног каматног паритета. Наиме, девизни курс ће зависити и од инфлационих очекивања и од очекиваних промена девизног курса у наредном периоду. Већа инфлациона очекивања узрокују депресијацију посматране валуте у одређеном проценту. Такође, уколико се претпостави да су домаће и иностране обвезнице савршени супститути, разлика између каматних стопа у посматраним земљама ће бити једнака очекиваној промени девизног курса тих валута²⁷:

$$r - r^* = OA \quad (1.27)$$

r – каматна стопа у домаћој земљи;

r^* - каматна стопа у иностранству;

OA – очекивани проценат апресијације иностране у односу на домаћу валуту.

Очекивани проценат апресијације иностране у односу на домаћу валуту анулира постојећу разлику у каматним стопама. Уколико из било ког разлога дође до промењених очекивања и до тога да се очекује да промена девизног курса буде у

²⁵ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 192

²⁶ Moosa, I. A., (2010), International finance - an analytical approach, McGraw-Hill Education, Australia, str. 122

²⁷ Салваторе, Д., (2009), Међународна економија, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 554

већем обиму, то ће условити кретање капитала из једне земље у другу и довести до стварне промене девизног курса чиме је опет испуњен услов непокривеног каматног паритета.

4.3. Портфолио теорија формирања девизног курса

Почеци портфолио теорије се везују за средину 1970-их година. Приступ уравнотеженог портфолија (имовински приступ) се разликује од монетарног зато што се девизни курс одређује у процесу уравнотежења понуде и тражње за финансијском активом (не само за новцем као једном врстом финансијске активе што је био случај код монетарног приступа). У овом случају домаће и иностране обвезнице нису савршени супститути и појединци и фирме ће своје финансијско богатство распоредити тако што ће направити одређену комбинацију држања домаћег новца, домаћих обвезница и иностраних обвезница номинованих у иностраној валути. Сваки појединац ће се трудити да према сопственим жељама и могућностима изабере онај портфолио који максимизира његово задовољство, односно најбоље одговара његовим жељама²⁸. Појединац не бира само између домаћег новца и домаћих обвезница, већ сада као алтернативно решење постоје и иностране обвезнице. Избор ће зависити од приноса (камате) коју обвезнице омогућавају (није битно да ли су домаће или иностране), склоности ка ризику (држање обвезница носи са собом и одређене елементе ризика), потребе за држањем готовине (испуњавање текућих обавеза), стопе инфлације (у земљи и иностранству) и процењене промене девизног курса. Иностране обвезнице номиноване у иностраној валути доносе са собом додатни ризик промене девизног курса чиме се може десити да се претварањем у домаћу валуту оствари и капитални губитак. Истовремено, улагање у иностране обвезнице доприноси дисперзији ризика што поред очекиваног приноса може бити веома битан фактор за креирање нечијег портфолија. Промена било ког од фактора доприноси другачијем изгледу портфолија и постизању неког новог равнотежног стања. Равнотежа на финансијском тржишту ће бити постигнута када се тражена количина било ког облика финансијске активе изједначи са његовом понудом. На основу свега наведеног, девизни курс ће се, путем динамичког процеса усклађивања, формирати на финансијском тржишту у процесу успостављања равнотеже на појединим сегментима овог тржишта²⁹.

Тражња за новцем (M), домаћим (D) и иностраним (F) обвезницама биће условљена низом фактора. Поред већ поменутих, домаће и иностране каматне стопе, Салваторе сматра да одлучујући утицај имају очекивана промена девизног курса

²⁸ Салваторе, Д., (2009), Међународна економија, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 558

²⁹ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 202

(OA), премија на ризик (PR), ниво реалног дохотка (Y), домаћи ниво цена (P) и богатство резидената посматране земље (W).

Због тога што у овом случају домаће и иностране обвезнице нису савршени супститути и зато што држање иностраних обвезница са собом носи неке додатне ризике, услов непокривеног каматног паритета који је коришћен у монетарној теорији ће бити проширен за премију за ризик (PR):

$$r - r^* = OA - PR \quad (1.28)$$

Сређивањем идентитета по каматној стопи у земљи долази се до закључка у ком случају ће појединцу бити небитно да ли ће држати домаће или иностране обвезнице:

$$r = r^* + OA - PR \quad (1.29)$$

Позитиван предзнак премије на ризик говори да су домаће обвезнице ризичније од иностраних. Виша каматна стопа у земљи него у иностранству која обезбеђује равнотежу, у овом случају значи да ће та разлика у каматним стопама бити надокнађена позитивном разликом између очекиване ап्रेसијације и премије на ризик. Обрнуто, уколико је каматна стопа у земљи нижа од оне у иностранству, разлика између очекиване апресијације и премије на ризик мора бити негативна.

Проширени модел уравнотеженог портфолија се уз помоћ већ поменутих фактора може дефинисати на следећи начин³⁰:

$$M = f(i, i^*, OA, PR, Y, P, W) \quad (1.30)$$

$$D = f(i, i^*, OA, PR, Y, P, W) \quad (1.31)$$

$$F = f(i, i^*, OA, PR, Y, P, W) \quad (1.32)$$

Знак изнад сваке варијабле указује на то какав утицај има одређена варијабла на зависне варијабле са леве стране једначине („+“ представља директан утицај, док „-“ представља инверзни утицај).

³⁰ Салваторе, Д., (2009), Међународна економија, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 560

Тако да ће у случају испитивања тражње за домаћим новцем повећање i , i^* и OA утицати на смањење тражње, док ће повећање PR , Y , P и W утицати на повећање тражње за новцем.

Тражња за домаћим обвезницама је позитивно корелирана са i , PR и W , што значи да већа каматна стопа у земљи, већи ризик држања иностраних обвезница и веће национално богатство утичу на већу тражњу за домаћим обвезницама, док са друге стране, већа каматна стопа у иностранству, већи проценат очекиване ап्रेसијације, већи доходак и веће цене ће утицати на смањење тражње за домаћим обвезницама.

На тражњу за иностраним обвезницама позитиван утицај ће имати каматна стопа у иностранству, очекивана ап्रेसијација стране валуте и национално богатство тако да ће повећање ових величина утицати на повећање тражње за иностраним обвезницама. Обрнуто, уколико дође до повећања каматне стопе у земљи, премије на ризик држања иностраних обвезница, дохотка и цена, доћи ће до смањења тражње за иностраним обвезницама.

Изједначавањем ових величина са понудом (која није дефинисана моделом), добијају се равнотежне вредности. Како су ове три врсте тражње несавршени супститути, може се очекивати да промена било које од варијабли утиче на промену других варијабли.

4.4. Фундаменталне макроекономске варијабле као фактори формирања девизног курса

У савременим условима пословања, све већем степену повезаности економских ентитета у међународним економским односима, кретање реалног девизног курса све више добија на значају. Реални девизни курс (и билатерални и мултилатерални) представља једну од најважнијих „мета“ економске политике и у највећем броју режима девизних курсева основни циљ је одржати реални девизни курс на стабилном и конкурентном нивоу. Велики број економиста се слаже са чињеницом да реални девизни курс није значајан само за постизање одрживих општих економских перформанси и међународне конкурентности, већ да има великог утицаја и на алокацију ресурса међу различитим секторима економије, спољнотрговинске токове, платни биланс, запосленост, структуру производње и потрошње и на проблем спољног дуга. Из тог разлога, одступање девизног курса од те адекватне (равнотежне) вредности може имати бројне негативне последице по посматрану земљу.

Како претходно поменуте теорије нису успеле да у потпуности дају одговор на ово питање, његова важност је условила појаву новијих теоријских концепата који имају за циљ да уз помоћ одређених фундаменталних макроекономских варијабли и економетријских модела дођу до равнотежне вредности реалног девизног курса. Овај

теоријски правац је развијен крајем 1980-их година и његове најзначајније присталице су Џон Вилијамсон (*John Williamson*), Себастијан Едвардс (*Sebastian Edwards*) и Ибрахим А. Елбадави (*Ibrahim A. Elbadawi*). Равнотежни реални девизни курс посматрају као релативни однос цена производа који учествују у спољнотрговинској размени са ценама производа који су предмет размене на унутрашњем тржишту уз истовремено постизање унутрашње и спољнотрговинске равнотеже. Изабране макроекономске варијабле утичу на кретање реалног девизног курса и уз помоћ одређеног економетријског модела неопходно је испитати њихову међусобну функционалну зависност. Као резултат се добија временска серија равнотежног реалног девизног курса и смер и интензитет деловања макроекономских варијабли. На основу напред наведеног, равнотежни реални девизни курс се може дефинисати као³¹:

$$\bar{e} = f(X) \quad (1.33)$$

X представља сет фундаменталних макроекономских варијабли које утичу на реални девизни курс и које се могу разликовати од земље до земље. За разлику од предходних теорија, где се равнотежна вредност реалног девизног курса посматрала као фиксни број, овде је то функција која зависи од одређених варијабли. На тај начин избегава се коришћење одређеног базног периода (што може бити изузетно проблематично) и долази се до закључка да промена равнотежног стања у економији доводи до одређене промене у кретању равнотежног реалног девизног курса. На основу овог теоријског приступа постоји разлика између текућег и равнотежног девизног курса. Стављањем у однос ове две категорије добија се информација о одступању текућег од равнотежног реалног девизног курса. Поређењем добијеног одступања и кретања макроекономских варијабли може се утврдити шта је у највећој мери допринело таквом стању. Како је на овај начин избегнуто коришћење одређеног базног периода, равнотежни реални девизни курс као вредност која се добија на основу интеракције фундаменталних макроекономских варијабли, обезбеђује постизање унутрашње и спољашње равнотеже се одређује у средњем року³².

Најзначајнији модели који се јављају у овом теоријском правцу су Фундаментални модел равнотежног девизног курса (*Fundamental Equilibrium Exchange Rate - FEER*) и Бихевиористички модел равнотежног девизног курса (*Behavioural Equilibrium Exchange Rate - BEER*).

FEER модел је најпопуларнији основни модел за одређивање равнотежног девизног курса који је развио Вилијамсон. С обзиром да у овом моделу нема рестрикције трговине због проблема у платном билансу и да земља настоји да

³¹ Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 178-179

³² Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 179-180

достигне унутрашњу равнотежу, Вилијамсон од равнотежног девизног курса очекује да произведе суфицит или дефицит текућег рачуна једнак основним токовима капитала током циклуса. То је метод израчунавања реалног девизног курса који је конзистентан са макроекономском равнотежом у средњем року подразумевајући успостављање и унутрашње и спољашње равнотеже, при чему унутрашња равнотежа подразумева да је економија у стању пуне запослености и да функционише уз ниску стопу инфлације, док спољашња равнотежа подразумева равнотежу текућег рачуна земље која је одржива у средњем року, при томе обезбеђујући жељене нето токове средстава. Може се рећи да је FEER као модел равнотежног девизног курса сагласан са „идеалним економским условима“³³ (пуна запосленост и стабилност цена).

За разлику од теорије паритета куповне снаге, FEER модел подразумева да ће се равнотежни реални ефективни курс мењати током времена. Бројни фактори утичу на кретање равнотежног девизног курса који се добија уз помоћ овог модела. Први фактор је повезан са одређивањем раста потенцијалне производње, као и са стопом инфлације и у домаћој и у иностраној економији. Признајући потенцијалне разлике у расту продуктивности, равнотежни девизни курс добијен уз помоћ FEER модела ће апресирати или депресирати током времена уколико земље расту по различитим стопама. Други фактор подразумева да се обрати пажња на то шта би се сматрало одрживим нивоом стања текућег рачуна. Одржавање текућег рачуна на зацртаном нивоу захтева од локалне валуте да апресира или депресира у складу са тим. У суштини, кретање равнотежног девизног курса у FEER моделу ће бити изведено из промена реалног ефективног девизног курса који осигурава да домаћа и инострана производња буду на зацртаном нивоу који је неопходан за достизање циљаног (или жељеног) биланса текућег рачуна³⁴.

У покушају да додатно прошири овај приступ, BEER модел покушава да објасни понашање девизног курса разматрањем порекла цикличних и привремених кретања реалног девизног курса и такође, узимањем датих вредности (не нужно при пуној запослености) фундаменталних економских варијабли реалног девизног курса. Дакле, основна претпоставка макроекономске равнотеже у FEER моделу, није нужно присутна у BEER моделу.

Кларк (*Clark*) и МекДоналд (*MacDonald*) су предлагали BEER модел. За разлику од претходног, BEER модел нема нормативни карактер и његов циљ је да користи технику модела која ће приказати кретања реалних девизних курсева током времена, а не само кретања на средњерочном или дугорочном равнотежном нивоу³⁵. У овом случају, равнотежни реални девизни курс је сагласан са преовлађујућим

³³ Su, Ting T., (2009), An Empirical Analysis of Chinas Equilibrium Exchange Rate: A Co-integration Approach, Master thesis, Lincoln University, str. 21

³⁴ Siregar, R., (2011), The Concepts of Equilibrium Exchange Rate: A Survey of Literature, The South East Asian Central Banks, Staff Paper No. 81, Kuala Lumpur, Malaysia, p. 13

³⁵ Driver, R. and Westaway, P., (2004), Concepts of equilibrium exchange rates, Working Paper no. 248, Bank of England, London, str. 38

нивоима економских варијабли у јединственој једначини BEER модела. Почетна тачка за анализу овог модела остају реални услови непокривеног паритета каматне стопе. BEER модел прави процене равнотежних реалних девизних курса које су базиране и на дугорочним фундаменталним економским варијаблама и на краткорочним разликама у каматним стопама. Практично, под условима непокривеног паритета каматне стопе, BEER модел може обухватити изворе промена у капиталним рачунима исто као и остале факторе који утичу на понашање реалног ефективног девизног курса, што претходни модел не може тако лако омогућити. Из тог разлога, значај BEER модела је у великој мери емпиријски.

Поредећи ова два приступа, уочавају се одређене сличности и разлике. Прво, за разлику од FEER модела, BEER модел није нормативни. Док FEER узима у обзир „одрживу екстерну равнотежу“ и „интерну равнотежу“, BEER, са друге стране, је девизни курс који се састоји од преовлађујућих нивоа економских фундаменталних варијабли. Друго, BEER модел узима у разматрање краткорочне/привремене факторе који се могу значајно одразити на средњерочна и дугорочна кретања равнотежног девизног курса. Усвајање паритета каматне стопе дозвољава BEER моделу да ухвати изворе промена у капиталном рачуну, које тада могу такође погодити текући рачун и утицати на кретање девизног курса. Са друге стране, основни FEER модел једино уочава кретање девизног курса које је вођено променама у позицијама екстерне и интерне равнотеже. Треће, увођење укупног дуга (поред његовог тока) као једне од одређујућих варијабли, дозвољава BEER моделу да „ухвати“ кретање равнотежног девизног курса у дугом року. Четврто, BEER модел се може променити у FEER модел у средњем року, у економским условима пуне запослености и одрживости, утичући на промене у равнотежном девизном курсу.

Емпиријска примена BEER модела укључује серију одређених корака³⁶:

- први корак је процена дугорочног односа између текућег реалног девизног курса и сета краткорочних и дугорочних фундаменталних економских варијабли;
- други корак подразумева израчунавање BEER реалног девизног курса користећи коефицијенте параметара за сваку фундаменталну економску варијаблу и
- трећи, последњи корак подразумева израчунавање нивоа одступања девизног курса, који се мери као разлика између текућег реалног девизног курса и BEER реалног девизног курса.

Последњи, пети део докторске дисертације ће бити посвећен покушају емпиријског утврђивања равнотежног реалног ефективног девизног курса динара на основу BEER модела.

³⁶ Siregar, R., (2011), The Concepts of Equilibrium Exchange Rate: A Survey of Literature, The South East Asian Central Banks, Staff Paper No. 81, Kuala Lumpur, Malaysia, pp. 18-19

4.5. Теорија поверења и теорија апсорпционе тражње

Претходно наведена теоријска разматрања на доста добар начин објашњавају кретања девизних курсева. Међутим, у пракси се показало да свака од поменутих теорија има и одређених недостатака, што се манифестовало у виду периода у кретању девизних курсева који се не могу на најбољи начин објаснити ни једном од наведених теорија. Односно, у појединим временским периодима се дешавало, као што је Кант својевремено говорио, да „оно што важи у теорији, не мора да вреди у пракси“. Практична применљивост теорије није могућа због тога што услови у којима се послује често нису идеални и не одговарају замишљеним, теоријским условима. Из тог разлога, ће у овом делу бити направљен покушај да се уз помоћ два, у мањој мери теоријски фундирана, односно потврђена приступа разјасни шта то утиче на кретање девизних курсева у појединим периодима.

4.5.1. Теорија поверења

С обзиром да девизни курс представља цену иностране валуте и да се куповина и продаја различитих валута обавља у највећој мери на организован начин, тј. на институционализованом девизном тржишту (девизној берзи), као мање формална у односу на претходне, може се поменути теорија поверења која се налази (у мањој мери) у опусу стандардне берзанске литературе приликом објашњавања кретања цена акција. Девизна берза, као део берзе где се врши купопродаја различитих валута једне за другу, попримила је карактеристике савремених берзанских токова, што актуелизује поменуту теорију поверења. У овом случају, теорија поверења би се могла формулисати на следећи начин: *основни фактор у кретању цена иностране валуте (девизног курса) представља пораст или пад поверења између трговаца и инвеститора у будућем кретању цена иностране валуте (девизног курса)*. На овај начин, цена неке иностране валуте ће у наредном периоду у већој мери зависити од маркетиншке психологије, него од добијених статистичких података. Конвенционалне теорије подразумевају да су фундаментални услови хладне, објективне чињенице на основу којих се с лакоћом и великом сигурношћу може добити одговор на питање колика ће бити цена неке иностране валуте у наредном периоду. Када би услови били повољни, цена те валуте би расла, и супротно, када би били неповољни, цена би падала. Међутим, према присталицама теорије поверења, тржиште не реагује увек како треба на статистичке и економске податке, тј. често показује приличну равнодушност и на добре и на лоше промене које се дешавају у окружењу. По овој теорији, ако довољан број трговаца и инвеститора има оптимистичан (позитиван) став у вези са фундаменталним условима тј. кретањем цене неке валуте, одлучиће се за куповину без обзира на то

шта говоре анализирани подаци. У супротном, уколико имају песимистичан (негативан) став, одлучиће се за продају. Добро је то што се ова теорија може употребити у тумачењу кретања девизних курсева када су класичне теорије немоћне да пруже рационално објашњење, тј. може се употребити приликом објашњења многих махинација на тржишту, намерног подизања и обарања цена појединих валута и сл.³⁷ У великој мери на све ово може утицати величина, развијеност (пре свега његова дубина) и уређеност самог девизног тржишта.

4.5.2. Теорија апсорпционе тражње

Други приступ подразумева објашњавање кретања девизних курсева уз помоћ реалних привредних токова у посматраним земљама у посматраном периоду. Иако се флукутирајући девизни курс формално (у већој, или мањој мери) слободно одређује на интернационалним финансијским тржиштима, у пракси он зависи од дешавања у реалном пољу економије. При чему, формирање девизних курсева на овај начин указује на дефицитарност, или суфицитарност у снабдевености робом или капиталом одређене националне економије. Дакле, поређење агрегатних (апсорпционих) тражњи (које се састоје из личне, буџетске и инвестиционе) између земаља ће водити промени реалног девизног курса. Овом проблематиком се бавио Пеј-Уве Пауелсен (*Pay-Uwe Pauelsen*) и покушао је да уз помоћ апсорпционе тражње у САД и Немачкој објасни кретање вредности долара у односу на немачку марку у периоду од 1970. до 1990. године. Овај период су обележиле велике флукутације долара у односу на (пре свега) немачку марку (као валуту најважнијег трговинског партнера САД у том тренутку) и претходно поменуте теорије нису биле у стању да објасне због чега су се дешавале те флукутације. Вредност једног долара се кретала у распону од 3,51 (1985. године) до 1,5 (1990. године) немачких марака, при чему се овај период може поделити у три карактеристична периода³⁸:

- до 1979. године вредност долара је имала сталну тенденцију опадања (на почетку периода један долар је вредео више од 3,5 немачких марака, а на крају свега 1,71);
- наредних пет година (до 1985. године) долар је константно јачао тако да је на крају периода вредео 3,51 немачку марку и
- последњих пет година (до 1990. године) долар је, уз краткотрајни опоравак 1988. године, смањивао своју вредност да би 1990. године достигао најнижу вредност – 1,5 немачких марака.

³⁷ Дугалић, В. и Штимац, М., (2011), Основе берзанског пословања, Стубови културе, Београд, стр. 207-208

³⁸ Дугалић, В., (1996), Тржиште – теоријски концепти и функционисање, БИНА д.о.о. Друштво за новинско-издавачку делатност, СКЦ Ниш, стр. 301

Ни теорија паритета куповне снаге (реални девизни курс одређује стопа инфлације), ни платнобилансна теорија (реални девизни курс одређује салдо трговинског биланса), као представници традиционалног схватања при дефинисању реалног девизног курса нису биле у стању да, до краја, теоријски објасне кретање долара у посматраном периоду.

Нејасноћа везана за теорију паритета куповних снага настаје 1985. године, када је у САД дошло до знатног снижавања стопе инфлације и приближавања нивоу пораста цена у Немачкој (што је требало да доведе до одржавања реалног девизног курса на приближно истом нивоу), а великог пада девизног курса (што би према овој теорији указивало на доста већу стопу инфлације у САД него у Немачкој).

Посматрајући дефицит трговинског биланса у САД логично делује његов пораст у периоду од 1980. до 1985. године – вршена је константна ревалвација долара која је иностране приозводе чинила јефтинијим на америчком тржишту и тиме поспешивала њихов увоз. Истовремено, амерички производи на иностраном тржишту су били скупљи, и то је утицало на смањење извоза. Међутим, проблем настаје у наредном периоду (од 1985. до 1990. године) када је дефицит трговинског биланса САД наставио да расте поред чињенице да је долар у великој мери изгубио на вредности (са 3,51 немачку марку на 1,5 немачких марака за 1 долар).

Разлика у апсорпционој тражњи у САД и Немачкој је дала одговор на ове „нелогичности“. Раст вредности долара у првој половини 80-их година био је праћен знатно већом укупном апсорпционом тражњом у САД (раст је износио 19%) у односу на Немачку (раст је износио око 0,3%). Највећу разлику су правила инвестициона улагања која су у том периоду у САД реално порасла за 25%, а у Немачкој су чак, незнатно смањена. Када се томе додају и разлике настале на страни понуде, у САД укупна понуда је повећана за 13% (дакле, мање него што је порасла тражња), а у Немачкој за 6,3% (више него тражња), последица је била пораст вредности долара.

Другу половину 80-их година су обележиле сасвим супротне тенденције. Укупна апсорпциона тражња у САД (повећање је износило 13%) је била мања него у Немачкој (повећање је износило 20%) и поново је највећа разлика била изражена у инвестиционим улагањима, само са супротним смером у односу на претходни период (реални раст инвестиционих улагања у САД је износио 9%, а у Немачкој 43%). На другој страни, повећање понуде у САД је износило 15% (дакле, више него што је порасла тражња), а у Немачкој 16% (мање него што је повећана тражња). Последица је била пад вредности долара³⁹.

Развој (пре свега међународне) економије утицао је на то да, иако постоји велики број теорија (што указује на комплексност проблема), ни једна не може до краја да објасни кретање девизних курсева. *Променљивост и комплексност међународних економских односа често је утицала на то да постављени теоријски*

³⁹ Дугалић, В., (1996), Тржиште – теоријски концепти и функционисање, БИНА д.о.о. Друштво за новинско-издавачку делатност, СКЦ Ниш, стр. 303-305

модел не дају адекватан одговор у пракси, односно да је практична применљивост теорије лоша. Из тог разлога, навођење ове две теорије, има за циљ да на један мало другачији начин, уз један критички осврт укаже на још неке факторе који могу бити значајни приликом формирања цене иностране валуте.

Д Е О II

**КОНКУРЕНТНОСТ НАЦИОНАЛНИХ
ПРИВРЕДА**

1. Појам и дефинисање конкурентности

Процес глобализације светског тржишта и брзина његовог развоја свим националним привредама као један од основних услова намеће питање, пре свега, опстанка на том веома променљивом и захтевном тржишту. Развој информатичке технологије је цео свет претворио у тзв. „глобално село“ (интернационализација предузећа и менаџмента) што је уз привредну експанзију у великој мери утицало на стварање све виших критеријума квалитета, продуктивности, развојних способности и афинитета предузећа и компетентности менаџмента. Истовремено, без обзира где је настала, захваљујући глобализацији привредних токова и криза би веома брзо захватила цело „глобално село“⁴⁰. Из тог разлога, константно унапређење националне конкурентности се намеће као једино решење. Долази се до закључка да само конкурентна привреда може на прави начин одговорити изазовима и притисцима који долазе од стране других тржишних учесника, уз истовремено остваривање привредног развоја, односно економског раста и социјалног благостања. При томе треба имати у виду да није битно само тренутно остваривање економског раста, већ стварање услова да се тај раст задржи и у будућности. Дакле, бити конкурентан подразумева нечију способност да се такмичи, да буде ефикасан, да победи и увек тежи побеђивању у конкуренцији, како би се задржала освојена позиција⁴¹.

1.1. Појам конкурентности

Иако је почетком 21. века конкурентност један од најчешће теоријски анализираних и практично истраживаних економских појмова, одређени проблем настаје приликом покушаја идентификације овог појма. Присуство бројних дефиниција (непостојање јединственог мишљења у економској науци) указује на комплексност „проблема“. Сам појам је релативног карактера и подразумева неко упоређивање. Уколико се поређења врше на међународном нивоу, долази се до појма међународне конкурентности (*International Competitiveness*) који се може посматрати са два нивоа – *макро* и *микро*. Макро међународна конкурентност подразумева да се разматра конкурентност националних привреда у поређењу са конкурентношћу других националних привреда, док микро међународна конкурентност подразумева анализирање конкурентности домаћих у односу на страна предузећа у међународном

⁴⁰ Гаговић, Н., (2009), „Конкурентност привреде Србије у условима глобализације“, Тржиште, новац, капитал, октобар – децембар 2009, бр. 4, Привредна комора Србије, Центар за научно истраживачки рад, Београд, стр. 102

⁴¹ Мићић, В., (2010), Конкурентност индустрије Србије као претпоставка њеног ефикасног развоја, Докторска дисертација, Економски факултет у Крагујевцу, Крагујевац, стр. 8

пословању⁴². Иако поједини економисти, попут Кругмана, сматрају да се појам конкурентности односи на предузећа и као такав може послужити само на микро нивоу, до сада није развијен концепт који ће дати неки бољи резултат. У сваком случају, на конкурентност националне привреде ће знатно утицати способност њених појединачних привредних субјеката да се на прави начин укључе у међународне економске процесе. Другачије речено, појмови микро и макро конкурентности су међусобно условљени и конкурентност на микро нивоу представља основни фактор стварања макро конкурентности⁴³.

На конкурентност нације, односно национални просперитет не треба гледати као на нешто што се наслеђује, већ га треба стварати. Конкурентна ће бити она нација чија привреда је способна да иновира и унапређује. Поред свега, ни једна земља не може бити конкурентна у свим сегментима. Ограниченост ресурса условљава то да они буду усмерени у најпродуктивније делове привреде, што значи да ће и у земљама које се сматрају најконкурентнијим бити делатности у којима су поједине локалне компаније иза конкуренције.

Постоје бројне варијабле за које се сматра да утичу на националну конкурентност. Расположивост јефтине радне снаге, велика природна богатства, успешно вођена државна политика, разлике у начину управљања и односи између менаџмента и радника и вођење адекватне политике девизног курса, само су неке од тих варијабли. Односно, ефекат конкурентности обхвата утицај промена у технологији, расположивост фактора, релативне цене као и елементе трговинске и макроекономске политике земаља извозница. Активна трговинска политика може знатно утицати на структуру извоза (самим тим и на конкурентност) путем унапређења извоза појединих индустријских грана⁴⁴. Ипак, ни једна од њих не пружа потпуну слику и није сама по себи довољна да објасни (не)конкурентност појединих сектора у оквиру једне државе. Што је још битније, не даје одговор на питање шта је то конкурентна држава.

Најзначајнији концепт конкурентности на националном нивоу јесте продуктивност. Од продуктивности коришћења радне снаге и капитала у некој земљи, зависиће обезбеђивање високог животног стандарда становништва и његов стални раст. Под продуктивношћу се сматра вредност производње коју створи јединица радне снаге или капитала. У том контексту, продуктивност ће бити главна детерминанта дугорочног животног стандарда у једној земљи и основна детерминанта националног дохотка по становнику. За одрживи раст продуктивности

⁴² Бјелић, П., (2008), Међународна трговина, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 83

⁴³ Бјелић, П., (2008), Међународна трговина, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 85

⁴⁴ Ковачевић, Р., (2004), „Положај земаља у развоју у светској трговини“, Економски анали, јул – септембар 2004, бр. 162, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 91

неопходно је да привреда стално сама себе унапређује чиме се развијају способности за конкурисање и у потпуно новим, натпросечно напредним делатностима⁴⁵.

1.2. Дефинисање конкурентности

Бројни покушаји дефинисања конкурентности указују на комплексност овог појма и говоре о степену његове важности у савременој економској литератури. Ако говоримо о макро аспекту, циљ је упоредити (измерити) положај земаља у светској привреди. Приликом поређења конкурентности националних привреда и њених перформанси у односу на друге земље најважније је идентификовати потенцијалне институционалне и тржишне недостатке и слабости економске политике, које би могле да се негативно одразе на економски раст у наредном периоду. У том контексту, један од аспеката конкурентности може бити да је то способност националне привреде да извози на светско тржиште (*UNCTAD*). Према дефиницији ОЕЦД-а конкурентност ће бити мера предности или недостатка земље у продаји њених производа на међународним тржиштима⁴⁶, док стручњаци Европске комисије сматрају да је то способност компанија, индустрија, региона или наднационалних региона да остварују релативно висок ниво дохотка и запослености на одрживој основи док су били и остали изложени међународној конкуренцији⁴⁷.

Две најзначајније институције за мерење међународне конкурентности са макро нивоа су Светски економски форум (*World Economic Forum - WEF*) и Међународни институт за развој менаџмента (*International Institute for Management Development - IMD*). За Светски економски форум конкурентност представља способност привреде да остварује привредни раст у дужем периоду, односно то је низ институција, политика и фактора који одређују ниво продуктивности земље. Ниво продуктивности одређује одрживи ниво просперитета неке привреде, чиме ће конкурентнија привреда бити у стању да омогући грађанима виши ниво дохотка. Због тог што ниво продуктивности одређује стопу приноса која је кључна за раст привреде, закључак Светског економског форума је да ће конкурентнија привреда вероватно брже да расте на средњи и дуги рок⁴⁸. Истовремено, за стручњаке Института за развој менаџмента, конкурентност подразумева способност националне привреде да произведе новостворену вредност и повећа национално богатство.

Уколико се конкурентност дефинише као способност да се трговински биланс одржи у равнотежи уз остваривање одговарајуће стопе раста животног стандарда,

⁴⁵ Портер, М., (2008), О конкуренцији, Факултет за економију, финансије и администрацију, Београд, стр. 163-165

⁴⁶ Competitiveness in International Trade, OECD, <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=399>

⁴⁷ Competitiveness, http://ec.europa.eu/eurostat/ramon/nomenclatures/index.cfm?TargetUrl=DSP_GLOSSARY_NOM_DTL_VIEW&StrNom=CODED2&StrLanguageCode=EN&IntKey=16438235&RdoSearch=BEGIN&TxtSearch=competitiveness&CboTheme=&IntCurrentPage=1

⁴⁸ Schwab, K. And Sala-i-Martin, X., (2010), The Global Competitiveness Report 2010-2011, World Economic Forum, Switzerland, str. 4

битно је да то буде дефинисано на дуги рок. Привредни раст се може остварити повећаном употребом производних инпута, растом ефикасности њихове употребе и комбинацијом прва два приступа. На основу тога може се разликовати екстензивни привредни раст – веће ангажовање производних ресурса (посебно запослености), и интензивни привредни раст – ресурси у непромењеном обиму се користе ефикасније (раст продуктивности). Како је продуктивност најзначајнија за концепт националне конкурентности закључује се да је пожељно привредни раст обезбедити кроз повећање продуктивности, а не запослености. Односно, побољшање конкурентности једне привреде може се обезбедити једино путем боље искоришћености производних ресурса, што подразумева технолошки прогрес, иновативност и растућу инвестициону активност⁴⁹.

2. Мерење конкурентности

Конкурентност представља збирни израз општих својстава микро и макро фактора карактеристичних за сваку националну економију. Све је већи број економских и некономских детерминанти које се у одређеној мери мењају у времену и простору чиме утичу на конкурентност националних привреда или неких њених сегмената и нивоа, пре свега у дугом року. Нови концепт и парадигма конкурентности, која обухвата све више некономских аспеката, захтева интердисциплинарно посматрање и оцену конкурентности, па чак и изван подручја економске теорије.

Напор да се конкурентност као вишедимензионални феномен што прецизније дефинише чини се уз помоћ одређених показатеља или индикатора. Показатељи се најчешће дају као квантитативна и квалитативна оцена појединих димензија конкурентности. Иста методологија и оцењивање у једнаким (правилним) временским интервалима омогућавају да обе врсте оцена могу бити искоришћене за одређена поређења у датом тренутку (поређење различитих елемената посматрања), или током времена (поред различитих елемената посматрања може се пратити и развој неког појединачног елемента). Ова особина је посебно важна за адекватно праћење (мониторинг) и оцену успешности реализације стања и унапређења конкурентских предности. С развојем оцена конкурентности омогућено је да се види разлика између конкурентности предузећа и конкурентности земље⁵⁰.

Док је на микроекономском нивоу углавном усаглашена методологија, за мерење конкурентности на макро нивоу још увек постоје различити ставови. Ниво

⁴⁹ Конкурентност привреде Србије 2008, (2009), Републички завод за развој, Београд, стр. 4-5

⁵⁰ Мићић, В., (2010), Конкурентност индустрије Србије као претпоставка њеног ефикасног развоја, Докторска дисертација, Економски факултет у Крагујевцу, Крагујевац, стр. 31-32

конкурентности привреда земаља може се сагледати са становишта различитих методологија и показатеља. Раније, док је компаративна анализа трошкова коришћена као основ за сагледавање конкурентности, мерење и поређење је било једноставније. Конкурентност се сводила на способност производње са нижим трошковима. Данас, нова теорија мора да превазиђе компаративну предност како би обухватила конкурентску предност једне земље. Она мора да одражава сложени концепт конкуренције, који укључује сегментирана тржишта, диференциране производе, разлике у технологији и економију обима. Нова теорија мора да оде много даље од трошкова како би објаснила зашто компаније из неких земаља боље од других остварују предност засновану на квалитету, карактеристикама производа и иновацијама. Нова теорија мора да пође од претпоставке да је конкуренција динамична и да се развија⁵¹.

Комплексност појма међународне конкурентности утиче на то да и сам процес мерења и анализе буде веома сложен. Основни проблем представља обухватање све израженијег утицаја неценових фактора међународне конкурентности који су углавном квалитативне природе. За адекватно мерење међународне конкурентности неопходно је имати идеалан индикатор који би морао да задовољи три основна критеријума. Прво, потребно је обухватити све секторе који су изложени међународној конкуренцији тј. представити све производе којима се тргује. Друго, треба укључити сва тржишта на којима се обавља трговина. Треће, базе података за израчунавање овог индикатора морају бити потпуно међународно упоредиве⁵². У пракси, ни један од индикатора не испуњава сва три наведена критеријума тако да се може рећи да сви ти међународни индикатори представљају на неки начин грубу апроксимацију идеалног индикатора. Најзначајнији индикатори међународне конкурентности земаља за Портера су присуство значајног и одрживог извоза у велики број других земаља и/или значајно инвестирање у иностранству засновано на вештинама и средствима створеним у матичној земљи.

На основу свега наведеног, створене су одређене методологије које се користе за мерење, поређење и оцену конкурентности различитих земаља. Циљ оцене конкурентности је упоређивање фактора и структуре раста и развоја земље током времена, као и у односу на друге земаље. Бројна истраживања регресионом и упоредном (кластер анализом) свих индикатора којима се користе поједине методологије, показују да најобухватнију процену конкурентности, стварну економску ситуацију, најбољи напредак по појединим подручјима и корелацију са оствареним нивоом економског развоја, посебно у транзиционим земљама и земљама у развоју, показује Индекс Светског економског форума (*World Economic Forum - WEF*), затим Индекс Европске банке за обнову и развој, затим Индикатори Међународног института за развој менаџмента (*International Institute for Management*

⁵¹ Портер, М., (2008), О конкуренцији, Факултет за економију, финансије и администрацију, Београд, стр. 167

⁵² *Economic Studies*, (1987), No. 9, OECD, Paris, str. 150

Development - IMD), и на крају Индекс лакоће пословања Светске банке (*World Bank - WB*)⁵³.

Неке методологије јасно користе назив конкурентности, док се код других више користе изрази као што су: економске слободе, напредак у транзицији и услови пословања. У начелу, све ове институције баве се истраживањем нивоа конкурентности земаља на основу анализе економског система, међународних односа, улоге државе, институционалних оквира или регулације пословне активности. Суштина рангирања конкурентности националне привреде и њених перформанси у односу на друге земље јесте идентификовање потенцијалних институционалних и тржишних недостатака и слабости економске политике, које би могле да угрозе будући економски раст⁵⁴.

С обзиром да се показатељи конкурентности свих ових институција међусобно разликују, позиције појединих земаља на тим листама неће бити исте. Свим методологијама је заједничко то што на позицију земаља поред „тврдих“ статистичких показатеља (*hard data*), велики утицај имају и анкете (*soft data*).

2.1. Методологија Светског економског форума

Као један од најшире прихваћених показатеља националне конкурентности издваја се оцена Светског економског форума у форми „Извештаја о глобалној конкурентности“. Иако се из године у годину мења број земаља које су обухваћене овим извештајем, чињеница да је обухваћено преко 9/10 светске територије и око 95% светског БДП-а и спољне трговине утиче на релевантност овог показатеља. Полази се од претпоставке да је конкурентност комплексан феномен, на који утиче мноштво фактора. Ти бројни фактори су груписани у **12 стубова конкурентности**, који су организовани у три групе, при чему се укупна конкурентност земље од 2005. године исказује кроз (Нови) индекс глобалне конкурентности (*Global Competitiveness Index - GCI*). Овај индекс обухвата и макроекономске и микроекономске сегменте конкурентности нација при чему се најчешће дефинише као сет институција, политика и фактора који одређују ниво продуктивности земље. Концепт конкурентности се дели на две компоненте: статичку и динамичку. Статичка конкурентност подразумева способност земље да одржи ниво свог дохотка, док динамичка представља један од најзначајнијих фактора за објашњавање потенцијалног раста сваке привреде. Значајно је напоменути да су одреднице конкурентности прилично бројне, комплексне и да су се током времена константно мењале (меркантилисти – тезаурисање блага, Адам Смит – специјализација и подела

⁵³ Ловринчевић, Ж., Микулић, Д., и Рајх, Е., (2008), Успоредба показатеља конкурентности – објективни статистички показатељи и субјективна перцепција конкурентности, Економски институт, Загреб, стр. 604-606

⁵⁴ Мићић, В., (2010), Конкурентност индустрије Србије као претпоставка њеног ефикасног развоја, Докторска дисертација, Економски факултет у Крагујевцу, Крагујевац, стр. 34

рада, неокласичари – утицај инвестиција у физички капитал и инфраструктуру и у последње време – едукација и тренинг, технолошки прогрес, макроекономска стабилност, управљање привредом, владавина закона транспарентност и функционалност инвестиција, софицистираност компанија, услови формирања тражње, величина тржишта...)⁵⁵.

Табела бр. 3. Индикатори (стубови) конкурентности који одређују GCI

ФАКТОРИ	СТУБОВИ	КЉУЧНИ ФАКТОРИ ЗА
Основни фактори	1. Институције 2. Инфраструктура 3. Макроекономска стабилност 4. Здравство и основно образовање	Економије код којих је привредни развој вођен факторима производње
Фактори повећања ефикасности	5. Високо образовање и обука 6. Ефикасност тржишта роба 7. Ефикасност тржишта рада 8. Софицистираност финансијског тржишта 9. Технолошка опремљеност 10. Величина тржишта	Економије код којих је привредни развој вођен ефикасношћу привреде
Фактори иновативности и софицистираности	11. Софицистираност пословних процеса 12. Иновације	Економије код којих је привредни развој вођен иновацијама

Извор: *The Global Competitiveness Report 2010-2011, (2010), World Economic Forum, Switzerland, str. 9*

У прву групу спадају тзв. *Основни фактори* коју чини четири стуба конкурентности: 1) институције, 2) инфраструктура, 3) макроекономска стабилност и 4) здравствено и основно образовање. Друга група су тзв. *Фактори повећања ефикасности* (шест стубова) у коју спадају: 5) високо образовање и обука, 6) ефикасност тржишта добара, 7) ефикасност тржишта рада, 8) софицистираност финансијског тржишта, 9) технолошка опремљеност и 10) величина тржишта. Последњу, трећу групу чине тзв. *Фактори иновативности и софицистираности* који се састоје из два стуба конкурентности: 11) софицистираност пословних процеса и 12) иновације (табела бр. 3).

Немају све групе фактора исти значај за све земље. У зависности од степена развијености, који се у овом случају мери помоћу БДП по становнику, поједини фактори ће у већој, или мањој мери утицати на конкурентност неке привреде (табела бр. 4). У том контексту, за најмање развијене земље од највећег значаја је прва група стубова тј. *Основни фактори* (60%). За средње развијене земље (у које спада и Србија) поред *Основних фактора* (40%), велики значај имају и *Фактори повећања ефикасности* (50%). За најразвијеније земље од највећег значаја су *Фактори повећања ефикасности* (50%) и *Фактори иновативности и софицистираности* (30%).

⁵⁵ Гаговић, Н., (2009), „Конкурентност привреде Србије у условима глобализације“, Тржиште, новац, капитал, октобар – децембар 2009, бр. 4, Привредна комора Србије, Центар за научно истраживачки рад, Београд, стр. 89-90

Табела бр. 4. Важност појединих индикатора конкурентности у односу на фазу развоја земље и ниво БДП по становнику

Ниво развијености земаља	Фаза 1	Транзиција из фазе 1 у фазу 2	Фаза 2	Транзиција из фазе 2 у фазу 3	Фаза 3
	привредни развој вођен факторима производње		привредни развој вођен ефикасношћу привреде		привредни развој вођен иновацијама
Основни фактори	60%		40%		20%
Фактори повећања ефикасности	35%		50%		50%
Фактори иновативности и софицистираности	5%		10%		30%
БДП по становнику (УСД)	до 2000	2000-3000	3000-9000	9000-17000	преко 17000

Извор: *The Global Competitiveness Report 2010-2011, (2010), World Economic Forum, Switzerland, str. 10*

Сваки од стубова конкурентности састоји се од великог броја подиндикатора којих укупно има 111. За њихово рачунање се, у зависности од самог индикатора, користе два извора. За неке од подиндикатора (на пример: стопа инфлације, ниво пореза, буџетски дефицит, употреба компјутера итд.) користе се „*тврди*“ подаци, тј. подаци из међународних компаративних база података (на пример базе ММФ-а, МОР-а итд.), при чему треба нагласити да због доступности података и немогућности њихове тренутне обраде и коришћења, секундарни подаци из Извештаја за текућу годину углавном се односе на податке из претходне године. Друга врста, тзв „*меки*“ подаци се за бројне подиндикаторе добијају на бази стандардизоване анкете која се спроводи у свим земљама које су обухваћене истраживањем. Том приликом анкетира се репрезентативан узорак предузећа, при чему анкета покрива широк спектар питања везаних за услове пословања, правну регулативу, тржишне односе, политичку ситуацију итд (тј. оних области за које је немогуће прибавити податке у виду статистичких извештаја). Може се рећи да у рачунању вредности индекса „*меки*“ подаци (подаци из анкете) учествују са око 60%, док „*тврди*“ (секундарни подаци) учествују са око 40%. Тачно учешће зависи од степена развоја земље, с обзиром на то да пондери појединих група стубова конкурентности зависе од тога у којој фази развоја је земља. Табела бр. 5 представља структуру (Новог) индекса глобалне конкурентности која важи за земље из друге фазе развоја (у коју спада и Србија).

Да би се добио (Нови) индекс глобалне конкурентности, оцена за сваки од подиндикатора (без обзира на начин прикупљања података) се мора нормализовати на скали од 1 до 7. Након тога, нормализоване вредности подиндикатора се пондеришу и сабирају, како би се добиле оцене за сваки од стубова конкурентности. Оцене за сваки од стубова конкурентности се такође пондеришу и сабирају, па се као

коначни резултат добија укупна вредност (Новог) индекса глобалне конкурентности⁵⁶.

Табела бр. 5. Структура Глобалног индекса конкурентности која важи за земље из друге фазе развоја (у коју спада и Србија)

Глобални индекс конкурентности	Пондер групе	Пондер стуба унутар групе	Пондер стуба у укупном индексу
Основни фактори	0,400		
Институције		0,250	0,100
Инфраструктура		0,250	0,100
Макроекономска стабилност		0,250	0,100
Здравство и основно образовање		0,250	0,100
Фактори повећања ефикасности	0,500		
Високо образовање и обука		0,167	0,084
Ефикасност тржишта добара		0,167	0,084
Ефикасност тржишта рада		0,167	0,084
Софицистираност финансијског тржишта		0,167	0,084
Технолошка опремљеност		0,167	0,084
Величина тржишта		0,167	0,084
Фактори иновативности и софицистираности	0,100		
Софицистираност пословних процеса		0,500	0,050
Иновације		0,500	0,050

Извор: *The Global Competitiveness Report 2010-2011*, (2010), *World Economic Forum*, Switzerland, str. 10

Табела бр. 6. Десет најконкурентнијих земаља у 2012. години и њихов пласман у претходне четири године према критеријумима Светског економског форума

земља	2012.	2011.	2010.	2009.	2008.
Швајцарска	1	1	1	1	2
Сингапур	2	2	3	3	5
Финска	3	4	7	6	6
Шведска	4	3	2	4	4
Холандија	5	7	8	10	8
Немачка	6	6	5	7	7
САД	7	5	4	2	1
В. Британија	8	10	12	13	12
Хонг Конг	9	11	11	11	11
Јапан	10	9	6	8	9

Извор: http://www3.weforum.org/docs/CSI/2012-13/GCR_Rankings_2012-13.pdf,

http://www.ambito.com/diario/aw_documentos/archivospdf/2005/id_doc_5549.pdf,

<https://members.weforum.org/pdf/GCR09/GCR20092010fullrankings.pdf>

⁵⁶ Васиљевић, Д., (2009), „Економски раст и међународна конкурентност Србије“, Квартални монитор бр. 17, Београд, стр. 88

Према критеријумима Светског економског форума у последњих пет година као најконкурентнија земља се издвојила Швајцарска и она се од 2009. године налази на првом месту (табела бр. 6). Поред Швајцарске, у поменутом периоду напредак за по три позиције су оствариле и Сингапур (са 5. на 2. позицију), Финска (са 6. на 3. позицију) и Холандија (са 8. на 5. позицију), док је В. Британија напредовала за четири позиције (са 12. на 8.). Истовремено, две земље које су у највећој мери погоршале своју конкурентност су Данска (са 3. позиције у 2008. на 12. позицију у 2012. години) и САД (са 1. позиције у 2008. на 7. позицију у 2012. години).

2.2. Методологија Института за развој менаџмента

Међународни институт за развој менаџмента за потребе мерења конкурентности земаља објављује „Годишњак светске конкурентности“ (*The World Competitiveness Yearbook*). Овај Годишњак представља један од најисцрпнијих годишњих извештаја о конкурентности земаља који се без прекида обављује од 1989. године. Сматра се да, када је реч о светској конкурентности, упоређивања и трендове приказује на објективан начин тако да широм света представља референтну тачку за статистичке податке и мишљења која говоре о конкурентности водећих економија. Годишњак анализира и рангира начин на који земља и предузећа у оквиру ње управљају својим укупним компетенцијама како би постигле растући просперитет. Конкурентност економија се не може посматрати само кроз БДП и продуктивност зато што предузећа морају истовремено да се носе и са проблемима који имају политичку, културну и социјалну димензију. Због тога је неопходно обезбедити окружење које има најефикаснију структуру, институције и политике које подстичу конкурентност предузећа. Из тог разлога, извештај се базира на 4 групе критеријума (табела бр. 7) који обухватају **економске перформансе, ефикасност државне управе, пословну ефикасност и инфраструктуру**. У прилог томе да је овај Извештај један од најисцрпнијих, говори податак да се у оквиру сваке од ове четири групе критеријума налази по 5 подиндикатора који означавају појединачне аспекте анализираних подручја, који су даље растављени на укупно 331 показатељ који треба да укаже на (не)конкурентност неке земље. Иако немају исти број показатеља, сви подиндикатори имају исто учешће у укупном резултату – 5%. Слично као и код Извештаја Светског економског форума, постоје тзв. „тврди“ и „меки“ подаци, с тим што у овом случају, 2/3 података су тзв. „тврди“ (хард), односно статистички подаци прикупљени из интернационалних и националних извора, док 1/3 прикупљених података представља резултат спровођења одређених анкета при чему агрегирање и обједињавање резултата свих 20 подиндикатора показује ранг конкурентности неке земље. У припреми извештаја помаже 54 партнерских института широм света. Као једна од највећих мана би му се могла навести обухватност, зато што се овим извештајем „мери“ конкурентност „само“ 59 земаља.

Табела бр. 7. Критеријуми конкурентности према Међународном институту за развој менаџмента

Економске перформансе (78 критеријума)	Ефикасност државне управе (71 критеријум)	Пословна ефикасност (68 критеријума)	Инфраструктура (114 критеријума)
- домаћа економија - међународна трговина - међународно инвестирање - запосленост - цене	- јавне финансије - фискална политика - институционални оквир - пословно законодавство - социјални оквир	- продуктивност и ефикасност - тржиште рада - финансије - вештина управљања - ставови и вредности	- основна инфраструктура - технолошка инфраструктура - научна инфраструктура - здравство и животна средина - образовање

Извор: WorldCompetitivenessOnline, <https://www.worldcompetitiveness.com/OnLine/App/Index.htm>

У табели бр. 8 приказано је десет најконкурентнијих земаља у 2012. години и њихов пласман током претходне четири године према критеријумима Међународног института за развој менаџмента. На основу приказаних података може се рећи да је једино Тајван значајно поправио резултат (са 23. места у 2009. години на 6. место у 2011. години), док се остале земље (нарочито првих пет-шест) налазе углавном на сличним позицијама. Најконкурентније су Хонг Конг, САД и Сингапур које су се у протеклих пет година смењивале на првом месту.

Табела бр. 8. Десет најконкурентнијих земаља у 2012. години и њихов пласман у претходне четири године према критеријумима Међународног института за развој менаџмента

земља	2012.	2011.	2010.	2009.	2008.
Хонг Конг	1	1	2	2	3
САД	2	1	3	1	1
Швајцарска	3	5	4	4	4
Сингапур	4	3	1	3	2
Шведска	5	4	6	6	9
Канада	6	7	7	8	8
Тајван	7	6	8	23	13
Норвешка	8	13	9	11	11
Немачка	9	10	16	13	16
Катар	10	8	15	14	

Извор: IMD WORLD COMPETITIVENESS YEARBOOK 2012,

http://www.gsd.gov.qa/portal/page/portal/GSDP_AR/media_center_ar/news_listing_ar/manage_missilanous_files_ar/competitiveness%20Overall_ranking_5_years%202008%202012.pdf, cmp. 50-51

Међутим, оно по чему се ове земље разликују су групе критеријума у којима су лидери. Са једне стране се налазе САД које су по питању критеријума који се тичу економских перформанси и инфраструктуре убедљиво најбоље и током свих пет година се налазе на првом месту, док по питању ефикасности државне управе и

пословне ефикасности бележе, за њих, доста лошије резултате (у просеку за ових пет година су били на 20., односно 11. месту). Са друге стране, Хонг Конг и Сингапур се по питању ефикасности државне управе и пословне ефикасности смењују на првом и другом месту, док по питању економских перформанси и инфраструктуре бележе скромније резултате (Хонг Конг је у просеку био на 4., односно 20. месту, а Сингапур на 6. односно 8. месту⁵⁷).

У својим истраживањима, поред рангирања земаља уз помоћ већ поменутих индикатора, Међународни институт за развој менаџмента наводи и десет „златних правила конкурентности“ чијом се применом може утицати на повећање конкурентности предузећа и привреде неке земље⁵⁸:

1. створити стабилно и предвидиво правно окружење;
2. радити на флексибилној и еластичној привредној структури;
3. инвестирати у традиционалну и технолошку инфраструктуру;
4. подстицати приватну штедњу и домаће инвестиције;
5. развијати агресивност на светском тржишту, као и атрактивност за СДИ;
6. осигурати квалитет, брзину и транспарентност владе и администрације;
7. одржавати равнотежу између нивоа плата, продуктивности и пореза;
8. сачувати друштвену структуру тако да се смање разлике у платама и ојача „средња „класа“;
9. значајно инвестирати у образовање и
10. успоставити равнотежу националне и глобалне економије како би се осигурало одрживо стварање богатства, уз одржавање вредносног система друштва.

2.3. Методологија Светске банке

У свом „Извештају о пословању“ (*Doing Business*), Светска банка (*World Bank*) и Међународна финансијска корпорација (*International Finance Corporation*) уз помоћ Индекса лакоће пословања (*Ease of doing business*) мере и анализирају услове пословања (пословног окружења)⁵⁹, тј. истражују прописе који побољшавају пословне активности, као и оне који их погоршавају. Као и код Светског економског форума број земаља варира од године до године (2008. године 178 земаља, а 2012. године 183 земље), при чему је у последњем Извештају и број Индикатора промењен и сада износи 11. Извештај о пословању 2012 је девети у серији годишњих извештаја и у њему су представљени квантитативни индикатори пословних прописа и заштите имовинских права који се могу поредити међу земљама (тренутно од 1. до 183.

⁵⁷ IMD WORLD COMPETITIVENESS YEARBOOK 2012, http://www.gsdp.gov.qa/portal/page/portal/GSDP_AR/media_center_ar/news_listing_ar/manage_missilanous_files_ar/competitiveness%20Overall_ranking_5_years%202008%202012.pdf, стр. 50-51

⁵⁸ World Competitiveness Yearbook 2003, (2003), IMD, Lausanne, Switzerland. стр. 5-12

⁵⁹ Reforming through Difficult Times, Doing business 2009, www.doingbusiness.org

места). Ранг земље се одређује уз помоћ укупног индекса који представља једноставан просек рангова за свих 11 индикатора који су изражени за сваку земљу процентуално.

Према Извештају о пословању 2012, индикатори лакоће пословања су: 1) оснивање предузећа, 2) издавање дозвола, 3) добијање струје, 4) укњижавање имовине, 5) добијање кредита, 6) заштита инвеститора, 7) плаћање пореза, 8) прекогранична трговина, 9) извршавање уговора, 10) решавање неликвидности (у претходним извештајима то је био индикатор – затварање пословања) и 11) запошљавање радника⁶⁰.

Према томе, наведени индикатори, прате степен регулације као што је број процедура за отварање фирме или упис пословног власништва; затим оцењују исход, као што је време или трошак да се присилним путем спроведе уговор, спроведе стечај, или реализује извоз; мере распон законске заштите имовине, заштиту инвеститора од разних видова злоупотребе у складу са уговорним правом; мере флексибилност одредби закона о запошљавању и мере и утицај пореског оптерећења на пословање⁶¹.

Табела бр. 9. Десет најконкурентнијих земаља у 2012. години и њихов пласман у претходне четири године према критеријумима Светске банке

земља	2012.	2011.	2010.	2009.	2008.
Сингапур	1	1	1	1	1
Хонг Конг	2	2	3	4	4
Нови Зеланд	3	3	2	2	2
САД	4	5	4	3	3
Данска	5	6	6	5	5
Норвешка	6	8	10	10	11
В. Британија	7	4	5	6	6
Р. Кореја	8	16	19	23	30
Исланд	9	15	14	11	10
Ирска	10	9	7	7	8

Извор: <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB12-FullReport.pdf>

У табели бр. 9 приказано је десет најконкурентнијих земаља у 2012. години и њихов пласман у претходне четири године према критеријумима Светске банке. Слично као и код претходних показатеља, првих пет, шест земаља је исто током посматраних година. Све време, Сингапур представља најконкурентнију земљу по овим критеријумима, док се на осталим позицијама мењају Хонг Конг, Нови Зеланд, САД и Данска. Земља која је за ово време највише напредовала (од овде наведених

⁶⁰ <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB12-FullReport.pdf>

⁶¹ Мићић, В., (2010), Конкурентност индустрије Србије као претпоставка њеног ефикасног развоја, Докторска дисертација, Економски факултет у Крагујевцу, Крагујевац, стр. 41

земаља) је, свакако Р. Кореја која се 2008. налазила на 30. месту, а 2012. године на 8. месту. Једноставност и лака прилагодљивост различитим економским потребама и наменама чини ову методологију изузетно погодном. Подаци се односе на постигнута решења у текућој, која ће важити у наредној години. Одређени недостатак наведене методологије је чињеница да не покрива нека важна питања због чега се може десити да рангирање појединих земаља буде неочекивано и нереално.

2.4. Индикатори извозне конкурентности

Оцењивање међународне конкурентности могуће је исказати кроз велики број показатеља извозне конкурентности, односно квантитативних, квалитативних и структурних промена извоза. Као најзначајнији показатељи извозне конкурентности издвојили су се: кретање удела националне економије на међународном тржишту, учешће извоза у светском извозу, извоз по становнику, текући салдо платног биланса, кретање девизног курса или цене рада. Из тог разлога у раду ће бити приказан начин израчунавања следећих индикатора:

1. Тржишно учешће, односно удео извоза домаће привреде у светском извозу ($Y_{ид}$) - рачуна се тако што се вредност домаћег извоза стави у однос са вредношћу светског извоза:

$$Y_{ид} = \text{извоз домаће земље} / \text{светски извоз}$$

2. Коефицијент подударности (C_x) - користи се за утврђивање структурне прилагођености извоза једне земље, увозу друге земље. Може имати вредности од 0 до 1. Вредност ближа 1 указује да све робне категорије имају релативно велики значај и за извоз једне, и за увоз друге земље, и супротно, ако је вредност ближа 0⁶²:

$$C_x = \frac{\sum_{i=1}^n X_{ij} M_{ik}}{\sqrt{\sum_{i=1}^n X_{ij}^2 \sum_{i=1}^n M_{ij}^2}}$$

C_x – коефицијент подударности;

X_{ij} - учешће производа i у укупном извозу земље j у земљу k и

M_{ik} - ућешће производа i у укупном увозу земље k .

⁶² Trade Competitiveness Map, International Trade Centre, <http://www.intracen.org/market-analysis/TradeCompetitivenessMap.aspx>

3. Интраиндустријска трговина - робна размена диференцираних производа у оквиру истих робних група, односно супститута производа. Статистички посматрано, интраиндустријска трговина је онај део извоза (увоза) који је поништен увозом (извозом) производа исте статистичке групе производа. Сматра се да ће учешће интраиндустријске трговине у укупној размени бити високо између земаља на приближно истом нивоу економске развијености. Том приликом, индекс који се најчешће користи је тзв. стандардни *Грубел-Лојдов индекс* који може имати вредности од 0 до 1⁶³. Вредност индекса што ближа јединици указује на приближно исту структуру производње и извоза, односно већу комплементарност два тржишта и обрнуто:

$$ПТgl = \frac{\sum_{i=1}^n (X_{ij} + M_{ij}) \sum_{i=1}^n |X_{ij} - M_{ij}|}{\sum (X_{ij} + M_{ij})}$$

ПТgl – стандардни Грубел-Лојдов индекс;

X_{ij} – извоз производа i земље j и

M_{ij} – увоз производа i земље j .

4. Индекс компаративних предности – процентуални однос спољнотрговинског биланса и укупне спољнотрговинске размене. Позитивна вредност индекса указује на компаративне предности и суфицит у робној размени датог сектора, а рачуна се као⁶⁴:

$$RCA = \frac{X_{ij}}{\frac{X_{ik}}{X_{nj}}}$$

X_{ij} - извоз производа i земље j ;

X_{nj} - извоз свих производа земље j ;

X_{ik} - извоз производа i земље k и

X_{nk} - извоз свих производа земље k .

5. Покривеност увоза извозом - може се рачунати на више начина: за укупан увоз, односно извоз, и за појединачан производ, односно групу производа, грану и

⁶³ Trade Competitiveness Map, International Trade Centre, <http://www.intracen.org/market-analysis/TradeCompetitivenessMap.aspx>

⁶⁴ Конкурентност привреде Србије 2008, (2009), Републички завод за развој, Београд, стр. 22

индустрију. Степен укупне покривености увоза извозом (S_p) израчунава се на следећи начин⁶⁵:

$$S_p = \text{вредност укупног извоза} / \text{вредност укупног увоза}$$

Степен укупне покривености увоза извозом већи од 1 (100%), указује на чињеницу да земља у размени са иностранством остварује суфицит, односно позитиван салдо трговинског биланса, и обрнуто, степен укупне покривености увоза извозом мањи од један (100%), указује на чињеницу да земља у размени са иностранством остварује дефицит, тј. негативан салдо трговинског биланса.

6. Извозна специјализација - представља ширину извозног спектра, односно степен специјализације. Индекс који на најбољи начин илуструје ниво специјализације (концентрације) извоза (увоза), је тзв. модификовани *Џини-Хиршманов коефицијент концентрације*⁶⁶:

$$S_j = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n X_{ij} / X_j^2 - 1/n}}{1 - \sqrt{1/n}}$$

S_j - модификовани *Џини-Хиршманов коефицијент концентрације*;

n - број робних група;

X_{ij} - вредност извоза (увоза) групе производа i из земље j ;

X_j - вредност укупног извоза (увоза) земље j .

Вредност коефицијента се креће од 0 до 1. Минимална вредност коефицијента, односно његово приближавање 0 указује на велику дисперзију извоза (увоза), што значи да у земљи постоји низак степен специјализације. Обрнута ситуација, када се коефицијент приближава максималној вредности (1), указује да постоји висок степен специјализације у земљи, при чему би максимална вредност овог коефицијента указивала на чињеницу да се целокупан извоз (увоз) базира на једном производу. Ни једна ни друга екстремна ситуација није добра. С једне стране, превелика специјализација чини земљу осетљивијом на промене на светском тржишту, док са друге стране, превелика дисперзија извоза подразумева да се извоз састоји од великог броја маргиналних производа, што показује извозну неконкурентност посматране земље.

⁶⁵ Конкурентност привреде Србије 2008, (2009), Републички завод за развој, Београд, стр. 23

⁶⁶ Конкурентност привреде Србије 2008, (2009), Републички завод за развој, Београд, стр. 32

3. Фактори конкурентности

Као што се може видети на основу претходно наведених методологија, конкурентност једне привреде зависи од великог броја фактора, с тим што се може закључити да се допринос појединих фактора мењао током времена и да се разликује од земље до земље. На најбољи начин, сложеност и значај фактора конкурентности предузећа, нарочито међународне конкурентности се види кроз показатеље Међународног института за развој менаџмента. Као што је већ напоменуто, Извештај овог института се наводи као један од најисцрпнијих с обзиром да се базира на 4 групе критеријума (*економске перформансе, ефикасност државне управе, пословна ефикасност и инфраструктура*), у оквиру којих се налази по 5 подиндикатора, који су даље растављени на, чак 331 показатељ који треба да земљу рангира према конкурентности, односно да укаже на аспекте њене (не)конкурентности.

Један од начина посматрања фактора конкурентности је сагледавање порекла њиховог формирања. Са тог аспекта, конкурентност се заснива на: 1) страни понуде – обим, асортиман, цена, квалитет, трајност, прилагођавање производне и извозне структуре; 2) страни тражње – привредна кретања у свету, понашање и жеље страних купаца и укупна морфологија страних тржишта и 3) факторима конкурентности у ужем смислу који доводе до спајања или одбијања понуде и тражње – национални стандарди, техничка регулатива и сертификација, спољнотрговинске политике земаља извозница и увозница⁶⁷.

Када се говори о факторима конкурентности, традиционални економисти су се углавном ослањали на екстерне факторе конкурентности у које су убрајали капитал, радну снагу, земљу (клима, природни, рудни и енергетски ресурси) и технологију (наука, инжињеринг, предузетништво, управљање). Капитал се, као фактор производње раније углавном посматрао у реалном, тј. физичком облику (фабрике, машине, путеви), док сада, савременији концепти разликују три облика капитала: физички (технологије, са једне, и капитал у физичком смислу, са друге стране), финансијски (новчана средства, кредитни капитал и сви облици хартија од вредности) и хумани (ниво формалног образовања, стечене радне вештине, компетенције и здравље људи)⁶⁸.

⁶⁷ Хамовић, В., Цвијановић, Д. и Михаиловић, Б., (2007), „Претпоставке и правци укључивања српских предузећа у светске трговинске токове“, Економске теме, 2007/2, Економски факултет Ниш, Ниш, стр. 381-389

⁶⁸ Радоњић, О., (2003), „Технолошка развијеност као важан услов конкурентности на међународном тржишту“, Социологија, 2003/2, Филозофски факултет Београд, Београд, стр. 181-183

Приликом анализе конкурентности, савремени економисти су више окренути тзв. интерним факторима конкурентности у које убрајају квалитативне и структурне факторе, при чему структурна конкурентност обухвата све оне факторе који не одређују директно цене⁶⁹.

Фактори који детерминишу структурну конкурентност обухватају: специјализацију у економији, континуална побољшања производног процеса, ефикасност индустријске организације, стање предузетништва, менаџерске вештине, оснивање и раст нових предузећа, стопу и начин употребе капиталних инвестиција, квалитет дистрибуционе мреже, ниво образовања и стручног усавшавања, активности иновација и истраживања и развоја, софистициране и високе технологије, правну и политичку стабилност, развој физичке, правне, техничко-технолошке и економске инфраструктуре, као и мноштво других фактора који у својој основи чине окружење у коме се одвија функционисање предузећа. Свака промена структурног карактера утицаће и на конкурентност, с обзиром на интеракцијске односе. При том, значајна је повезаност фактора у јединствену целину која резултира у кохерентном развоју⁷⁰.

Може се рећи да су цене дуго биле доминантан фактор конкурентности, међутим од друге половине 20. века у великој мери губе на значају чиме неки други фактори добијају на значају тако да се данас може говорити о две, основне групе фактора конкурентности – ценовним и неценовним.

3.1. Ценовни фактори

Цене представљају израз трошкова утрошених приликом производње неког производа. До Другог светског рата су биле доминантан фактор конкурентности, пре свега због чињенице да су светском трговином доминирали примарни производи. Из тог разлога су таква тржишта добила назив ценовна тржишта (*price markets*). Међутим, након Другог светског рата две значајне промене су у великој мери допринеле структурним променама у светској привреди. Промена производне структуре светске трговине је значајно допринела смањењу релативног значаја цена. У том периоду, индустријски производи су постали доминантни на светском тржишту и масовна индустријска производња је допринела смањивању трошкова производње чиме су цене постајале занемарљив фактор. То је утицало на појаву других фактора конкурентности приликом производње индустријских производа. Друга крупна промена је обухватала промену у структури носилаца међународне трговине. Појава транснационалних компанија је кроз процес транснационализације светске привреде изменила светске трговинске токове. Иако је утицај цена смањен,

⁶⁹ Конкурентност привреде Србије 2003, (2003), Јефферсон институте Београд и НБС, Београд, стр. 150

⁷⁰ Козомара, Ј., (1994), Технолошка конкурентност, Економски факултет Београд, Београд, стр. 51-52

он и даље постоји, само се јавља у неком другом облику. Том приликом економска и политичка моћ транснационалних компанија добија на значају. Такве компаније су у могућности да врше међународну ценовну дискриминацију страних тржишта и да продају своје производе по различитим ценама на различитим тржиштима (*извозне диференциране цене*). Том приликом, ова појава често прерасте у продају по тзв. дампиншким ценама, односно продају по ценама које су ниже од тзв. „*светских цена*“ (референтне цене које се за одређену робу формирају на међународним тржиштима на којима се обавља купопродаје те робе под условом да се том приликом суочавају значајна понуда и тражња). Поред тога, транснационализација светске привреде је утицала и на све већу појаву размене роба између филијала унутар једне транснационалне компаније, при чему се цене одређују неvezано за трошкове производње, већ у циљу максимирања профита на нивоу целе компаније. Овај начин арбитрарног одређивања цена је познат под називом *интрафирмске трансферне цене*⁷¹. Све ово је допринело знатно тежем положају мањих произвођача на светском тржишту, као и њиховој оријентацији ка другим факторима конкурентности.

Може се рећи да је некада било раширено схватање да ће на иностраном тржишту бити конкурентан онај који је и јефтинији. Међутим, претходно наведени фактори су утицали да то више није случај. Чак су и резултати једне студије, која је спроведена у циљу истраживања мишљења извозника из Немачке, Француске и Велике Британије, показали да је цена важна само за једноставне производе и да једино „*примитивци*“ базирају своју продајну политику на цени⁷². У стварности се показало да трошкова, односно ценовна димензија има већу важност и да се на њој базира развој неразвијених и земаља у развоју.

Неценовни чиниоци у великој мери шире расправу везану за конкурентност. Једино што би могло да се идентификује као неконвенционално када су у питању ценовни чиниоци, су специфичне препреке које могу настати приликом прилагођавања девизног курса. Сама промена девизног курса утиче на ценовну конкурентност тако што девалвација (депресијација) националне валуте утиче на смањење јединичних трошкова рада, и самим тим, на повећање ценовне конкурентности, док ревалвација (апресијација) повећава поменуте трошкове, односно смањује ценовну конкурентност. Из тог разлога, када не би било, већ поменутих специфичности које могу настати приликом промена девизног курса и неценовних фактора, ниво конкурентности би се могао сасвим једноставно одредити и трајно одржавати релативно малим променама девизног курса. Ипак, до тога у пракси не долази у потпуности. Том приликом, неопходно је водити рачуна и о упоређивању апсолутних фактора трошкова и цена током времена. У кратком року, конкурентност је под великим утицајем кретања цена, трошкова, плата и девизног

⁷¹ Бјелић, П., (2008), Међународна трговина, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 99-100

⁷² Ракица, Б., (2004), Међународни маркетинг, ЦИД, Београд, стр. 616

курса, без обзира на ниво продуктивности, док се у дугом року конкурентност повећава пре свега, уз помоћ раста продуктивности и ефикасности⁷³.

3.2. Неценовни фактори

Што се неценовних фактора тиче, највећи проблем представља чињеница да их је веома тешко (практично немогуће) све обухватити. У прилог тој тврдњи приказан је следећи списак неценовних фактора конкурентности: ниво технологије са продуктивношћу рада, рокови испоруке, квалитет (са великим бројем димензија), трајност производа, дизајн, амбалажа, развијеност и широка доступност продајне мреже, постпродајно сервисирање, кредитирање купаца и услови плаћања, расположивост и развијеност осигурања, разуђеност и интензитет веза са међународним окружењем, структура тржишта (монополска или конкурентна), развијеност и квалитет инфраструктуре, економска, индустријска и спољнотрговинска политика, пословна репутација предузећа, мрежа пословних односа са спољним партнерима, кодирање производа и њихова међународна сертификација, заступљеност и ефикасност промоције и рекламе на разним тржиштима, перцепција производа и расположивост атрактивних робних марки, па чак и „задовољење ега“⁷⁴.

Према Бјелићу најзначајнији неценовни фактори конкурентности једне националне привреде се могу груписати на следећи начин: 1) иновације; 2) квалитет; 3) технологија; 4) међународна стандардизација и 5) дизајн.

Иновација представља једну од три фазе (другу) иновативног процеса. Преостале две су инвенција (прва) и имитација (трећа). Управо имитација представља вероватно најважнију фазу за групу новоиндустријализованих земаља зато што се њихов убрзани привредни развој базирао на имитацији – преузимању идејних решења, тј. копирању постојећих производа и производних процеса. Тек након тога, достизањем одређеног степена развоја, ове земље би делимично и унапређивале техничка решења уз помоћ тзв. креативне имитације. Наглашавање ове фазе је значајно и због положаја Србије, односно, могућег правца њеног развоја у наредном периоду. Прве две фазе су углавном карактеристичне за развијене земље, при чему је посебно значајна инвенција због тога што она за последицу има стварање новог производа, при чему треба водити рачуна и о комерцијалној употреби и остваривању одређеног профита.

Општи пораст животног стандарда настао због индустријске револуције и појаве све јефтинијих индустријских производа је допринео чињеници да поједине

⁷³ Маџар, Љ., (2005), „На развојној раскрсници“, Конкурентност привреде Србије 2005, Jefferson institute Београд и Економист, Београд, стр. 4-6

⁷⁴ Конкурентност привреде Србије 2003, (2003), Јефферсон институте Београд и НБС, Београд, стр. 65

категорије људи не траже да им производи буду што јефтинији, већ, што квалитетнији. Из тог разлога су поједина међународна тржишта прешла пут од ценовних (*price markets*) ка тржиштима квалитета (*quality markets*) што је утицало да након Другог светског рата **квалитет** постане најзначајнији неценовни фактор конкурентности.

У последњих двадесетак година, поред рада, капитала и природних фактора, **технологија** (поред машина обухваћен је и поступак и начин њихове примене, односно технолошки поступак) се наметнула као четврти значајан фактор конкурентности чиме је постала један од доминантних фактора што је омогућило и земљама које немају обиље природних ресурса да буду лидери у привредном развоју. Технолошке промене се могу јавити кроз различите форме напретка: 1) нове методе производње постојећих производа; 2) нове методе производње уз увођење нових производа; 3) нове методе и технике организације постојеће производње и 4) нове методе којима се утиче на измену карактеристика производа и његову диференцијацију на тржишту.

Стандардизација, као поступак увођења јединствених и трајних решења прописивањем константних карактеристика производа, материјала и операција у одређеном временском периоду, је у исто време представљала шансу и за повећање и за смањење међународних трговинских токова. Производња у складу са међународним стандардима чини да такви производи постају знатно конкурентнији на светском тржишту (кад се уђе на међународно тржиште), уз истовремено (нарочито у неразвијеним земљама), отежавање самог уласка на међународно тржиште (услед проблема да се дође до неопходног нивоа).

Дизајн производа подразумева обликовање замисли изгледа производа и у почетку се само примењивао приликом израде уникатних предмета. Међутим, већ поменута индустријска револуција је допринела могућности да се дизајн развија и у серијској производњи, при чему је он добио назив, индустријски дизајн. С обзиром да промена дизајна поред естетске функције, може имати за последицу и бољу функционалну употребу одређеног производа, не треба да чуди што су многе велике фирме кроз нове дизајне, унапређивале постојеће производе чиме су они постајали функционалнији, а оне конкурентније на светском тржишту⁷⁵.

⁷⁵ Бјелић, П., (2008), Међународна трговина, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 100-105

4. Избор режима девизног курса као фактор конкурентности националних привреда

„Не постоји сигурнији, префињенији начин рушења постојеће основе друштва од девалвирања њене валуте. Тај процес на страни деструкције повезује све скривене силе економских закона и то тако да можда један од милион људи то може да открије“.

(J.M. Keynes, 1920)

Међународна димензија политике девизног курса и њена импликација на глобалну економску стабилност у највећој мери на значају добија током 1930-их година када је серија конкурентских девалвација гурнула свет у економску депресију. Из тог разлога је на конференцији у Бретон Вудсу за надгледање политике девизних курсева централна улога додељена ММФ-у⁷⁶.

На конкурентност предузећа, а самим тим и на конкурентност привреде макроекономска политика утиче на више начина⁷⁷:

- политиком девизног курса тј. његовим одржавањем на одређеном нивоу;
- монетарном политиком уз помоћ камата и контроле ликвидности банака;
- фискалном политиком уз помоћ прихода и расхода, односно дефицита и суфицита;
- спољнотрговинском политиком и политиком конкуренције преко заштите домаће производње и запослености, јачања конкурентности и либерализације капиталних трансакција и
- политиком дохотка уз помоћ административно регулисаних цена и преко издатака за плате.

Утицај девизног курса на привреду неке земље је вишеструк. Највећи утицај у земљама у развоју и земљама у транзицији девизни курс ће имати у следећим областима⁷⁸:

⁷⁶ <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090406.en.html>, [27.05.2013.]

⁷⁷ Бошњак, М., (2005), „Конкурентност и развој као полуге европске перспективе Србије“, Економски анали, бр. 166, Економски факултет у Београду, стр. 134

⁷⁸ Frenkel, R., i Taylor, L., (2006), Real Exchange Rate, monetary policy and employment, United Nations, New York, Desa Working Paper, No 19, str. 1

- алокација ресурса – девизни курс остварује значајне ефекте на алокацију ресурса у одређеном друштву тиме што утиче на ниво цена. Како утиче истовремено на алокацију ресурса и укупну тражњу, релативно низак курс може да допринесе повећању запослености;
- економски развој - релативно низак девизни курс, уз адекватну индустријску и спољнотрговинску политику, утиче на повећање конкурентности, а тиме ствара неопходне услове за повећање продуктивности и економски раст;
- финансије - сам девизни курс значајно утиче на очекивања и понашање финансијског тржишта, што значи да може бити употребљен као механизам за његову контролу и стабилизацију;
- текући биланс - салдо текућег биланса у великој мери зависи од релативне цене иностраних роба и услуга у односу на домаћу, односно, од реалног девизног курса и
- инфлација - девизни курс може да има улогу сидра, тиме што држи цене на релативно ниском нивоу путем апресијације (прецењивања домаће валуте) и њеног одржавања на позицији нижој од реалне.

У великој мери улога и економска дејства девизног курса ће зависити од изабраног режима девизног курса. У том контексту, најчешће помињани појмови су **фиксни и флукутирајући**. Они представљају режиме девизних курсева који у стварности више представљају неке теоријске појмове, две екстремне ситуације између којих се налази одређени број режима девизних курсева који се одликују већом или мањом флексибилношћу. С једне стране, девизни курс представља сувише важну цену у економији (поједини економисти сматрају и најважнију) да би се његово кретање у потпуности препустило слободном деловању тржишта. Са друге стране, одржавање девизног курса на истом нивоу по сваку цену може имати бројне негативне последице по посматрану привреду. Овакви режими са ограниченом флексибилношћу представљају различите начине на које монетарна власт уз помоћ руковођеног флукутирања валуте жели да оствари неке своје економске циљеве. Из тог разлога, према важећој класификацији *Међународног монетарног фонда*, постоји девет различитих режима девизних курсева:

- девизни аранжман повезан са искључењем националног монетарног суверенитета (*exchange arrangements with no separate legal tender*) у који спадају **монетарна унија** (*monetary union*) и **доларизација** (*dollarization*);
- **валутни одбор** (*currency board arrangements-CBA*);
- **остали конвенционални аранжмани фиксних паритета** (*other conventional fixed peg arrangements*);
- **систем прилагодљивих паритета** (*pegged exchange rate within horizontal bands*);
- **пузећи девизни курс** (*crawling peg*);

- *покретни коридор (crawling band)*;
- *руковођено (контролисано) флукутирајући девизни курс (managed float)* и
- *променљиви (флукутирајући) девизни курс (flexible (floating) exchange rate)*.

Према заједничким карактеристикама ових режима, односно према степену њихове флексибилности, они се могу поделити на: фиксне режиме (монетарна унија, доларизација (евроизација), валутни одбор, фиксни девизни курс), умерене (контролисане) режиме (систем прилагодљивих паритета, пузећи девизни курс, покретни коридор) и на флексибилне режиме (руковођено флукутирајући девизни курс и слободно флукутирајући девизни курс). Слободно флукутирајући девизни курсеви би требало да буду одређени на девизном тржишту, искључиво механизмима понуде и тражње за девизама, док руковођено флукутирајући подразумева да су интервенције власти могуће када се процени да је то неопходно, при чему се базично девизни курс одређује тржишним снагама. Док линију раздвајања између фиксних и умерених режима представља институционална обавеза монетарних власти, (не)постојање експлицитне циљне зоне (паритета) раздваја умерене и флексибилне режиме. Приликом избора неког од флексибилних режима власти интервенишу према својој процени, у складу са промењеним околностима и постављеним циљевима економске политике⁷⁹.

Све до распада Бретонвудског монетарног система (седамдесетих година двадесетог века) преовлађујући режим девизног курса је био фиксни. Након тога већина земаља прелази на режим флукутирајућих девизних курсева са одређеним степеном ограничења. Поред тога, иако је одређени број земаља званично (*de jure*) прихватио флукутирајући режим девизних курсева, у стварности (*de facto*), честим интервенцијама на девизном тржишту, на неки начин то је био фиксни режим девизног курса. То знатно отежава вршење различитих економских анализа. Како би донекле помогао, Међународни монетарни фонд је почео да објављује и *de jure* и *de facto* класификацију режима девизних курсева земаља чланица⁸⁰.

4.1. Фиксни или флукутирајући девизни курс

Процес доношења одлуке о избору режима девизног курса је веома сложено питање и треба да укључи анализу предности и недостатака фиксног, односно флексибилног девизног курса (наравно, и свих прелазних режима). Из тог разлога је

⁷⁹ Бекер, Е., (2006), „Девизно-курсни аранжмани – од екстрема до „нормале““, Рапоеconomicus, бр. 1, Савез економиста Војводине, Нови Сад, стр. 32

⁸⁰ Станишић, Н. и Јанковић, Н., (2012), „Величина и отвореност привреде као детерминанте режима девизног курса у транзиционим земљама“, Рад са научног скупа: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Србије у 2012. години, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 214

неопходно да доносиоци одлука анализирају релевантне варијабле које могу утицати на разматране опције.

Најзначајнија предност коју са собом носи одлука да се изабере режим фиксног девизног курса је да девизни курс одређен од стране националне монетарне власти на неки начин постаје номинални циљ који се брани путем адекватне монетарне и фискалне политике. Уколико се макроекономска политика води на прави начин, режим фиксног девизног курса може дати позитивне резултате у виду мале стопе инфлације и знатне стабилности, не само приликом пословања на домаћем него и на иностраном тржишту. Студија коју су 1996. године спровели Ghosh, R. и остали, показује да постоји јака веза између фиксног девизног курса и ниске стопе инфлације (наравно, уколико се политика фиксног девизног курса не спроводи само декларативно), при чему је у земљама у развоју инфлациона разлика између режима фиксног (7%) и флексибилног (17%) девизног курса у просеку износила 10 процентних поена. Земље које су често мењале паритет, а *de facto* имале режим фиксног девизног курса, нису у потпуности постигле антиинфлационо дејство, и код њих је стопа инфлације у просеку износила 13%⁸¹ (што је опет било ниже од земаља са режимом флексибилног девизног курса).

У земљама у окружењу (као и у земљама у развоју), оријентација ка стабилном девизном курсу може настати као последица опредељења ка европској интеграцији (или некој другој интеграцији код осталих земаља у развоју), антиинфлационе економске политике и посебних политичких разлога⁸². Истовремено, две најзначајније опасности које се јављају при оваквом начину утврђивања девизног курса су: погрешно вођење макроекономске политике и недовољан степен контроле спољних токова капитала. Уз наведене опасности, као главни недостатак се издваја чињеница да се на овај начин може изазвати несклад између стабилног номиналног девизног курса и разлика између стопе инфлације у посматраној земљи и земљи референтне валуте, при чему, у случају спекулативног удара, у крајњој линији може доћи да пуцања режима девизног курса и настанка валутне кризе.

Са друге стране, иако политика флексибилног девизног курса садржи и генерише инфлациони притисак, истовремено омогућава земљи да смањи варијабилитет у производњи који би у режиму фиксног девизног курса настао као последица шокова у односима размене. Режим флексибилног девизног курса подразумева да девизни курс као и било која друга цена (у овом случају цена иностране валуте) треба да буде одређен путем адекватних тржишних механизма. Тада би девизни курс био само индикатор макроекономске политике која се води (не би представљао циљ као што је био случај у режиму фиксних девизних курсева), чиме би она својим мерама могла да утиче на формирање (промену) девизног курса.

⁸¹ Грубишић, З., (2005), „Систем и политика девизног курса данас у свету“, Економски анали, бр. 165, Економски факултет у Београду, стр. 58

⁸² Маринковић, С., (2006), „Избор девизног режима: Резултати и ограничења“, Економски анали, бр. 168, Економски факултет у Београду, стр. 74

Овакав концепт подразумева да би девизном тржишту требало, уколико је оно перфектно, односно савршено економски ефикасно, у потпуности препустити главну улогу у формирању девизног курса при чему би носиоци економске политике земље били задужени за креирање таквог тржишног амбијента у којем ће ти тржишни критеријуми доћи до изражаја. Наравно, то са собом носи одређене последице (било да су оне добре или лоше), тако да многи економски стручњаци сумњају у „савршеност“ девизног тржишта и нису спремни да одлуку о формирању девизног курса препусте искључиво тржишном механизму (што је с једне стране довело до формирања већег броја умерено контролисаних режима, док је са друге стране допринело стварању *de jure* и *de facto* режима девизних курсева земаља). Поред тога, оваквом режиму се „замера“ то што често осцилира због неких небитних ствари чиме доприноси одређеној нестабилности и неизвесности, па чак и доводи валуту у стање прецењености или потцењености (управо супротна ситуација – одржавање девизног курса на реалном нивоу, треба да буде једна од главних предности оваквог режима).

Важност одлуке о томе који режим примењивати проистиче из емпиријски доказаног утицаја примењиваног режима на економске перформансе привреде. Једино што се на основу вишедеценијских економских истраживања може са сигурношћу закључити је да *нема једног режима који одговара свим земљама, као и да нема режима који би некој земљи одговарао у неограничено дугом временском периоду*. Може се констатовати да „оптимални“ режим девизног курса зависи од великог броја детерминанти које карактеришу одређену привреду у одређеном временском периоду, односно од индивидуалних економских карактеристика земље као што су: величина тржишта, структурне карактеристике привреде, степен доларизације (евроизације) економије, ниво девизних резерви, мобилност капитала, флексибилност радне снаге, трансмисиони механизми, кретање стопе инфлације, степен трговинске интеграције... Спецификација тих детерминанти је тежак задатак сам по себи, а листа се допуњавала у складу са развојем економске теорије⁸³.

Наведене економске карактеристике земаља су тесно повезане са економским циљевима који се желе постићи. Постизању монетарне стабилности и брзој економској интеграцији више одговара фиксни девизни курс, док би му главни недостатак био, у случају опстајања инфлације – *смањење извозне конкурентности*. Истовремено, флукутирајући девизни курс по дефиницији обезбеђује равнотежу платног биланса, бележи боље резултате по питању привредног раста и економске флексибилности, али су му слабије *инфлационе перформансе*. Генерално гледано, на основу сагледавања и предности и недостатака које са собом носе изабрани режими девизних курсева, може се закључити да у случају изложености економије

⁸³ Станишић, Н. и Јанковић, Н., (2012), „*Величина и отвореност привреде као детерминанте режима девизног курса у транзиционим земљама*“, Рад са научног скупа: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Србије у 2012. години, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 215-216

различитим екстерним шоковима, релативно боље решење ће представљати флукутирајући девизни курс, док се приликом решавања унутрашњих поремећаја (борба против инфлације) предност даје фиксном режиму девизног курса⁸⁴.

Од избора режима девизног курса ће у одређеној мери зависити трошкови одржавања екстерне ликвидности државе, како у погледу обима, тако и структуре девизних резерви. Да би се девизни курс одржао на пројектованом (жељеном) нивоу неопходно је имати адекватан ниво девизних резерви који није исти за све режиме девизних курсева. С обзиром да виши ниво девизних резерви од потребног ствара додатне трошкове (трошкови финансирања девизних резерви су по правилу виши од прихода који се може остварити пласманом тих средстава), због економских последица које са собом носи, изузетно је важно утврдити који је то прави ниво. Према теорији, ригиднији режими девизних курсева захтевају већи износ девизних резерви. У том контексту, класичан фиксни режим подразумева да су неопходне девизне резерве у износу довољном да обезбеде поштовање правила конвертибилности, а за традиционални валутни одбор девизне резерве морају бити најмање у нивоу примарног новца (што свакако не гарантује потпуну заштиту од монетарно-валутних поремећаја). Истовремено, за флексибилне режими девизних курсева је потребан мањи износ девизних резерви и монетарне власти имају много више утицаја на управљање овим позицијама. Међутим, не утиче само избор режима девизног курса на ниво девизних резерви тако да ће се он разликовати и у зависности од степена отворености рачуна капитала. У земљама које имају затворен рачун капитала (преовладавају реалне трансакције), препоручује се одржавање девизних резерви у нивоу троструке вредности просечног месечног увоза роба. У земљама које имају отворен рачун капитала (или су у великој мери задужене у иностранству), оптимални ниво девизних резерви би морао да превазилази отплату страног дуга (и главницу и камату) у наредних годину дана (*мзв. Guidotti-jevo правило*)⁸⁵.

4.2. Детерминанте избора режима девизних курсева

Почетни допринос проблематици избора режима девизног курса дао је Роберт Мандел (*Robert Mundell*) 1961. године, у свом пионирском раду о тзв. „*оптималном валутном подручју*“, у којем се изложеност привреде екстерним шоковима, као и ефикасност механизма којима би се на њихову појаву могло одговорити придаје кључни значај при избору одговарајућег режима девизног курса. Следећи Манделову логику, МекКинон (*McKinnon*) 1963. године специфицира две детерминанте избора режима девизног курса: величину и отвореност привреде. Малим и отвореним економијама више одговара фиксни девизни курс, а великим и релативно затвореним, флексибилни девизни курс. Склоност фиксном девизном курсу се

⁸⁴ Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, стр. 54

⁸⁵ Маринковић, С., (2006), „*Избор девизног режима: Резултати и ограничења*“, Економски анали, бр. 168, Економски факултет у Београду, стр. 76-77

појачава уколико је спољна трговина земље концентрисана на једно валутно подручје (земљу или групу земаља које примењују исту валуту).

Питер Кенен (*Peter Kenen*) 1969. године даје свој допринос теорији оптималног валутног подручја указујући на значај још једне детерминанте – диверсификованост привредне структуре. Наиме, производна концентрација чини земљу подложнијом честим променама девизног курса услед веће изложености оваквих земаља променама цене одређеног производа на светском тржишту, те су земље са високом концентрацијом привредне структуре склоније примени флексибилног девизног курса, док се земље са диверсификованом структуром привреде лакше одлучују за фиксни девизни курс.

Даљи допринос теорији режима девизног курса дају средином 1980-их Баро и Гордон (*Barro i Gordon*), развијајући идеју да се фиксним девизним курсом или доларизацијом (преузимањем иностране валуте и њеним признавањем за законито средство плаћања) лош кредибилитет домаће монетарне политике може заменити „увезеним“ кредибилитетом централне банке за коју се домаћа валута везује, или чија се валута преузима. Иначе, оваква аргументација се често у литератури везује за приступање Италије и Француске Економској и монетарној унији (ЕМУ), а свакако је примењива и у случају великог броја европских земаља у транзицији. Фиксни девизни курс служи као номинално „сидро“ за домаћи ниво цена, те доприноси окончању периода високих инфлација⁸⁶. Девизни курс као номинално сидро се може користити у два случаја: због адекватних макроекономских индикатора (екстерних и структурних) и као транзиторни монетарни режим у циљу постизања макроекономске стабилности. У првом случају, пожељно је таргетирати девизни курс уколико је: земља мала и отворена, присутна је снажна трансмисија курса на цене, постоји велика неформална финансијска доларизација (евроизација), подложна је монетарним шокovima, има изражену трговинску концентрацију и синхронизованост пословног циклуса (симетрична подложност шокovima) са земљом (земљама) сидра као трговинским партнером (партнерима). У другом случају се постизање макроекономске стабилности намеће као основни циљ.

Проблем настаје када трошкови примењене политике постану дугорочно неодрживи тако да постаје неопходно у правом тренутку применити адекватну излазну стратегију из већ поменуте политике девизног курса ка флексибилнијим режимима (наравно, уз усвајање нових приоритета у вођењу монетарне политике)⁸⁷.

⁸⁶ Станишић, Н. и Јанковић, Н., (2012), „Величина и отвореност привреде као детерминанте режима девизног курса у транзиционим земљама“, Рад са научног скупа: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Србије у 2012. години, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 216-217

⁸⁷ Бекер Пуцар, Е., (2010), Управљано флукутирање девизног курса у режиму инфлационог таргетирања у транзиционим економијама са освртом на Србију, Докторска дисертација, Економски факултет у Суботици, Суботица, стр. 70-71

У табели бр. 10 су веома добро систематизовани фактори који чине девизни курс као номинално сидро прихватљивим режимом на дужи рок.

Деведесетих година XX века, валутне кризе у Мексику, Југоисточној Азији, Русији, Бразилу и Аргентини доносе ново поглавље у теорији девизног курса, повезујући избор режима девизног курса са степеном међународне мобилности капитала. Закључује се да би привреде изложене значајним приливима и одливима капитала требало да избегавају „нестабилне“ режиме, те да избор сведу на само два „одржива“ режима: изразито везивање за јаку страну валуту (доларизација или валутни одбор) или слободно флукутирајући курс. Остали режими, засновани на фиксирању девизног курса подложни су шпекулативним нападима који могу бити узроковани дивергенцијом макроекономских перформанси земље од перформанси земље за чију је валуту „везана“ домаћа валута, али могу бити и психолошке природе.

Табела бр. 10. Фактори ЗА и ПРОТИВ режима девизног курса као номиналног сидра

ЗА	ПРОТИВ
Релативно мале и отворене економије	Релативно велике и затворене економије
Снажна трансмисија девизног курса на цене	Релативно слаба трансмисија девизног курса на цене
Изражена неформална финансијска доларизација/евроизација	Не постоји неформална финансијска доларизација/евроизација
Географска концентрација спољнотрговинских активности са земљом (земљама) сидра	Географска дисперзија спољнотрговинских активности
Диверсификација извозне понуде	Концентрација извозне понуде
Синхронизованост пословног циклуса са земљом (земљама) сидра тј. подложност симетричним шоковима	Несинхронизованост пословног циклуса са евентуалном(им) земљом (земљама) сидра тј. подложност асиметричним шоковима
Релативно висок ниво девизних резерви за одбрану паритета	Није неопходан висок ниво девизних резерви
Изразита подложност монетарним (номиналним) шоковима, (хипер)инфлаторна прошлост и снажна инфлаторна очекивања	Подложност екстерним шоковима (монетарним и реалним), као и домаћим реалним шоковима

Извор: Бекер Пуџар, Е., (2010), Управљано флукутирање девизног курса у режиму инфлационог таргетирања у транзиционим економијама са освртом на Србију, Докторска дисертација, Економски факултет у Суботици, Суботица, стр. 72

У новије време приметна је још једна „грана“ у теорији избора режима девизног курса, а везује се за утицај интересних група у процесу прихватања одређеног режима. При одабиру режима девизног курса који ће следити креатори, економске политике морају водити рачуна о интересима оних група од којих зависи њихов политички опстанак. У том смислу се економски агенти могу поделити на заговорнике стабилног (фиксног) и заговорнике променљивог (флексибилног) девизног курса. Непроменљиви девизни курс отклања девизни ризик у међународним трансакцијама, те фиксни девизни курс одговара онима који су укључени у међународне финансијске токове, било путем инвестирања или позајмљивања. Са друге стране, заговорници флексибилног девизног курса су

произвођачи добара којима се тргује са иностранством (*tradeable goods*, међународна добра, разменљива роба), јер депресијација домаће валуте доводи до повећања њихове ценовне конкурентности на тржишту. *Ово је посебно важно за земље, какве су и транзиционе, у којима је инфлација на релативно високом нивоу у односу на развијене земље, те би одржавање фиксног девизног курса доводило до сталне реалне апресијације домаће валуте и тиме угрожавало конкурентност домаће привреде.* Коначан избор режима девизног курса може бити резултат преваге одређених интересних група⁸⁸.

Детерминанте режима девизног курса се могу поделити и на следећи начин: макроекономске варијабле, варијабле које се тичу мобилности капитала и варијабле оптималног валутног подручја⁸⁹. Макроекономија представља једну општу слику која приказује укупне карактеристике једне економије. Политике које воде владе земаља имају велики утицај на економију као целину. Компатибилност фискалне, монетарне и политике девизног курса, и њихова повезаност у један институционални оквир, је кључна за успех или неуспех макроекономске политике неке земље. Начин вођења макроекономске политике шаље сигнал инвеститорима широм света о будућим карактеристикама посматране економије и тај сигнал утиче на жељу инвеститора да пласира свој новац у ту земљу, чиме утиче на тражњу за домаћом валутом. На данашњим глобализованим финансијским тржиштима промене у тражњи за неком валутом доводе до флукуације њеног девизног курса. Према Брансону фактори који објашњавају кретање номиналних девизних курсева су новац (монетарни услови – пре свега разлике у каматама), биланс текућег рачуна и релативне цене.

Већ поменута дешавања у скоријем периоду (валутне кризе у Југоисточној Азији и Јужној Америци) су свакако допринела томе да кретање капитала има већи утицај на избор режима девизног курса. Комбинација фиксног режима девизног курса и високе мобилности капитала може довести до изложености привреде разним спекулативним нападима. Једноставно, земље треба да избегавају нестабилне комбинације мобилности капитала и степена фиксираности (непромењивости) курса. Конзистентност макроекономске политике и адекватан ниво девизних резерви (за „одбрану“ фиксног девизног курса) смањују могућност спекулативних напада.

Оптимална валутна подручја су групе региона са блиско повезаним економијама путем трговине робом и услугама и мобилности фактора производње. Фиксни режим девизног курса ће на најбољи начин одговарати економским интересима сваке земље чланице уколико је степен производње и трговине између

⁸⁸ Станишић, Н. и Јанковић, Н., (2012), „Величина и отвореност привреде као детерминанте режима девизног курса у транзиционим земљама“, Рад са научног скупа: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Србије у 2012. години, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 217-218

⁸⁹ Sozovska, A. (2004), Exchange Rate Regimes in Transition Economies, USAID Fiscal Reform Project, стр. 8-10

укључених земаља довољно висок. Према традиционалној теорији оптималног валутног подручја, земљама ће више одговарати заједничка валута уколико испуњавају следеће критеријуме: оне су мале земље, отворене су за трговину између себе, њихове унутрашње цене и плате су флексибилне, њихови фактори производње су мобилни (и на унутрашњем и на међународном тржишту), њихова извозна структура је диверсификована тако да шокови везани за специфичне секторе имају смањене макроекономске последице, постоји усаглашеност пословних циклуса и реагују слично на спољне шокове⁹⁰.

Међутим, говорећи о механизмима прилагођавања приликом уласка у оптимално валутно подручје, оно што проистиче из теорије, често доноси са собом и озбиљне социјалне „жртве“ у стварном животу. Уместо да се дешава у кратком временском периоду, механизам прилагођавања се често покаже као дуготрајан процес приликом кога долази до привредног раста који је испод оптималног. Поред тога, доношење одлуке која подразумева усаглашеност између раста и монетарне стабилности није исто у свим земљама и мења се током времена, доприносећи сложенијим друштвеним интеракцијама и одређеним неусаглашеностима у креирању економских политика. Таква ситуација нарушава приврженост следбеника да следе лидера, као и посвећеност лидера да води у правом смеру⁹¹.

Levy Yeyati и група аутора (2002) класификују детерминанте режима девизног курса у неколико кључних група: теорија оптималног валутног подручја, реални и номинални шокови, девизни курс као номинално „сидро“, принцип „немогућег тројства“ („*impossible trinity*“) и проблем „неслагања валута“ („*currency mismatching*“). Наведена листа детерминанти се може анализирати из две перспективе: традиционалне и савремене. Традиционални приступ укључује поглед који је био присутан дужи низ година приликом анализа везаних за избор режима девизног курса. Овај приступ укључује теорију оптималног валутног подручја и номиналне и реалне шокове. Савремени приступ подразумева већ поменути варијанту када се девизни курс користи као номинално „сидро“, принцип „немогућег тројства“ и проблем „неслагања валута“.

На основу Мандал-Флеминговог модела који је развијен још 60-тих година прошлог века дошло се до закључка да се приликом избора режима девизног курса јавља принцип „немогућег тројства“ који подразумева да је немогуће истовремено остварити сва три циља: слободу кретања капитала (потпуну финансијску интеграцију), монетарну независност и стабилност девизног курса. Носиоци економске политике морају бити свесни да ће приликом избора одређеног режима девизног курса, или потпуном контролом капитала, бити у стању да остваре два од

⁹⁰ Dean, J. (2003), Exchange Rate Regimes in Central and Eastern European Transition Economies, Incomplete Draft, стр. 12-13

⁹¹ Маринковић, С. и Шаботић, З., (2012), „Оптимално валутно подручје – поуке из недавних догађаја“, Facta universitatis - series: Economics and Organization, вол. 9, бр. 4, Универзитет у Нишу, Ниш, стр. 464

три претходно поменута циља. Режимом фиксног девизног курса се жели, пре свега остварити његова стабилност. Управо се стабилност девизног курса истиче као циљ који је битнији за земље у развоју (транзиционе земље) него за развијене земље. Стабилност девизног курса је могуће остварити и уз помоћ аутономије домаће монетарне политике (без слабљења сопствене централне банке), али у том случају је неопходно да земља спроводи контролу кретања капитала (Кина данас), или уз помоћ слободних токова капитала, али само отклањањем икакве могућности за прилагођавање каматне стопе како би се борила против високе инфлације или рецесије (одрицање аутономије домаће монетарне политике - Аргентина данас или већи део Европе). Уколико се земља одлучи да жели имати аутономију у вођењу монетарне политике и слободно кретање капитала то ће довести до немогућности одржавања стабилности девизног курса и препуштања националне валуте флукутирању⁹² (Велика Британија или Канада).

Проблем „*неслагања валута*“ се јавља када се ефекти равнотеже платног биланса и неформалне финансијске доларизације (евроизације) користе као аргументи који иду у прилог стабилности девизног курса и избору фиксног режима. Наиме, овај проблем је настајао пре свега у транзиционим земљама које су на почетку тог процеса било због (хипер)инфлаторне прошлости, или неуспелих претходних антиинфлационих стабилизационих програма и недовољног кредибилитета монетарних власти, имале веома мало поверења у националну валуту. Незванична доларизација (евроизација) је подразумевала да нека друга валута (пре свега долар или евро, раније немачка марка) преузима функцију чувара вредности, чак и средства плаћања, што је доводило до неслагања активних (примања и имовина) и пасивних позиција (дугови, обавезе), односно до тога да је већи део приватних и јавних обавеза исказан у иностраној валути, док су потраживања деноминована у домаћој валути. Значајна депресијација валуте може имати негативне последице на свим нивоима (угрожавање солвентности националне економије, функционисања појединих предузећа и животног стандарда грађана) тако да у оваквим случајевима постоји велики притисак да се фиксира вредност националне валуте, односно присутан је „*страх од флукутирања*“ („*fear of floating*“).

Нови аспект посматрања избора детерминанти режима девизног курса може се идентификовати кроз разликовање екстерних и интерних (структурних) макроекономских карактеристика. Екстерни фактори укључују трговинску интеграцију, изложеност шоковима, типове шокова и политичку интеграцију. Интерни фактори укључују ниво инфлације, ниво девизних резерви, мобилност капитала и радне снаге и производну и извозну диверсификованост⁹³.

⁹² Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, стр. 160-161

⁹³ Бекер, Е. (2006), Exchange Rate Regime Choice, *Panoeconomicus*, vol. 3, Савез економиста Војводине, стр. 313-314

Према Ћировићу⁹⁴, најзначајније детерминанте избора режима девизног курса су: величина земље и стопа извоза/увоза према друштвеном производу, степен укључености земаља у међународне токове капитала, развијеност финансијског тржишта, стопа инфлације и процена о томе који су доминантни узроци поремећаја који доводе до неравнотеже платних биланса и/или дестабилизације девизних курсева (табела бр. 11).

Табела бр. 11. Консидерације код избора режима девизних курсева

Карактеристике економије	Импликације за избор режима девизних курсева
Величина економије	Што је економија већа, предност има режим флексибилних курсева
Отвореност економије према страном капиталу	Ако земља има контролу страног капитала, повољнији фиксни курсеве, ако нема такву контролу, повољнији флексибилни курсеве
Домаће финансијско тржиште	Ако је више развијено, погоднији флексибилни девизни курсеве и обратно
Страни номинални шокови	Уколико су снажнији страни номинални шокови, погоднији су флексибилни курсеве
Домаћи номинални шокови	Уколико су доминантни домаћи номинални шокови, погоднији фиксни курсеве
Реални шокови	Уколико су јаки реални шокови, домаћег или страног порекла, који погађају домаћу економију, погоднији су флексибилни курсеве
Кређибилитет носилаца економске политике	Уколико је нижи антиинфлациони кређибилитет носилаца економске политике, утолико је погоднији фиксни курс као номинално сидро

Извор: Ћировић, М., (2000), Девизни курсеве, Bridge Company, Београд, стр. 62

Земље са великим економским потенцијалом, које имају знатно ниже стопе извоза/увоза према БДП него мале земље, преферирају флексибилне девизне курсеве зато што у тим случајевима негативне карактеристике флексибилних девизних курсева долазе у мањој мери до изражаја и имају релативно мање ефекте на кретање домаћих цена него што је то случај код мањих земаља.

Међународни токови капитала постају све значајнији фактор приликом формирања платних биланса и девизних курсева. У контексту већ поменутих режима девизних курсева (фиксног и флексибилног) постоје две опције: земља задржава контролу над међународним токовима капитала и земља пристаје на дерегулацију у међународном токовима капитала. У првом случају је адекватније решење режим фиксних девизних курсева, док је у другом случају то режим флексибилних девизних курсева.

⁹⁴ Ћировић, М. (2000), Девизни курсеве, Bridge Company, Београд, стр. 60-62

Купопродаја валутних ризика између заинтересованих страна је уско повезана са степеном развијености финансијског тржишта. При чему се у развијенију финансијску структуру боље уклапа режим флексибилних девизних курсева.

Земље са нижим стопама инфлације у односу на светски просек се пре одлучују за флексибилне девизне курсеве него земље са вишим стопама инфлације. С друге стране, у случајевима високе инфлације, када приоритет макроекономске политике постаје да се инфлација обори, као боље решење се намеће фиксни девизни курс.

Режим фиксних девизних курсева се показао као боље решење и у случајевима када су главни узроци поремећаја платних биланса и девизних курсева на страни домаћих номиналних шокова. Истовремено, флексибилни девизни курсеве су погоднији у случају да су у првом плану страни номинални шокови или реални шокови (било да су домаћег или страног порекла).

Занимљиво је напоменути да неки аутори као важну детерминанту режима девизног курса наводе и степен демократичности друштва⁹⁵. У развијеним демократским друштвима, политичари су склонили флексибилним режимима девизног курса, јер им они омогућавају виши степен аутономије монетарне политике. Ова аутономија је пожељна увек када је потребно задовољити широк степен интереса различитих група. Постојање притисака, са друге стране, може резултирати и намерним избором фиксног режима, чиме би се монетарна политика искључила са политичке арене. Ово је чест случај у „новим демократијама“ у какве спадају и европске транзиционе земље, те се демократизација њиховог друштва у раним фазама може повезати са избором фиксног девизног курса.

Највећи проблем код навођења ових детерминанти је што се, ни у једном случају не може рећи да је листа коначна. Други проблем је што се често дешава да би по једном критеријуму требало користити фиксни, док истовремено, неки други критеријум налаже употребу флексибилног девизног курса. У том случају, економска власт треба да одреди који од критеријума има већу специфичну тежину не само у датом тренутку, већ и у наредном периоду. Свакако да се временом приоритети могу мењати што може довести до промене режима девизног курса у посматраној земљи.

4.3. Девизни курс и извозна конкурентност

Избор режима девизног курса свакако у одређеној мери може утицати на конкурентност неке привреде. Бројним истраживањима је потврђена чињеница да режим фиксног девизног курса представља боље решење приликом превазилажења

⁹⁵ Friedman, J., Leblang, D. i Valev N. (2008), The Political Economy of Exchange Rate Regimes in Transition Economies, IMF working paper

унутрашњих проблема, односно у борби против инфлације. Иако се режим фиксног девизног курса поистовећује са његовом стабилношћу, у пракси то не мора да буде случај (опет разлика између *de jure* и *de facto* класификације, само овог пута земља званично примењује режим фиксног девизног курса, док у стварности, због одређених недоследности у спровођењу макроекономске политике, често врши његове промене – присутан је „страх од фиксирања“ (*fear of pegging*)). Стабилност девизног курса ће бити последица вођења адекватне комплетне макроекономске политике, а не само избора режима девизног курса.

Иако режим фиксног девизног курса игра битну улогу у обуздавању инфлације, проблем настаје у случају опстајања инфлације. Бројна емпиријска истраживања су потврдила да фиксни номинални курс може дати само краткорочне позитивне резултате. *Након тога, услед реалне апresiasiције може доћи до избијања њених негативних ефеката у виду дефицита платног биланса и прекомерног задуживања земље. У том случају, уз већу стопу инфлације у земљи него и иностранству (најбитнији су најзначајнији трговински партнери) фиксни девизни курс ће постати нереалан, при чему иностранна валута постаје потцењена, а домаћа прецењена, што, на неки начин, анулира све покушаје предузећа да остану конкурентна у извозу и на домаћем тржишту⁹⁶ односно, доводи до губитка извозне конкурентности.* Уколико је девизни курс био на одређеном равнотежном нивоу (омогућавао паритет куповне моћи), већа стопа инфлације у земљи мења тај однос, тако да домаћа валута постаје прецењена, куповна моћ је већа у иностранству што доводи до повећања увоза, смањења извоза, дефицита у трговинском делу платног биланса и низа других проблема. Из тог разлога су и настали умерени (контролисани) режими девизних курсева, како би на што бољи начин омогућили остваривање конфликтних циљева – борбу са инфлационим очекивањима с једне, и очување извозне конкурентности са друге стране. Другим речима, може се рећи да је примена режима покретних паритета на неки начин, признање да земља није била у стању да уз режим фиксног девизног курса одржи своју извозну конкурентност. Најзначајнија карактеристика овог режима је да национална валута депресира по стопи која је приближно једнака разлици у стопама инфлације између посматране земље и њених најзначајнијих трговинских партнера. *На тај начин, уз повећање номиналног девизног курса, реални девизни курс остаје константан⁹⁷.*

Заједнички негативан ефекат прецењености и потцењености домаће валуте, огледа се у томе што се шаљу погрешне информације инвеститорима о областима у које треба улагати. Уколико је домаћа валута прецењена, производња која је ослоњена на увозне сировине деловаће рентабилнија него што стварно јесте.

⁹⁶ Ковач, О., (2006), „Конкурентност и политика девизног курса у Србији“, Мегатренд ревија, 3(1), Београд, стр. 15

⁹⁷ Јанковић, Н. (2013), „Проблеми конкурентности српског извоза“, Тематски зборник радова: Финансије и рачуноводство у функцији привредног раста, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 84-85

Обрнуто, уколико је домаћа валута потцењена, због нереалног поскупљења увоза, инвеститори добијају сигнале да треба инвестирати у оне секторе који могу бити рентабилни само у случају одржавања нереално високог девизног курса⁹⁸.

Задржавање номиналног девизног курса на истом нивоу доводи до ап्रेसијације реалног девизног курса чиме ће, као што је већ поменуто, доћи до раста дефицита текућег рачуна због погоршане конкурентности. Решење овог проблема ће зависити од фактора који су довели до тога и они могу бити фундаментални и субјективни. У том контексту, уколико је девизни курс као номинално сидро био део антиинфлационе стратегије, при чему су доминирали фундаментални фактори, земља ће прелазак на флукутирајући режим извршити ап्रेसијацијом номиналног девизног курса. Са друге стране, уколико је ап्रेसијација реалног девизног курса последица деловања субјективних фактора (недисциплинована и некредибилна економска власт), земља ће излазну стратегију из политике девизног курса као номиналног сидра спровести деп्रेसијацијом номиналног девизног курса⁹⁹.

Савремени услови који подразумевају уклањање капиталних баријера и висок степен интеграције финансијских тржишта су утицали да земља има мањи број опција приликом избора режима девизног курса. Капитална либерализација је допринела томе да умерени режими постану склони валутним кризама тако да већ поменути принцип „немогућег тројства“ у последње време бива модификован и трилема отворене економије се све чешће своди на избор између два циља: стабилности девизног курса, који подразумева чврсту контролу (фиксни девизни курс), или монетарне независности што подразумева „слободно“ пливање валуте (флексибилни девизни курс). Ово „сужавање“ избора режима девизног курса услед растуће глобализације светске економије се назива **биполарно гледиште или решење два угла**. Један угао подразумева избор једног од режима чврстих паритета (валутни одбор, доларизација или монетарна унија (заједничка наднационална валута)), док други угао подразумева избор између режима руковођеног и слободног флукутирања. Међутим, и овде постоје одређене разлике у зависности од групе земаља којој посматрана земља припада. За развијене тржишне привреде и земље које се налазе на убрзаном путу интеграције у међународно финансијско тржиште, пливајући режими девизних курсева су показали супериорније резултате, док код земаља у развоју које су слабо изложене међународним капиталним кретањима, релативно ригидни режими девизних курсева појачавају кредибилитет монетарне политике, помажу у постизању ниске стопе инфлације уз релативно подношљиве трошкове (у виду изгубљеног раста, већих осцилација у привредном расту или већих валутних криза). Може се рећи да ригиднији режими девизних курсева овим

⁹⁸ Миленковић, Н., (2012), „Девизни курс као инструмент економске политике – Искуства земаља Источне Азије“, Економски хоризонти 14(3), Економски факултет у Крагујевцу, стр. 141

⁹⁹ Бекер Пуцар, Е., (2010), Управљано флукутирање девизног курса у режиму инфлационог таргетирања у транзиционим економијама са освртом на Србију, Докторска дисертација, Економски факултет у Суботици, Суботица, стр. 70

земљама омогућавају неку врсту помоћи док се не укључе у међународне капиталне токове. Циљ је да се у том неком прелазном периоду земљи омогући да на прави начин утемељи своје институције, што ће омогућити њихово боље функционисање и израду квалитетних извештаја. Тек тада је могуће упустити се у примену флукутирајућих девизних курсева без превеликог страха од појаве тзв. посебно скупих близаначких криза које подразумевају и финансијски сектор (буџетски дефицит) и платнобилансне турбуленције¹⁰⁰.

Начин да земља задржи на располагању све режиме девизних курсева је да не буде у потпуности укључена у међународно капитално тржиште, односно да делимично задржи контролу кретања капитала (Кина се наводи као успешан пример зато што је деведесетих година прошлог века успела да путем контроле кретања капитала одржи стабилан девизни курс и очува независност монетарне политике)¹⁰¹. Такође, може се рећи да је стопа инфлације у већем делу света под контролом, тако да је и то један од разлога што има мање потребе за тзв. умереним режимима¹⁰².

Изводи се закључак да режим девизног курса има утицаја на извозну конкурентност неке земље. Неодговарајућа политика девизног курса свакако може угрозити ефекте укупних реформских напора. Глобализација светске економије је у великој мери утицала на смањење броја потенцијално „добрих“ режима девизних курсева карактеришући умерене режиме као решења склона валутним кризама. Иако опција потпуно чистог флукутирања није присутна у пракси, најзначајније светске економије су прихватиле флексибилне девизне курсеве користећи девизни курс као средство у борби против екстерних негативних шокова чиме се извозна конкурентност земље може одржавати на одређеном нивоу. Са друге стране, проблем би настајао код, пре свега малих, неразвијених земаља које би због неадекватног вођења економске (пре свега монетарне и политике девизног курса) политике дозволиле да девизни курс и сувише дуго остане на истом нивоу. У том случају, промењене околности (на пр. већа стопа инфлације у земљи него у иностранству) нису на време констатоване и захваљујући фиксном режиму девизног курса, извозна конкурентност земље је смањена.

¹⁰⁰ Грубишић, З., (2005), „Систем и политика девизног курса данас у свету“, Економски анали, бр. 165, Економски факултет у Београду, стр. 77-78

¹⁰¹ Бекер, Е., (2006), „Девизно-курсни аранжмани – од екстрема до „нормале““, Рапоеconomicus, бр. 1, Савез економиста Војводине, Нови Сад, стр. 43-44

¹⁰² Грубишић, З., (2005), „Систем и политика девизног курса данас у свету“, Економски анали, бр. 165, Економски факултет у Београду, стр. 57-61

Д Е О Ш

ДЕВИЗНИ КУРС И ТЕКУЋИ РАЧУН

Платни биланс представља систематски приказ свих економских трансакција резидената једне земље са резидентима осталих земаља у одређеном временском периоду (најчешће у току једне године). У резиденте спадају фирме које послују у земљи, становници са пребивалиштем у земљи и сви државни органи. У статистичком смислу, због принципа двојног књиговодства, може се рећи да би платни биланс једне земље требало да буде стално у равнотежи, тј. стране потраживања и дуговања (прихода и расхода) су једнаке у суми. Технолошке иновације и раст светске трговине су у великој мери утицали на број и разноврсност ових трансакција тако да је због лакшег и бољег сагледавања ситуације било неопходно трансакције груписати на следећи начин: 1) трансакције по текућим рачунима (текући рачун, текући биланс, или биланс текућих трансакција - којим су обухваћени увоз и извоз робе и услуга и унилатерални трансфери), 2) трансакције по капиталним и финансијским рачунима (дугорочне и краткорочне инвестиције у земљи и иностранству, као и трансфер финансијске активе (обвезница, акција, депозита...) и 3) трансакције са званичним резервама (користе се од стране монетарних власти да би се решио проблем дефицита (суфицита) у неком од претходно наведених делова платног биланса). Управо из тог разлога тзв. идентитет платног биланса (*balance-of-payments identity*) се може приказати на следећи начин:

трансакције на текућем рачуну + трансакције на капиталном и финансијском рачуну = промене на рачуну званичних резерви

1. Текући рачун као део платног биланса

Трансакције које се односе на економске вредности и које се одвијају између резидената различитих земаља обухватају се у текућем рачуну. У том случају, ради се о трансакцијама којима се стварају вредности и које због тога представљају део бруто домаћег производа неке земље. Са друге стране, трансакције које се бележе у капитално-финансијском делу платног биланса не представљају стварање нове вредности, већ пренос дела већ створеног дохотка у виду штедње из једне земље у другу. Због тога се каже да текуће трансакције повећавају обим светског дохотка, док капитално-финансијске само евидентирају прерасподелу једног дела¹⁰³.

Дакле, текући рачун као део платног биланса, приказује међународне токове роба, услуга и текућих трансфера. Из тог разлога, као најважније компоненте текућег рачуна се издвајају робно трговински биланс, биланс услуга, нето приход по

¹⁰³ Килибарда, Б., (2011), „Платни биланс Црне Горе – теорија и пракса“, Централна банка Црне Горе, Подгорица, стр. 66

инвестицијама, надокнаде запосленима и унилатерални трансфери. Робно трговински биланс упоређује обим извезене робе са обимом увезене робе (региструје се извоз и увоз опипљивих производа (физички производи који прелазе границу)). Биланс услуга упоређује извоз и увоз услуга и том приликом се региструју трансакције услугама које резиденти и нерезиденти обезбеђују једни другима у шта спадају финансијске, међународне правне, консултантске, пројектне, рачуноводствене, транспортне... као и услуге које се односе на туризам, комуникације, осигурање, лиценце и власничка права. Нето приход по инвестицијама исказује приход по инвестицијама у активу купљену у иностранству, умањен за приход од домаће активе коју су купила иностранца лица. Надокнаде запосленима подразумевају праћење зарада домаћих радника запослених у иностранству у односу на зараде страних лица која раде у домаћој економији. Унилатерални (једностранни) трансфери приказују износе, које су, у виду поклона, дала домаћа лица и институције иностраним лицима, умањене за поклоне које су дала иностранца лица и институције јединицама у домаћој економији¹⁰⁴ (на тај начин су обухваћени сви приватни и јавни трансфери који не захтевају одређену противчинидбу (реалну или финансијску)). Значајно је напоменути да су текуће трансакције коначног карактера и да, за разлику од капиталних, иза њих не следи неки повратни ток у будућности.

Стање у ком се налази текући рачун носи са собом одређене последице. Због већ поменутог принципа двојног књиговодства и чињенице да би платни биланс требало да буде у равнотежи, свака неравнотежа текућег рачуна (уколико том приликом не долази до промена на рачуну званичних резерви) повлачи за собом неравнотежу и у неком од преосталих делова платног биланса, капиталном или финансијском (наравно, са супротним предзнаком). Односно, уколико је присутан дефицит текућег рачуна, морамо имати суфицит у неком од преостала два, и обрнуто. На основу овако дате структуре платног биланса изводи се закључак да салдо текућег рачуна мора бити једнак нето иностраним инвестицијама, односно, једнак разлици између домаће штедње и домаћих инвестиција чиме ће истовремено бити представљена разлика између домаће производње роба и услуга и укупне потрошње роба и услуга. Суфицит текућег рачуна подразумева позитивне нето финансијске инвестиције, домаћу штедњу која је већа од домаћих инвестиција и производњу робе и услуга која је већа од потрошње¹⁰⁵. Супротно, уколико је присутан дефицит текућег рачуна, он се огледа у негативним нето финансијским инвестицијама, већим домаћим инвестицијама од домаће штедње и већој потрошњи од производње робе и услуга.

¹⁰⁴ Rose, P. and Marquis, M., (2012), Финансијске институције и тржишта, једанаесто, преведено издање, Удружење банака Србије, Београд, стр. 747

¹⁰⁵ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 92-96

Кретања на текућем рачуну платног биланса могу бити значајан и веома користан извор информација креаторима економске политике, при чему салдо текућег рачуна не треба да представља варијаблу (попут количине новца у оптицају), него циљ економске политике (попут стопе инфлације или нивоа БДП). Кроз салдо текућег рачуна и праћење прилива и одлива средстава по основу размене роба, услуга, доходака и трансфера, односно праћење настајања обавеза према иностранству и потраживања из иностранства, виде се резултати вођења одређене економске политике¹⁰⁶. У сваком случају, као што истиче Mankiw, „*трговински дефицит (самим тим и дефицит текућег рачуна) сам по себи не представља проблем, али понекад може да буде симптом проблема*“.

Константни дефицит текућег рачуна са собом носи одређене негативне последице. У том случају, држава се суочава са чињеницом да предаје потраживања по свом будућем приходу иностраним појединцима и институцијама, што значи да тиме долази до нето задуживања из иностранства. Један од начина привлачења иностраних инвеститора, да одобре кредите за помоћ у покривању дефицита текућег рачуна, је повећање домаће тржишне каматне стопе, што као последицу може имати негативна дешавања у виду успоравања домаће куповине роба и услуга, повећавања незапослености и снижавања домаћих животних стандарда¹⁰⁷. *Велики дефицит текућег рачуна (односно, уопште његово салдо) врло често може имати велики утицај на кретање девизног курса, а самим тим и на конкурентност извоза неке земље*. Из тог разлога је изузетно значајно за креаторе економске политике, односно за све оне који се баве проблематиком девизног курса, конкурентности извоза и сл. да у своју анализу укључе и анализу стања текућег рачуна, као и процену његове одрживости. Свакако да високи и дуготрајни дефицити текућег рачуна не могу бити бесконачно финансирани позајмљивањем из иностранства, тако да ће у одређеном тренутку постати неопходно извршавање одређених прилагођавања. С обзиром на значај поменути проблематике, веома је битно утврдити изворе дефицита (односно факторе који утичу на стање текућег рачуна), жељени ниво дефицита који је могуће одржавати, као и временски оквир у ком ће се то спровести.

2. Фактори који утичу на текући рачун

Као што је већ наведено, компоненте платног биланса могу појединачно бити у равнотежи, у дефициту или у суфициту. Временом, та стања се могу мењати у зависности од деловања великог броја фактора. Као најважнији фактори који утичу

¹⁰⁶ Килибарда, Б., (2011), „Платни биланс Црне Горе – теорија и пракса“, Централна банка Црне Горе, Подгорица, стр. 66

¹⁰⁷ Rose, P. and Marquis, M., (2012), Финансијске институције и тржишта, једанаесто, преведено издање, Удружење банака Србије, Београд, стр. 750

на стање текућег рачуна издвајају се економски раст, девизни курс, инфлација и трговинске рестрикције.

Као аксиом се може поставити чињеница да је увоз позитивно корелиран са националним дохотком. Са друге стране, то није случај са извозом, већ се за извоз може извести закључак да касније зависи од иностраног дохотка. Тако да, ако земља има вишу стопу раста од њених трговинских партнера, тражња те земље за производима и услугама (укључујући увозне производе и услуге) ће расти брже него тражња њихових трговинских партнера за њиховим производима и услугама. Уколико се претпостави да су остали фактори непромењени, изводи се закључак да земља са вишом стопом раста може имати проблема са погоршањем стања у текућем рачуну. Међутим, с обзиром да стање текућег рачуна зависи од комбинације већег броја фактора, може се десити ситуација да се земља истовремено суочава и са значајним растом и са суфицитом текућег рачуна (земље попут Јапана, Сингапура и Кине).

Ефекат девизног курса на текући рачун се огледа у чињеници да промена девизног курса утиче на цене, а самим тим и на тражњу за домаћим, односно иностраним производима. Када девизни курс расте (домаћа валута депресира), цене извоза изражене у иностраној валути, падају, док цене увоза изражене у домаћој валути расту. Ако је еластичност тражње за извозом и увозом довољно велика, онда ће тражња за увозом пасти и тражња за извозом расти, водећи ка поправљању стања у текућем рачуну. Овакав редослед догађаја представља основу коришћења девалвације због покушаја поправљања стања у платном билансу.

Земља која има већу стопу инфлације од сопствених трговинских партнера такође страхује од погоршања стања у текућем рачуну. Ово се дешава због тога што већа стопа инфлације у земљи (цене извоза у домаћој валути расту брже од цена увозних производа изражених у иностраној валути) умањује конкурентску предност земље правећи домаће производе скупљим и због тога мање конкурентним на иностраним тржиштима, што ће уз адекватне еластичности, пре свега домаће тражње за увозом (уколико је нееластична) и стране тражње за извозом (уколико је довољно еластична), довести до погоршања стања у текућем рачуну.

Један од разлога наметања трговинских рестрикција, као што су царине (таксе на увоз) и квоте (квантитативне рестрикције на увоз) је жеља да се заштити текући рачун. Ефекти ових ограничења су смањивање увоза и на тај начин поправљање стања у текућем рачуну. Проблем настаје онда када остале земље одговоре наметањем сличних рестрикција што се може негативно одразити на извоз домаће земље. Ако овакав трговински рат ескалира, ефекти могу бити редукација обима међународне трговине, што ће свакако имати негативне последице на већину земаља. Мада општи, глобални трендови воде ка слободној трговини, проблеми се мењају и могу настати у сваком тренутку и због тога се може рећи да ни једна земља не воли протекционистичке мере друге земље зато што, због свега наведеног,

последнице могу бити и доста другачије од планираних тако да трговинске рестрикције чак доведу до повећања неравнотеже у билансу плаћања¹⁰⁸.

3. Проблем екстерне неравнотеже

Јасно и прецизно дефинисање екстерне (економске) равнотеже је изузетно компликовано. Уколико се гледа књиговодствено, платни биланс би требало да буде увек у равнотежи при чему би салдо сваког подбиланса требало да буде једнак у износу салду остатка платног биланса, само са супротним предзнаком. У зависности од изабраног режима девизног курса и тзв. хоризонталног пресецања платног биланса зависиће и реакција земље у смислу одржавања платног биланса у равнотежи. Као нека врста крајње мере, фиксни режим девизног курса подразумева интервенције монетарних власти путем званичних резерви, док флексибилни режим девизног курса подразумева реакцију у виду промене девизног курса, како би се решио проблем дефицита (суфицита) у појединим деловима платног биланса, тј. како би се платни биланс вратио у стање економске (екстерне) равнотеже. Проблем је што обе врсте интервенције могу имати негативне последице на унутрашњу равнотежу националне економије.

3.1. Дефинисање екстерне (не)равнотеже

Меад (1951) сматра да екстерна равнотежа подразумева промену домаће потрошње од стране економских власти са циљем неутралисања „примарних промена у иностраној тражњи за домаћим производима, или домаћој тражњи за страним производима, или у волумену нето трансферних плаћања ка другим земљама или од других земаља“. Ковач (2003) дефинише екстерну равнотежу констатујући да при датим карактеристикама макроекономских варијабли равнотежа платног биланса се може одржавати аутоматски, без интервенција мерама економске политике. Односно, и један и други аутор закључују да услед промена у одређеним економским трансакцијама долази до неравнотеже платног биланса након чега је неопходна реакција економских власти и примена одређених економских мера како би се платни биланс поново вратио у стање равнотеже¹⁰⁹. На сличан начин Zanghieri подразумева да је дефицит текућег рачуна одржив онолико дуго колико јак економски раст осигурава солвентност; да приливи по основу СДИ имају важан утицај на кретања на текућем рачуну; да је неопходно вођење веродостојне фискалне

¹⁰⁸ Moosa, I. A., (2010), *International finance - an analytical approach*, McGraw-Hill Education, Australia, pp 81-86

¹⁰⁹ Миљковић, Д., (2008), *Међународне финансије*, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 103

политике за одржавање обавеза према иностранству на одговарајућем нивоу и да избор тренутка прикључења еврозони и управљање девизним курсом у прелазном периоду треба спровести узимајући у обзир ниво спољашњег дефицита, при чему предност треба дати девизним режимима који ће омогућити потпуно реално прилагођавање курса валуте¹¹⁰.

У правом смислу речи, одржавање екстерне равнотеже подразумева да не би требало да дође до промена у нивоу монетарних резерви и степену спољне задужености. Поред тога, оно што је изузетно значајно је то да је све мањи број земаља спреман да унутрашњу равнотежу подреди очувању спољашње. Интерна (унутрашња) равнотежа подразумева стање у ком је агрегатна тражња једнака потенцијалној производњи и том приликом на тржишту рада постоји пуна запосленост. Постизање екстерне равнотеже праћено стагнацијом или падом производње, великом незапосленошћу, великом стопом инфлације и привредном нестабилношћу може бити само тренутно, краткорочно решење. За постизање дугорочне равнотеже неке привреде изузетно је битно да оба сегмента, и интерни (унутрашњи) и екстерни (спољашњи) буду у равнотежи.

За разлику од унутрашње равнотеже где постоје природне референтне тачке за њено одређивање (пуна запосленост, стабилност цена), појам екстерне равнотеже је доста теже дефинисати. У појединим уџбеницима екстерна равнотежа се поистовећује са равнотежом текућег рачуна земље. Проблем је што се оптимални салдо текућег рачуна може мењати током времена у зависности од економских услова. Међутим, салда која су далеко од неког зацртаног, оптималног нивоа, могу проузроковати озбиљне проблеме.

3.2. Финансирање екстерне неравнотеже

Иако је компликовано, дефинисање екстерне неравнотеже је изузетно битно за креаторе економске политике у смислу доношења одлуке у вези финансирања или прилагођавања постојеће неравнотеже. Финансирање на неки начин представља одлагање неопходног прилагођавања. Из тог разлога је веома значајно на прави начин оценити карактер и последице које са собом носи дефицит (неког дела) платног биланса у одређеном тренутку. У том контексту неравнотежа платног биланса може бити случајна, сезонска, циклична и структурна (фундаментална). У прва три случаја, односно уколико је она резултат снажнијег привредног раста и развоја, њено финансирање (смањивање монетарних резерви и/или задуживање у иностранству) ће имати смисла зато што је привременог карактера и дефицити у једном се смењују суфицитима у другом периоду. Међутим, ако је екстерна неравнотежа резултат прекомерне експанзије агрегатне тражње, односно присутна је фундаментална неравнотежа, закључак је да она није реверзибилна и краткотрајна и

¹¹⁰ Килибарда, Б., (2011), „Платни биланс Црне Горе – теорија и пракса“, Централна банка Црне Горе, Подгорица, стр. 70

препоручује се прилагођавање¹¹¹. Њени узроци су далеко озбиљнији и компликованији и огледају се у економско-структурним проблемима попут претеране потрошње, лоше привредне структуре, недовољног и лоше структурираног извоза, лоше економске политике, дуготрајне и високе стопе инфлације...

Не постоји јединствен, у потпуности исправан начин пресецања платног биланса како би се утврдила његова (не)равнотежа. Најчешће коришћена су три тзв. хоризонтална пресецања којима се добијају парцијални биланси (*текући, основни (базични) и биланс званичних (компензаторних) плаћања*) који се користе приликом одређивања економске (не)равнотеже. У зависности од места пресецања, све ове методе (мање или више успешно) сврставају трансакције у *аутономне и компензаторне* (ставке испод тог пресека служе за финансирање неравнотеже). У том контексту, са аспекта кратког рока, треба посматрати биланс званичних плаћања и сматра се да је уравнотежен уколико у том периоду није било посебног притиска на девизне резерве и девизни курс. На средњи рок, мерило прихватљиве врсте равнотеже би требало да буде основни (базични) биланс. Суфицит (дефицит) текућег дела платног биланса компензиран је нето извозом (увозом) капитала. Велики проблем овде представља граница могућег задуживања у иностранству и из тог разлога се сматра да на дуги рок свака национална економија треба да тежи равнотежи биланса текућих трансакција (што подразумева да не постоји разлика између двеју страна текућег рачуна и да је истовремено остварена равнотежа и капиталног биланса), ***односно да треба да троши колико производи, да инвестира у границама своје акумулације и да узима онолико колико даје кредита***¹¹². Из овог разлога, када се говори о екстерној равнотежи платног биланса, најчешће се мисли на равнотежу текућих трансакција при чему, уколико неравнотежа постоји, капитални биланс показује на који начин се финансира дефицит текућег рачуна, односно на који начин је пласиран (инвестиран) суфицит текућег рачуна.

Дакле, границу могућег финансирања дефицита платног биланса представљају, пре свега, расположиви обим девизних резерви и могућности задуживања у иностранству. Како би неутралисале повећану понуду домаће валуте на девизном тржишту (у случају збирног дефицита текућег, финансијског и капиталног рачуна), монетарне власти могу реаговати продајом девизних резерви. Оваква ситуација је могућа уколико не траје превише дуго и постоји довољна количина девизних резерви. Међутим, константна појава дефицита може за последицу имати исцрпљивање девизних резерви. Девизне резерве се могу увећати позајмницама из иностранства, с тим да то ствара обавезе у виду отплате камате, па чак намеће потребу и за новим, додатним задуживањем како би се обезбедила

¹¹¹ Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 208

¹¹² Ковач, О., (1994), Платни биланс и међународне финансије, Центар за економске студије, Београд, стр. 65

уредна отплата зајмова уколико у међувремену није урађено неопходно прилагођавање. Из тог разлога, изводи се закључак да земља може себи дозволити само дефицит текућег рачуна који је привременог (или, умереног) карактера, у супротном, континуирани дефицити би водили све већој међународној задужености земље¹¹³, при чему треба водити рачуна да постоји горњи лимит, што се задужености тиче, преко којег инвеститори, због повећаног ризика од банкрота дужника, нису спремни да позајмљују капитал. Наравно, за неке земље ове границе могућности финансирања дефицита или нису важиле, или су биле знатно шире него за остале земље. Овде су у повлашћеном положају земље чије се валуте највише користе као средства међународних плаћања, односно као резервна валута. Захваљујући бретонвудском монетарном систему и улози долара у њему, ово се, пре свега односило на САД. Међутим, захваљујући чињеници да је и данас долар практично најзначајнија резервна валута, може се рећи да и даље иста правила не важе за САД и остале земље.

3.3. Одрживост дефицита текућег рачуна

У новије време концепт одрживог дефицита текућег рачуна је постао важно, не само теоријско, већ и економско, па чак и политичко питање. На краћи рок, одрживост дефицита трговинског (самим тим и текућег) рачуна зависи пре свега од очекиваног прилива страних директних инвестиција, пораста девизних резерви услед откупа ефикасности од грађана и пораста иностране задужености. Проблем представља што су сва три наведена извора на дужи рок подложна знатним флукуацијама (посебно у неразвијаним земљама) што може довести до нежељених последица. Поредети са СДИ, портфолио инвестицијама и кредитима, прилив дознака из иностранства (текући трансфери), ипак показује већу дозу стабилности што свакако представља позитивну ствар. Број иностраних радника се споро мења упркос настанку економских криза. Ово је нарочито битно за, пре свега земље у развоју, код којих се, због разних околности дешава да се налазе у приличном проблему што се тиче спољнотрговинског дефицита. Дobar део тог дефицита се финансира управо приливом средстава путем радничких дознака, односно текућих трансфера. Из тог разлога је урађен велики број економских студија које покушавају да утврде колики је прави ефекат прилива дознака из иностранства на домаћу економију. Поред већ поменутих позитивних страна, прилив ових средстава показује и одређене негативне особине које се огледају у чињеници да долази до утицаја на стабилност девизног курса посматране земље (утицај на ап्रेसијацију девизног курса што се може негативно одразити на конкурентност те земље и само још више продубити већ постојећи проблем), на пораст цене рада, на мотивисаност за рад, личну и инвестициону потрошњу... Чак се може закључити да већи број студија, при процени

¹¹³ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 112

укупних ефеката ових средстава на привредни раст земље, истиче њихово негативно дејство¹¹⁴.

Умерена неравнотежа текућег рачуна може бити узрок остваривања добити од трговине (интертемпорална трговина – размена потрошње у времену). Интертемпорална трговина показује да земља може бити у предности уколико се светске инвестиције концентришу у оне привреде које су најспособније да текући производ претворе у будући. Из тог разлога, земље у којима су могућности за инвестирање слабе, сопствену штедњу треба да каналишу у продуктивније инвестиционе пројекте у иностранству (нето извознице тренутно расположивог производа при чему се остварују суфицити текућег рачуна), док земље у којима су инвестиције релативно продуктивне, треба да буду нето увознице текућег производа (при чему се остварују дефицити текућег рачуна). Иностранци дугови дефицитарних земаља ће бити отплаћени уз помоћ извоза производа у земље из којих су средства позајмљена чиме се врши размена садашњег за будући производ. Инсистирање на остваривању равнотеже текућег рачуна не оставља могућност за значајне добитке од размене у времену¹¹⁵.

Превелики дефицит текућег рачуна подразумева да земља позајмљује из иностранства и то не мора да буде проблем уколико се та средства усмеравају у продуктивне домаће инвестиционе пројекте који ће бити покривени на основу прихода који ће се остварити у наредном периоду. Међутим, високи дефицити могу бити и последица високе потрошње, која настаје услед погрешно вођене државне политике, као и лоше испланираних инвестиционих пројеката, због чега се власт може суочити са губљењем поверења страних инвеститора и појавом дужничке кризе.

Иако суфицит текућег рачуна делује као позитивно стање, и прекомерни суфицит може имати читав низ негативних ефеката. Суфицит текућег рачуна подразумева да земља акумулира активу лоцирану у иностранству при чему домаћа потраживања у односу на инострано богатство могу бити проблем због тога што та чињеница указује на мањи обим инвестиција у домаћа постројења и опрему. Са друге стране, уколико је суфицит последица прекомерног спољног задуживања других земаља, посматрана земља се може наћи у ситуацији да поједине земље нису у могућности да врате новац који дугују чиме се може изгубити део иностраног богатства, док немогућност отплате дугова између домаћих резидената подразумева редистрибуцију националног богатства унутар земље без икаквих промена у обиму националног богатства¹¹⁶. Једноставно, циљ екстерне равнотеже треба да буде такво

¹¹⁴ Килибарда, Б., (2011), „Платни биланс Црне Горе – теорија и пракса“, Централна банка Црне Горе, Подгорица, стр. 133-134

¹¹⁵ Кругман, П. и Обстфелд, М., (2009), Међународна економија - теорија и политика, Дата Статус, Београд, стр. 505

¹¹⁶ Кругман, П. и Обстфелд, М., (2009), Међународна економија - теорија и политика, Дата Статус, Београд, стр. 506

стање текућег рачуна које ће омогућити током времена остваривање најважнијих трговинских добитака без ризика од појаве наведених проблема.

Иако је према ММФ-у и Светској банци, критична тачка дефицита текућег рачуна 5% БДП земље (нарочито ако се финансира краткорочним средствима), савремени услови пословања, све већа инегрисаност светских финансијских тржишта, све већа укљученост и неразвијених земаља у светске економске (финансијске) токове, њихово побољшање односа размене и повећање продуктивности, је утицало на чињеницу да практично више не постоји јединствено мишљење о томе који ниво дефицита текућег рачуна ће се сматрати неодрживим и које су његове последице на макроекономске индикаторе. Постоје бројни примери земаља које су успеле одржавати и финансирати и веће дефиците текућег рачуна током дужег временског периода и након тога прећи у суфицит (мада постоје и супротни примери где земље нису успеле избећи платнобилансну кризу иако су имале ниске дефиците текућег рачуна). У тим случајевима, земље имају годинама дефиците текућег рачуна, а привреда не трпи зато што се дефицит користи на прави начин, тј. за приватно финансирање инвестиција. Једноставно, дефицит текућег рачуна може представљати знак да долази до структурних промена, што ће бити омогућено уз прилив капитала (пре свега опреме) и инвестиција од којих се у наредном периоду може очекивати значајна стопа економског раста и сустизање развијенијих земаља (*catching up* процес – који подразумева високе износе продуктивних инвестиција, али без превеликог угрожавања екстерне равнотеже). Ипак, остаје на снази чињеница је да због *квалитетнијих институција, дубљег и ликвиднијег финансијског тржишта, разноврсније реалне економије и способности (могућности) да се издају обвезнице у сопственој валути, дефицит текућег рачуна знатно лакше одржавати у развијеним земљама*¹¹⁷, односно дефицит текућег рачуна ће бити одржив у оној мери и у оним роковима за које повериоци верују да може бити одржив.

Једна од практичнијих и прихватљивијих дефиниција одрживости дефицита текућег рачуна каже да ће он бити одржив уколико наставак спровођења тренутне економске политике владе, и/или понашање приватног сектора у садашњости, као и евентуалне појаве екстерних шокова, неће захтевати спровођење значајнијих промена у економској политици земље, или проузроковати настанак платнобилансне кризе. Дакле, неодрживом позицијом ће се сматрати уколико до повећања дефицита текућег рачуна долази уз растући удео спољног дуга у БДП земље. Супротно томе, земља ће се сматрати солвентном и дефицит текућег рачуна одрживим уколико се вредност овог показатеља не повећава, односно уколико не долази до ширења „јаза ресурсног биланса“. Дакле, при континуираној макроекономској политици земље дефицит текућег рачуна може бити одржив све до појаве екстерног шока у виду девизне или дужничке кризе. Milesi-Ferretti и Razin су дефинисали три кључна

¹¹⁷ Николић, Г., (2010), Показатељи спољнотрговинске размене Србије са Европском унијом и светом, Завод за уџбенике, Београд, стр. 213

подручја везана за одрживост дефицита текућег рачуна и према њиховим закључцима, дефицити текућег рачуна су мање одрживи уколико је:

- дефицит текућег рачуна висок у односу на БДП;
- дефицит текућег рачуна последица смањења износа националне штедње пре него повећања износа националних инвестиција и
- износ националне штедње низак¹¹⁸.

3.4. Показатељи одрживости дефицита текућег рачуна

С обзиром да су досадашња економска истраживања евидентирала велики број показатеља који помажу при анализи одрживости дефицита текућег рачуна (структура и кретање у текућем и финансијском делу платног биланса, девизни курс, монетарна политика, фискална политика, штедња, инвестиције, отвореност и структура спољне трговине, привредни раст, обавезе према иностранству, привредни раст развијених земаља, реалне каматне стопе на међународним тржиштима...), битно је разврстати их по неком критеријуму. У том контексту, Milesi-Ferretti и Razin разликују случајеве у којима су дефицити текућег рачуна последица лоше или неодговорне макроекономске политике домаће економије, или последица „објективних“ околности на које не можемо утицати (промене у међународном окружењу). Следећи њихов приступ, разликујемо показатеље *домаће економије*, *међународне размене и развоја светске економије*.

У показатеље *домаће економије* спадају: штедња и инвестиције, привредни раст, показатељи финансијског састава, структура текућег рачуна платног биланса, структура капитално-финансијског рачуна платног биланса и капиталне рестрикције и показатељи фискалне политике. У показатеље *међународне размене* спадају: флексибилност девизног режима и реалност девизног курса, отвореност и структура трговинских токова, висина и структура обавеза према иностранству и међународне резерве и показатељи њихове адекватности. У показатеље *развоја светске економије* спадају политичка и макроекономска нестабилност и неизвесност и кредитни рејтинг земље и тржишна очекивања.

Разлика између домаће штедње и инвестиција представља салдо текућег рачуна, при чему веће инвестиције од штедње подразумевају дефицит, а обрнуто, већа штедња од инвестиција, суфицит текућег рачуна. У случају повећања дефицита текућег рачуна ту разлику је неопходно финансирати на неки начин – најчешће задуживањем у иностранству. С обзиром да би значајан износ инвестиција могао да допринесе великој стопи привредног раста у будућности, од великог значаја је и начин употребе тих позајмљених средстава, односно да ли се та средства користе за финансирање инвестиционих подухвата, или за финансирање потрошње. Наравно, у

¹¹⁸ Галинец, Д., (2007), Финансирање и границе одрживости дефицита текућег рачуна Платне биланце Републике Хрватске, Докторска дисертација, Загреб, стр. 80-81

смислу лакше одрживости дефицита текућег рачуна, боље је улагање у инвестиционе подухвате. У том случају, уз већу стопу привредног раста, временом би дошло и до повећања технолошке опремљености земље, повећања и побољшања структуре извоза и самим тим лакше отплате дужничких обавеза у наредном периоду. Чак ни финансирање потрошње не мора бити толико лоше уколико би се потрошња усмерила ка домаћим произвођачима. Прави проблем настаје када се позајмљеним средствима из иностранства финансира потрошња из увоза (на домаћем тржишту не постоји таква производња, или се намерно избегава), чиме нестаје сваки позитивни аспект задуживања у иностранству, и чак се у још већој мери продубљује дефицит текућег рачуна чиме се може довести у питање његова одрживост.

Одрживост дефицита текућег рачуна и стопа привредног раста су у позитивној корелацији. Наиме, повећање стопе привредног раста, без повећања стопе задужености (реална стопа привредног раста је већа од реалне стопе задужености у иностранству) смањује изложеност земље екстерним кризама и самим тим олакшава одрживост дефицита текућег рачуна.

Одрживост дефицита текућег рачуна је такође у позитивној корелацији и са квалитетом финансијског састава. Квалитетан финансијски (банкарски) састав доприноси лакшем привлачењу капитала из иностранства чиме се смањује изложеност земље екстерним кризама. Најзначајнији показатељи су однос домаћих банкарских кредита у односу на БДП, удео ненаплативих у укупно одобренем кредитима, коефицијент адекватности капитала и однос резерви и депозита пословних банака.

Веома битна ствар која утиче на одрживост (пре свега) дефицита текућег рачуна је и његова структура. У том случају, већи проблем по одрживост ће представљати велики спољнотрговински дефицит, док ће дефицит у подбилансу дохотка представљати знатно мањи проблем. *Велики спољнотрговински дефицит у дужем временском периоду указује на то да земља има одређене структурне проблеме који се приказују у виду мање конкурентности што се може негативно одразити на одрживост дефицита текућег рачуна и захтевати примену значајнијих и дуготрајнијих економских мера у наредном периоду.*

Са аспекта капитално-финансијског рачуна платног биланса, у смислу одрживости дефицита текућег рачуна, од највећег значаја су његова рочност и структура. У том смислу, дефицит текућег рачуна знатно је боље финансирати дугорочним него краткорочним средствима, односно приливом СДИ него портфолио инвестицијама. Краткорочна средства и портфолио инвестиције су знатно подложнији наглим одливима у условима промене тржишних и политичких околности што може бити наговештај појаве екстерне кризе или реакција на лоше вођење макроекономске политике земље. Одређени број земаља је у прошлости проблем дефицита текућег рачуна делимично решавао и капиталним рестрикцијама, међутим, у новије време, либерализација финансијског рачуна и повећана

међународна мобилност капитала су показали да могу имати позитиван ефекат на салдо текућег рачуна уколико се тако прибављени капитал употреби на адекватан начин (у развојне сврхе). С једне стране либерализација капитално-финансијског рачуна излаже земљу у већој мери наглим променама смера токова капитала, док са друге стране доприноси смањењу трошкова иностраног капитала, повећању прилива и повећаном кредибилитету код иностраних инвеститора. Међутим, успех либерализације капитално-финансијског рачуна тесно је повезан са здравим и добро организованим домаћим бакнарским (односно финансијским) саставом који ће на прави начин бити надгледан.

Уколико постоји непотпуна супститубилност између штедње приватног сектора и државе, постојаће и веза између фискалног дефицита и дефицита текућег рачуна платног биланса. Отплата јавног дуга у односу на укупне приходе/расходе државног буџета са сматра једним од најбољих показатеља фискалне политике у овом контексту. Веза између ова два дефицита ће бити посебно наглашена уколико је мотив иностраног задуживања покриће, пре свега буџетског дефицита. Поред величине фискалног дефицита, веома важна је и његова структура као и способност фискалних власти да прикупи довољно фискалних прихода. Повећање фискалног дефицита често са собом доноси и повећање новчане масе, што се у условима, пре свега, ригиднијих режима девизних курсева може негативно одразити на стабилност домаће валуте, а самим тим и на повлачење средстава (пре свега краткорочних) од стране иностраних инвеститора, и појаву екстерне кризе. Том приликом додатни проблем може да представља чињеница да у таквим случајевима најчешће долази до повећања пореског и царинског оптерећења што се може и у дужем временском периоду негативно одразити на привлачење нових инвестиција и конкурентност саме економије.

Реалност девизног курса у великој мери може утицати на одрживост дефицита текућег рачуна. Нарочито уколико у условима фиксног режима девизног курса дође до снажног прилива капитала или монетарне експанзије, то се може одразити у виду реалне апресијације домаће валуте што ће за последицу имати њену прецењеност и смањење конкурентности домаћих производа, смањење извоза, повећање увоза и још већи проблем са дефицитом текућег рачуна. Слично као и код приче о улагању позајмљених износа средстава, уколико тај повећани дефицит буде одраз повећаног увоза капиталних добара и технологије, у наредном периоду се могу очекивати позитивни помаци по конкурентност (односно извоз) земље. У супротном, уколико ће последица бити повећање увозних потрошних добара, дефицит у текућем рачуну ће бити све већи и већи, а његова одрживост све проблематичнија.

Отвореност и структура спољне трговине такође утичу на одрживост дефицита текућег рачуна. Отвореност неке економије се најчешће мери односом збира извоза и увоза према БДП те земље. У том случају је пожељно да је удео извоза што већи зато што се оствареним приходима по основу извоза измирују обавезе према иностраним кредиторима. Дакле, отплата дуга и финансирање

дефицита текућег рачуна ће бити одрживије, што је развијенији извозни сектор посматране земље. Међутим, што је већа отвореност неке економије, то је и већа њена изложеност екстерним шоковима и кризама. Ова констатација нарочито долази до изражаја код земаља које имају велики степен производне (извозе мали број производа - нарочито ако су у питању сировине и производи нижих фаза обраде) и географске (извозе у мали број земаља) концентрације извоза.

Са аспекта одрживости дефицита текућег рачуна поред висине, изузетно је значајна и структура дуга према иностранству. У том смислу је много боље да преовладава финансирање путем власничких инструмената (у односу на дужничке) зато што у случају било каквих промена највећи ризик сноси инострани инвеститор. У оквиру власничких инструмената, са аспекта рочности и волатилности, боља су улагања у виду СДИ него портфолио инвестиције. Код дужничких обавеза такође треба обратити пажњу на рочност, валутну структуру и врсту камате (фиксна или флексибилна). У посебном проблему овде могу бити земље (у највећој мери важи за земље у развоју) код којих доминирају краткорочне обавезе, номиноване у иностраној валути са варијабилном каматном стопом. При оваквим условима сав ризик прелази на земљу дужника (која је и онако у проблемима) чиме се одрживост дефицита текућег рачуна доводи у питање.

На основу свега наведеног види се да при решавању проблема дефицита текућег рачуна веома битну улогу могу да играју и међународне резерве. Не постоји јединствени показатељ који ће дати одговор на питање колики треба да буде износ међународних резерви. У великој мери то зависи од нивоа развијености земље, величине земље, степена задужености, степена отворености, кредитног рејтинга, њеног положаја у светској економији и сл. Из тог разлога се као најважнији показатељи издвајају: број месеци увоза роба и услуга који је покривен износом међународних резерви (неки просек је три месеца), степен покривености доспелих краткорочних обавеза на основу иностраног дуга износом међународних резерви и однос новчане масе М2 и укупних међународних резерви. За разлику од прва два показатеља, код којих у случају њиховог повећања долази до смањивања могућности настанка екстерних криза, код последњег показатеља његово повећање представља и повећање изложености земље екстерним кризама, тј. све већи проблем одрживости дефицита текућег рачуна.

Либерализација токова капитала и појава бројних финансијских инструмената је знатно допринела повећаном кретању капитала. У том контексту, макроекономска и политичка сигурност играју значајну улогу у привлачењу капитала при чему се као показатељ наведених фактора користи кредитни рејтинг земље. Кредитни рејтинг се мери уз помоћ рејтинг агенција од којих су најпознатије Fitch-IBCA, Standard and Poor's и Moody's. Бољи кредитни рејтинг не само да у већој мери привлачи иностране инвеститоре и олакшава приступ међународним финансијским тржиштима, него и обезбеђује боље услове задуживања чиме и одрживост дефицита текућег рачуна постаје лакша.

Бројни индикатори финансијских тржишта у одређеном броју случајева могу на прави начин сигнализирати да ће доћи до промена у вођењу макроекономске политике или до појаве кризе. Међутим, у неким случајевима економски субјекти се не понашају рационално, у складу са економском логиком што утиче на чињеницу да доста тога остаје и у сфери очекивања и процене од стране потенцијалних инвеститора. Потврду представљају бројне погрешне процене банака у виду улагања у земље непосредно пре избијања дужничке кризе, односно финансијске кризе које се и даље јављају¹¹⁹.

3.5. Политика прилагођавања у случају екстерне неравнотеже

Већ је напоменуто да финансирање на неки начин представља одлагање неопходног прилагођавања платног биланса и да је могуће уколико је екстерна неравнотежа привременог карактера. У супротном, неопходно је предузети економске мере које ће кроз процес прилагођавања платног биланса отклонити узроке неравнотеже. Два основна механизма прилагођавања платног биланса су ценовни и доходовни. С обзиром на тему дисертације, биће речи само о ценовном механизму прилагођавања. Ценовни механизам испитује утицај промене цена на текуће трансакције платног биланса при флексибилном и при фиксном девизном курсу. Према Џонсоновој класификацији из далеке 1958. године, дефлација, девалвација (депресијација) и девизна контрола представљају мере рестриктивног и редистрибутивног карактера са истим циљем – да изједначе апсорпцију са производњом (односно са реално расположивим средствима). Дефлација то чини директним смањењем укупне апсорпције, док девалвација (депресијација) и девизна контрола то чине селективно – пре свега утицајем на увозну тражњу, при чему се подразумева редистрибуција тражње од увозних ка извозним добрима (циљ је супституисати увоз и стимулисати домаћу производњу). *У условима пуне запослености је изузетно битна истовремена примена редистрибутивне и рестриктивне политике зато што би смањење понуде из увоза уз повећање извоза (без смањења потрошње) довело до инфлаторних притисака.* С обзиром да је речено да је све мањи број земаља спреман да жртвује унутрашњу равнотежу како би постигао спољашњу, изузетно је битно, према Тинбергеновом принципу, имати довољан број независних инструмената (*и редистрибутивне, и рестриктивне мере*) како би се остварио зацртани број циљева (*и екстерна и интерна равнотежа*)¹²⁰.

Дефлација, као рестриктивна мера је била главни метод отклањања дефицита у време бретонвудског монетарног система, односно за време употребе фиксних девизних курсева. Чак и након напуштања режима фиксних девизних курсева, због

¹¹⁹ Галинец, Д., (2007), Финансирање и границе одрживости дефицита текућег рачуна Платне биланце Републике Хрватске, Докторска дисертација, Загреб, стр. 83-99

¹²⁰ Ковач, О., (1994), Платни биланс и међународне финансије, Центар за економске студије, Београд, стр. 226-227

немогућности неограниченог флукутирања у већини случајева, као и захваљујући претходно поменутој чињеници да редистрибутивна мера најчешће мора бити праћена рестриктивном, може се рећи да дефлација и даље има значајну улогу међу мерама политике прилагођавања платног биланса. Ипак, с обзиром да дефлација не може бити дугорочна мера зато што се сукобљава са политиком привредног раста и може оставити структуру производње и извоза непромењеном, као права мера прилагођавања платног биланса истиче се девалвација (депресијација). Том приликом, уз мењање релативних цена, циљ је променити и структуру производње извоза и увоза чиме би се покренуло прилагођавање целе привреде потребама поправљања стања у платном билансу.

Из свега наведеног, може се закључити да ће у већини случајева девалвација (депресијација) бити потребан, али не и довољан услов за успешно прилагођавање платног биланса, чиме се потврђује чињеница да ће за испуњавање свих зацртаних циљева (екстерна и интерна равнотежа) бити неопходна још нека, одговарајућа мера економске политике.

4. Утицај промене девизног курса на текући рачун

Промена девизног курса, као редистрибутивна мера, има за последицу остваривање одређених економских циљева. У зависности да ли је у питању повећање, или смањење, жеља је да се смањи дефицит или суфицит, пре свега текућег рачуна. Међутим, да би спроведена промена девизног курса (у већини случајева се мисли на девалвацију (депресијацију) због проблема са дефицитом) имала позитивних ефеката, неопходно је да буду испуњени одређени услови.

4.1. Маршал-Лернерова теорема

Ефекти девалвације ће зависити од четири врсте ценовне еластичности (посматрано из угла земље која је спровела девалвацију): *еластичности домаће тражње за увозним (иностраним) производима, еластичности стране тражње за извозним (нашим) производима, еластичности домаће понуде извозних (наших) производа и еластичности стране понуде увозних (иностраних) производа*. На основу бројних истраживања, Алфред Маршал (1923) је закључио да ће ефекат девалвације на трговински биланс зависити у највећој мери од еластичности домаће тражње за увозним производима и еластичности стране тражње за домаћим производима. На основу ове констатације, нешто касније (1958), Аба Лернер је извео

закључак да ће девалвација имати позитиван утицај на трговински биланс уколико је сума ове две еластичности већа од 1 – тзв. Маршал-Лернерова теорема¹²¹:

$$\eta_m + \eta_x^* > 1$$

- η_m - еластичност домаће тражње за увозним производима;
- η_x^* - еластичност стране тражње за домаћим производима.

Важно је напоменути да се овом приликом мисли на реалну девалвацију (депресијацију) која настаје онда када је стопа номиналне депресијације већа од стопе раста цена у земљи која ју је извршила. Свакако, пре него што се девалвација спроведе, потребно је, уколико је то могуће, утврдити наведене еластичности како би резултати били очекивани. Еластичност наведених тражњи утиче на нагиб криве понуде и тражње иностране валуте, чиме посматрано девизно тржиште постаје *стабилно или нестабилно*. Повезано са Маршал-Лернеровом теоремом, управо услови које са собом доноси стабилно тржиште, представљају неопходне услове који морају постојати да би спроведена девалвација (депресијација) имала позитивне ефекте. Стабилним тржиштем се сматра тржиште које има способност да се након иницијалног поремећаја равнотеже, активирају аутоматски механизми који ће девизни курс вратити на равнотежни ниво, односно при одступању понуде од тражње девиза, курс мора да се мења у предвидивом правцу ради успостављања равнотеже. У зависности од изабраног режима девизног курса, ова кретања ће бити слободна (*флукутирајући девизни курсеви*) или ограничена (*фиксни или руковођено флукутирајући девизни курсеви*)¹²². Стабилно девизно тржиште подразумева већи нагиб (односно мању еластичност) криве понуде иностране валуте у односу на криву тражње за иностраном валутом (мањи нагиб, већа еластичност), чиме се стичу услови да, већ поменути аутоматски механизми делују у позитивном смеру. У таквим околностима, и спроведене мере (*девалвација/депресијација*) ће имати позитивне ефекте на платни биланс. У супротном, уколико је тржиште оквалификовано као нестабилно (мањи нагиб (већа еластичност) криве понуде иностране валуте у односу на криву тражње за иностраном валутом (већи нагиб, мања еластичност)), аутоматски механизми ће деловати у погрешном смеру, и девизни курс све више удаљавати од равнотежног нивоа, и самим тим, спроведена економска мера (*девалвација/депресијација*) ће уместо позитивних, имати негативне ефекте на стање у платном билансу¹²³.

¹²¹ Јовановић Гавриловић, П., (2012), Међународно пословно финансирање, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 58-60

¹²² Ковач, О., (1994), Платни биланс и међународне финансије, Центар за економске студије, Београд, стр. 226-227

¹²³ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 232-237

Поред наведених услова, приликом промене девизног курса као мере политике прилагођавања платног биланса, могу се издвојити и следећа питања: да ли су ефекти на земљу која је спровела девалвацију исти без обзира на чињеницу у којој валути су исказане међународне цене (домаћа или инострана валута); да ли су мале и велике земље у истом положају приликом спровођења девалвације и да ли девалвација може на још неки начин утицати на национални доходак (поред мултипликаторског дејства извоза и редистрибутивног дејства промене релативних цена)?

Положај мале и велике земље, као и исказивање међународних цена у домаћој или иностраној валути су међусобно повезане ствари и у највећој мери зависе од еластичитетних услова. Велика земља у одређеној мери може утицати на кретање увозних и извозних цена и може изражавати цене тих производа у националној валути и у том случају резултат спроведене девалвације ће бити доста мање изван. Извоз ће, при непромењеним ценама у националној валути, након спроведене девалвације, доносити мање прихода по јединици производа изражено у иностраној јединици. У том случају, укупна девизна вредност извоза ће се повећати једино уколико стопа увећања иностране куповине буде већа од стопе спроведене девалвације. Истовремено, на страни увоза, уколико су цене изражене у националној валути, након спроведене девалвације, биће потребно мање иностране валуте како би роба била купљена, тако да у том случају, чак може доћи и до повећања увоза, односно до још већег дефицита у платном билансу.

Мале земље су у доста другачијем положају. Под малом земљом се подразумева земља која својом извозном понудом и увозном тражњом не може да утиче на кретање светских цена посматраних производа. У случају ових земаља, цене извозних и увозних производа су егзогене величине које се изражавају у иностраним валутама због чега се сматра да се мала земља суочава са перфектном еластичношћу иностране понуде и тражње. С обзиром на економску снагу и величину, велике земље немају никаквог интереса да од малих земаља купују (односно, да им продају) производе по ценама које су изнад (испод) просечне цене на светском нивоу. Из тог разлога ће за успех спроведене девалвације у случају мале земље од великог значаја бити еластичност домаће понуде извозних производа и еластичност домаће тражње за увозним производима. Еластичност домаће тражње ће у великој мери зависити од структуре увоза. Уколико су у питању храна, гориво, репро материјал, сировине и слични производи, без којих се не може и које није могуће заменити домаћом производњом (или бар није могуће у кратком року), може се десити да због веома мале еластичности домаће тражње, спроведена девалвација не да планиране резултате и у још већој мери погорша стање у платном билансу. Са друге стране, еластичност домаће понуде ће поред структуре извоза, зависити и од економске снаге земље, искоришћености постојећих капацитета, уклапања у преовлађујућу светску цену... Поједини произвођачи ће тек након спроведене девалвације, због чињенице да ће за исту инострану цену добити више националне

валуте, добити интерес да извозе што ће се позитивно одразити на укупну вредност извоза. Чак се може десити да им спроведена девалвација омогући да снизе цену у иностраној валути (како би она била испод светског просека) и да на основу повећане количине извезених производа остваре већу укупну вредност извоза. У том случају, *проблем представља погоршање односа размене посматраних земаља.*

Што се тиче деловања спроведене девалвације на национални доходак, до сада се полазило од претпоставке да је платни биланс иницијално био у равнотежи и да је флексибилност цена и надница одражавала пуну запосленост. Тада девалвација не утиче на промену националног дохотка, већ само на структуру производње и смањење укупне апсорпције за износ за који се побољшава платни биланс. Међутим, уколико земља има недовољно искоришћене производне капацитете, спроведена девалвација може утицати на повећање извоза, самим тим и на повећање националног дохотка. С обзиром да један део тако увећаног националног дохотка (захваљујући граничној склоности увозу) одлази на увоз, може доћи до умањења позитивних ефеката спроведене девалвације. Из тог разлога, у овом случају (спољнотрговински мултипликатор без иностраних реперкусија) Маршал-Лернерову теорему треба делимично модификовати тако да гласи: *спроведена девалвација ће поправити стање у платном билансу неке земље уколико је збир еластичности домаће тражње за увозним (иностраним) производима и иностране тражње за извозним (домаћим) производима већи од јединице увећане за граничну склоност увозу у домаћој земљи*¹²⁴.

$$\eta_m + \eta_x^* > 1 + m'$$

- η_m - еластичност домаће тражње за увозним производима;
- η_x^* - еластичност стране тражње за домаћим производима;
- m' - гранична склоност увозу у домаћој земљи.

Уколико постоје иностране реперкусије спољнотрговинског мултипликатора, десној страни је неопходно додати и граничну склоност увозу у иностранству:

$$\eta_m + \eta_x^* > 1 + m' + m^{*}$$

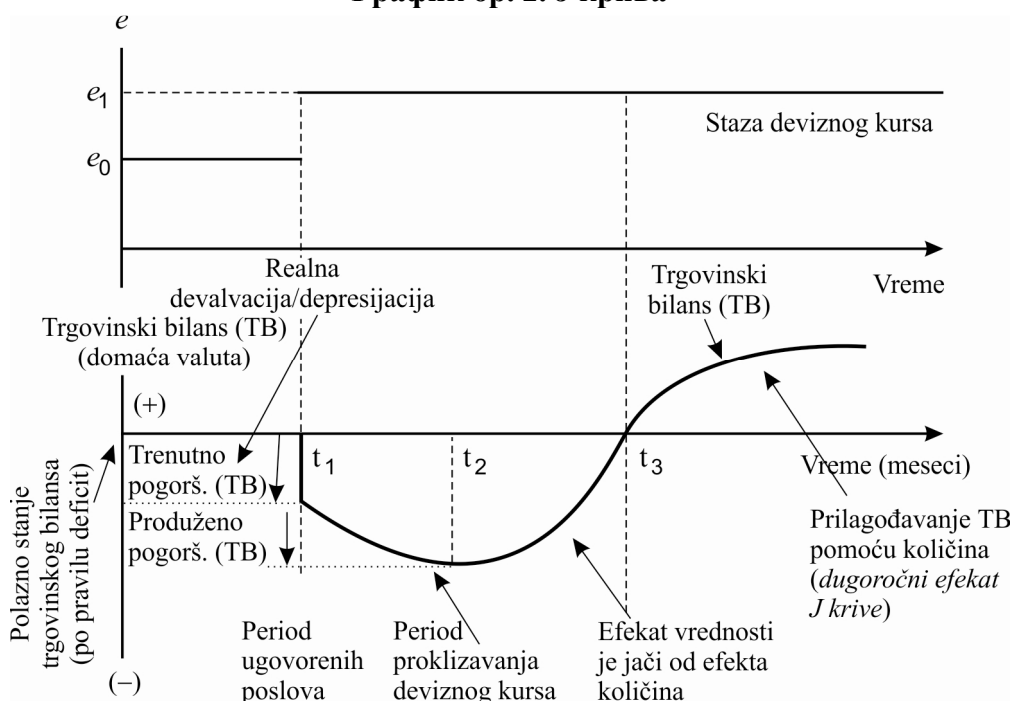
- η_m - еластичност домаће тражње за увозним производима;
- η_x^* - еластичност стране тражње за домаћим производима;
- m' - гранична склоност увозу у домаћој земљи;
- m^{*} - гранична склоност увозу у иностраној земљи.

¹²⁴ Ковач, О., (1994), Платни биланс и међународне финансије, Центар за економске студије, Београд, стр. 232-233

4.2. J крива

Промене текућег (пре свега трговинског) рачуна настале током времена, услед спроведене девалвације (депресијације) домаће валуте, у великој мери ће зависити од поменутих еластичитета. Генерално гледано, може се очекивати различита реакција у кратком року (период који непосредно прати промену девизног курса), од оне која би била у дугом року због тога што је еластичност тражње мања у кратком року. Из тог разлога, уколико су услови Маршал-Лернерове теореме задовољени у дугом року, али нису у кратком, постоји могућност да у кратком року стање у текућем рачуну буде најпре погоршано пре него што се поправи у дугом року.

График бр. 2. J крива



Извор: Ковачевић, Р., (2010), *Међународне финансије*, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 243

Под претпоставком да се повећање девизног курса спроводи због проблема у платном билансу (већ постоји дефицит у трговинском билансу – тачка t_1 на графику бр. 2), период који непосредно следи промену доводи до још већег дефицита. То ће се дешавати све док захваљујући протоку времена, посматрани еластичитети не порасту довољно како би задовољили Маршал-Лернерову теорему. Тек након тога, стање у трговинском, односно текућем билансу ће почети да се поправља. Графички приказ стања у трговинском билансу током свих ових фаза подсећа на слово „J“, тако да је овај процес познат под називом „J крива“ чиме се констатује да ће реална девалвација (депресијација) неке националне валуте деловати повољно на

трговински биланс у довољно дугом року, односно, описује временски размак након којег реална депресијација валуте поправља трговински (текући) рачун. Захваљујући чињеници да се прилагођавање платног биланса одвија на овај начин, овај процес се може поделити у три периода: *период уговорених обавеза*, *период проклизавања девизног курса* и *период прилагођавања количина*¹²⁵. У првом периоду, ефекат вредности, преовладава над ефектом количине (промене цена су тренутне, док су промене количина спорије) тако да спроведена девалвација нема значајног ефекта на промену обима и структуру извозно-увозних послова зато што је реч о пословима који су склопљени раније (пре спроведене промене) и предузећа имају обавезу да те склопљене послове заврше без обзира на последице изненадне промене девизног курса. Чак и када су сви ти склопљени послови реализовани, може се рећи да је и даље потребно доста времена да се одређени делови извоза и увоза прилагоде промени релативних цена. Временско заостајање постоји и у производњи и у потрошњи. Посматрано са аспекта производње, можда ће бити потребно одређено време да се инсталира ново постројење, опрема, да се запосле и обуче нови радници. Истовремено, да би се иностранна потрошња домаће извозне робе знатно повећала понекад је потребно да прође доста времена (грађење нових филијала за малопродају у иностранству). Прилагођавање увоза, преласком на нове технике производње, како би се штедели или заменили полупроизводи, или репроматеријали који долазе из иностранства, такође се одвија постепено¹²⁶. Посматрано у националној валути, увозни производи поскупљују, док се извозни приходи не мењају, тако да из тог разлога, све до достизања тачке t_2 , биће све већи дефицит трговинског биланса. Овај период може да потраје од три до шест месеци¹²⁷.

Други период је на графику приказан интервалом од t_1 до t_3 и представља период у којем предузећа уграђују промене девизног курса у цене сопствених производа (*pass-through period*). Процент за који увозне цене порасту када домаћа валута депресира за један посто познат је као степен трансмисије или „пролаза“ од девизног курса до увозних цена. Из тог разлога, увозни производи, изражени у домаћој валути, поскупљују (некада и за целокупни проценат промене девизног курса). Међутим, може се десити да трансмисиони механизам девизног курса буде непотпун било због чињенице да постоји сегментирано тржиште (које омогућава несавршено конкурентским фирмама да исти производ различито наплаћују у различитим земљама), или због забринутости да се не изгуби значајно тржиште. Због свега наведеног, степен трансмисионог механизма у кратком року може бити далеко мањи од јединице што знатно умањује краткорочне ефекте номиналне промене вредности валуте и повећава време за које ће се трговински (текући) рачун

¹²⁵ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 241-243

¹²⁶ Кругман, П. и Обстфелд, М., (2009), Међународна економија - теорија и политика, Дата Статус, Београд, стр. 448

¹²⁷ Moffet, M., Stonehill, A and Eiteman, D., (2009), *Fundamentals of Multinational Finance*, Pearson Prentice Hall, USA, p. 110

прилагодити. На страни извоза, домаћи извозници долазе у ситуацију да, уколико задрже исте цене у националној валути, цене њихових производа изражене у иностраној валути, постају конкурентније. Проблем настаје уколико извозници имају велики број увозних средстава производње који су због девалвације поскупели, а учествују у њиховој производњи тако да су приморани да подигну цену (у домаћој валути, а самим тим и у иностраној) што се може негативно одразити на извоз, односно на ефекте спроведене девалвације. Тек у одређеном тренутку, у оквиру периода проклизавања (тачка t_2), тренд погоршавања стања у трговинском билансу ће престати и почеће постепено смањивање постојећег трговинског дефицита. Након тога, све до тачке t_3 , поред смањивања дефицита, стање ће бити горе него пре промене девизног курса. Тачка t_3 означава тренутак када је дефицит у трговинском билансу исти као и у тренутку промене девизног курса, и тек након тога почиње смањивање трговинског дефицита у односу на његово стање пре девалвације (депресијације). Ефекат количина надмашује ефекат вредности и прелази се у наредну фазу која се назива периодом прилагођавања количина. Тек ова фаза треба да донесе неопходно прилагођавање трговинског биланса које је и било очекивано, тј. због којег је и извршена промена девизног курса. Увозници и извозници су реаговали на промену девизног курса, потрошачи су се прилагодили новим ценама, због поскупљења је дошло до смањивања количине увоза, уколико су извозне цене остале смањене у иностраној валути, дошло је до пораста иностране тражње, пораста извезених количина и до побољшања трговинског биланса. Друга и трећа фаза могу трајати од три до шест месеци. Гледано од тренутка реалне девалвације (депресијације), што је потврђено бројним емпиријским истраживањима, тачка t_3 се достигне у просеку за годину дана. Међутим, сложено и турбулентно међународно макроекономско и пословно окружење, доприноси чињеници да се често дешавају нове промене девизног курса које се извршавају пре него што се заврши прилагођавање проузроковано претходном променом што у великој мери отежава праћење жељених ефеката¹²⁸.

4.3. Трансмисиони механизам девизног курса

Познавање механизма и интензитета утицаја мера монетарне политике на општи ниво цена представља основни предуслов вођења ефективне и ефикасне монетарне политике. Канали трансмисије монетарне политике су: *канал каматне стопе, канал девизног курса, кредитни канал и канал очекивања*. Јачина деловања сваког од њих зависи од много фактора који карактеришу конкретну економију. Емпиријска истраживања (*Coricelli, Balasz i MacDouglas 2006*) показују да се трансмисија мера монетарне политике на цене на различит начин манифестује у

¹²⁸ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 241-244

земљама различите величине и различитог степена развијености, али и при различитим изабраним режимима девизног курса¹²⁹.

Трансмисиони механизам девизног курса (*exchange rate pass-through*, „проклизавање валуте“) подразумева преношење промене девизног курса на: 1) цене увозних и извозних производа, 2) инфлацију, 3) инвестиције и 4) обим трговине. С обзиром да је један од основних разлога промене девизног курса (у овом случају се мисли на девалвацију домаће валуте), смањење увоза и повећање извоза, битно је правити разлику између утицаја промене девизног курса на цене увозних производа и на укупну инфлацију. У ширем смислу, овај ефекат се дефинише као процентуална промена потрошачких цена која настаје при једнопроцентној промени номиналног девизног курса. *Потпуни и брз механизам утицаја промене девизног курса на цене увозних производа повећава ефекат преусмеравања тражње са увозних на домаће производе, док потпунији и бржи утицај промене девизног курса на инфлацију, смањује ефекат преусмеравања тражње са увозних на домаће производе*¹³⁰.

Јачина *pass-through* ефекта пре свега зависи од величине и степена отворености економије. На основу бројних емпиријских истраживања доказано је да је ефекат девизног курса на цене јачи код мање развијених земаља и да либерализација девизног тржишта и већа флексибилност девизних курсева утиче на слабљење *pass-through* ефекта. Дакле, за мале, отворене, неразвијене економије у којима је присутан висок степен „доларизације“, канал девизног курса ће бити од посебног значаја. Јачина његовог дејства може представљати изузетно ограничавајући фактор и при избору режима девизног курса зато што при високом преносу промене девизног курса на цене, флукуације девизног курса морају бити под контролом како би се обезбедило остваривање основног циља монетарне политике – *стабилност цена*.

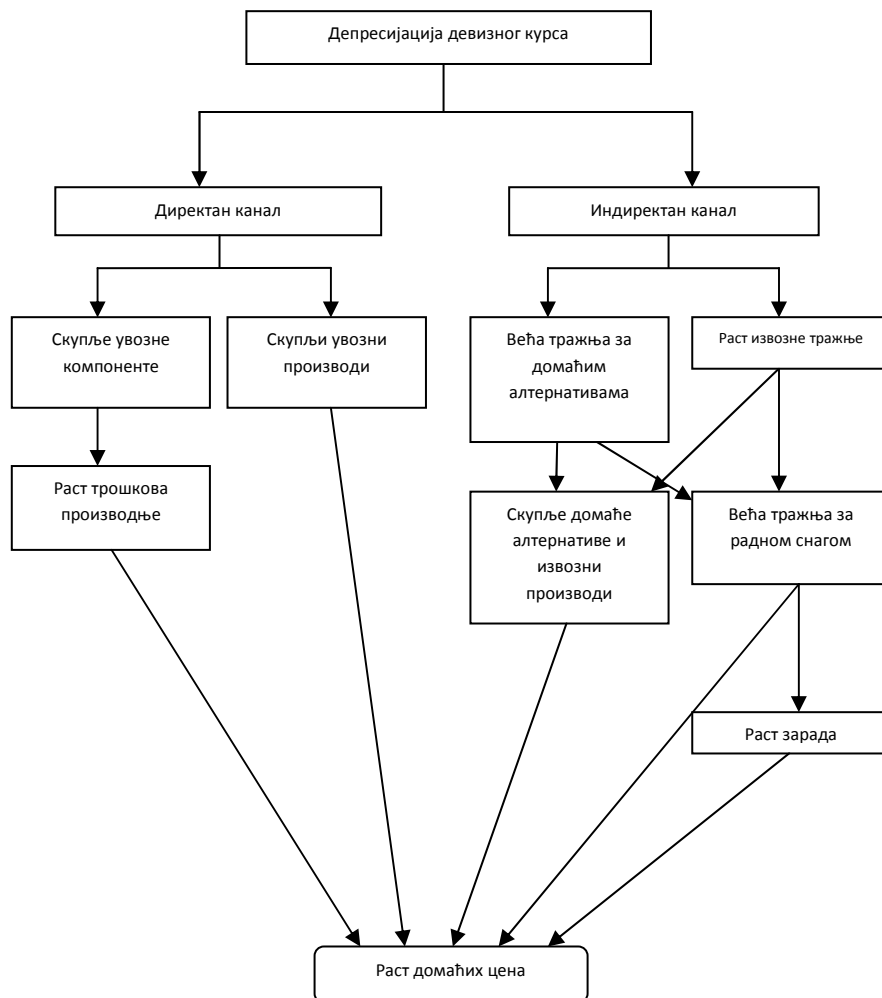
Утицај промене девизног курса на цене се одвија на два начина - директно и индиректно (график бр. 3). Утицај, пре свега девалвације (депресијације), домаће валуте на потрошачке цене се на директан начин одвија због промене увозних цена (при чему би тај пренос требало да буде 100% због чињенице да се увозне цене у малим земљама фактуришу у иностраној валути), а након тога и због промена произвођачких цена (у зависности од степена учешћа увозних инпута у домаћој производњи). Индиректни канал подразумева чињеницу да девалвација (депресијација) домаће валуте утиче на нето извоз (извоз-увоз), чиме се мења агрегатна тражња и долази до промене цена, односно инфлаторних притисака. Са

¹²⁹ Јанковић, Н. и Станишић, Н., (2012), „Проблем избора адекватног режима девизног курса у Србији“, Економске теме, бр. 3, Универзитет у Нишу Економски факултет, Ниш, стр. 403

¹³⁰ Obstfeld, M., (2002), Exchange rates and adjustment: perspectives from the open economy macroeconomics, Working Paper 9118, National Bureau of Economic Research, Cambridge, p. 6

друге стране, ревалвација (апресијација) домаће валуте неће имати исти утицај на домаће цене зато што, у том случају, због ригидности цена ови утицаји неће бити толико изражени.

График бр. 3. Утицај депресијације девизног курса на кретање цена



Извор: Тасић, Н., (2009), „Прилагођавање српских цена: ефекти увозних цена и девизног курса“, Тржиште, новац, капитал, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научно истраживачки рад, Београд, стр. 69

Инфлациона очекивања се такође издвајају као један од битних фактора за регулисање деловања механизма утицаја девизног курса на промене цена (инфлацију). У економијама које су се у прошлости сусретале са високим стопама инфлације и у којима су због тога инфлациона очекивања велика, утицај промене девизног курса на промене цена ће бити већи. Обрнуто, уколико се одређена економија у прошлости одликовала стабилном економском и политичком ситуацијом, самим тим и ниском стопом инфлације, њена инфлациона очекивања ће бити нижа што ће резултурати мањим утицајем промене девизног курса на промену цена. Последица свега је да ће спроведена девалвација (депресијација) дати боље резултате у оним економијама које одликује стабилнији привредни амбијент са

ниским инфлационим очекивањима. У том случају, ефекат преусмеравања домаће тражње са увозних на домаће производе ће бити већи (што је и био циљ промене девизног курса)¹³¹.

Поред тога што би, нарочито у случају малих земаља, једнопроцентна промена номиналног девизног курса требало да доведе до промена цена за један проценат, бројне емпиријске анализе су утврдиле (нарочито у кратком року) да овај услов није испуњен. Овај феномен је у литератури познат под називом *непотпуни pass-through ефекат*¹³². Извозници се могу одлучити да не пренесу у потпуности промену девизног курса на своје цене уколико постоји одређена доза резервисаности у погледу будућег кретања девизног курса (очекивања да је промена привременог карактера и да постоји могућност враћања девизног курса на претходни ниво), или уколико сматрају да ће губитак у профиту остварен на тај начин надокнадити уз помоћ економије обима производње. При томе неоптпуни *pass-through* ефекат смањује ефекат депресијације на *J* криву што ће утицати на непотпуно прилагођавање релативних цена (цене у земљи и цене у иностранству), спорије прилагођавање обима међународне трговине и спорије преусмеравање тражње од увозних ка домаћим производима¹³³.

На графику бр. 4 је приказан (*не*)*потпуни pass-through ефекат* на цену увозних производа. Крива ТТ представља одређени ниво тражње за увозним производима, при чему је на *y* оси представљен ниво цена увозних производа изражен у националној валути ($P = EP^*$), а на *x* оси је приказана количина увозних производа (*Q*). У тачки В је приказана количина производа који су увозници спремни да купе при датом нивоу цена у условима савршене конкуренције. У случају потпуног *pass-through ефекта*, услед повећања девизног курса, дошло би до раста цена увозних производа у националној валути, што би при датом нивоу тражње утицало на смањење количине увозних производа коју су увозници спремни да купе (тачка А на криви ТТ).

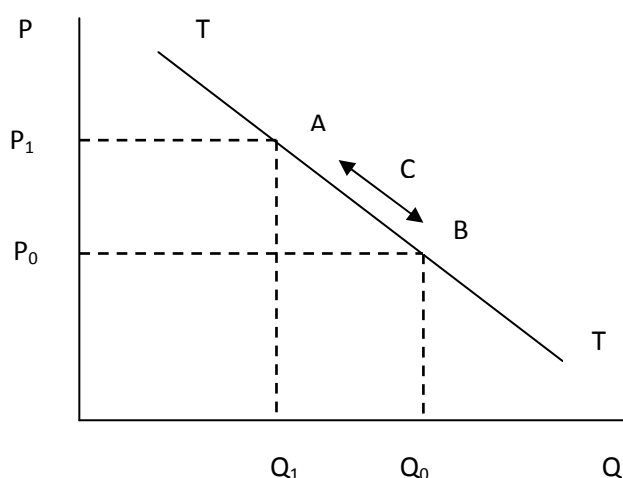
Међутим, уколико се извозници одлуче да се регулисањем марже одрекну дела профита, то ће утицати на смањивање утицаја промене девизног курса на цене увозних производа. Уколико су цене извозника одређене у иностраној валути (валути произвођача (*Producer Currency Pricing – PCP*)), ниво цена у земљи која увози ће се успоставити негде између граничних нивоа цена P_0 и P_1 , што ће тачку С позиционирати између тачака А и Б, што представља простор којим се може приказати *непотпуни pass-through ефекат*.

¹³¹ Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 208

¹³² Тасић, Н., (2009), „Прилагођавање српских цена: ефекти увозних цена и девизног курса“, Тржиште, новац, капитал, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научно истраживачки рад, Београд, стр. 68

¹³³ Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 245-246

График бр.4. (Не)потпуни pass-through ефекат



Извор: Миљковић, Д., (2008), *Међународне финансије*, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 213

Уколико се извозници на домаћем тржишту одлуче да цене својих производа позиционирају на тржишту земље која је спровела девалвацију у домаћој валути (*Local Currency Pricing – LCP*), промена девизног курса неће утицати на ниво цена увозних производа тако да ће количина увезених производа остати иста (тачка В на графику)¹³⁴. Дакле, избор валуте у којој су цене увозних производа позициониране, односно начин позиционирања цена на тржишту које је извршило промену девизног курса (*pricing to market – PTM*), у великој мери ће утицати на интензитет посматраног ефекта.

Анализа *pass-through* ефекта може значајно утицати на процес доношења одлука из сфере монетарне политике нарочито уколико се домаћа економија истовремено сусреће и са проблемом инфлације и са проблемом дефицита текућег рачуна.

5. Анализа токова светског извоза

Други светски рат је у великој мери допринео развоју међународне трговине у послератном периоду. Велика ратна разарања која су претрпеле одређене земље, као и стварање две кључне финансијске институције које су требале да обезбеде међународну монетарну и финансијску сарадњу (прва у области међународних плаћања, девизних курсева и пружања помоћи за отклањање краткорочних

¹³⁴ Миљковић, Д., (2008), *Међународне финансије*, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 213-214

неравнотежа у платном билансу, а друга у области средњерочног и дугорочног финансирања) и стварање услова за међународну сарадњу у области трговине доношењем тзв. Хаванске повеље (односно, каснијег стварања Општег споразума о царинама и трговини и Светске трговинске организације) допринели су чињеници да се послератни међународни економски поредак базирао на либерализму (или, како га још називају, неолиберализму) који је у већој мери одговарао развијеним (пре свега капиталистичким) земљама. Из тог разлога, током педесетих и шездесетих година прошлог века, међународна трговина је расла у просеку 6% годишње, што није било испраћено адекватним растом монетарних резерви злата (расле су за око 1,6% годишње). Овакав тренд је утицао на несташицу међународних средстава плаћања, пораст дефицита у платним билансима, нестабилност Бретонвудског монетарног система, па и на његов распад¹³⁵.

5.1. Динамика и структура светског извоза

Уколико посматрамо само извоз, на основу табеле бр. 12 се види да је сличан тренд настављен и почетком 21. века. У посматраном периоду, од 2000. до 2010. године укупан извоз *робе и услуга* у светским оквирима је порастао 2,4 пута (са 7965869 на 19092866 милиона долара). Да није било велике светске финансијске и економске кризе која је почела 2008. године, то повећање би било још значајније. Овако се може рећи да је 2010. године тек достигнут ниво из 2008. године. Оно што се још може запазити на основу података из табеле бр. 12 је да су најскромнији пораст извоза у посматраном периоду забележиле развијене земље – 2,01 пута, а највећи транзиционе земље – 4,06 пута. Између њих се налазе земље у развоју које су забележиле повећање од 3,14 пута.

Табела бр. 12. Учешће појединих група земаља у укупном светском извозу робе и услуга, у милионима долара

	2000.	2005.	2008.	2009.	2010.
СВЕТ	7965869	13076821	20051974	16004740	19092866
Земље у развоју	2403170	4444957	7329895	5929362	7544887
Транзиционе земље	178255	420099	852013	571879	723153
Развијене земље	5384444	8211766	11870067	9503454	10824826

Извор: United Nations, (2012), *Unctad Handbook of Statistics, United Nations Publication, New York and Geneva*

¹³⁵ Јовановић Гавриловић, П., (2012), Међународно пословно финансирање, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 121, 265

Међутим, права слика се добија када се на основу података из табеле бр. 13 сагледа промена процентуалног учешћа ових група земаља у укупном светском извозу робе и услуга. Иако бележе најскромније повећање, процентуално гледано, учешће развијених земаља је и даље најзначајније. Ипак, потврда претходне констатације се огледа у томе да је једино ова група забележила смањење процентуалног учешћа у односу на почетак посматраног периода (са 67,594% у 2000. на 56,696% у 2010. години). За разлику од њих, остале две групе земаља су забележиле повећање сопственог учешћа (транзиционе земље са 2,238% у 2000. на 3,787% у 2010. години и земље у развоју са 30,168% у 2000. на 39,517% у 2010. години). Иако су у посматраном периоду транзиционе земље забележиле најзначајније повећање (4,06 пута), тек на основу података који говори о њиховом процентуалном учешћу у укупном извозу роба и услуга се види да је утицај ових земаља на укупна дешавања прилично мали. Истовремено, може се рећи да расте значај земаља у развоју – њихово учешће је повећано за преко 9% у посматраном периоду и у 2010. години је износило скоро 40% укупног светског извоза робе и услуга.

Табела бр. 13. Учешће појединих група земаља у укупном светском извозу робе и услуга, у процентима

	2000.	2005.	2008.	2009.	2010.
СВЕТ	100	100	100	100	100
Земље у развоју	30,168	33,921	36,554	37,047	39,517
Транзиционе земље	2,238	3,212	4,249	3,573	3,787
Развијене земље	67,594	62,796	59,196	59,379	56,696

Извор: United Nations, (2012), *Unctad Handbook of Statistics*, United Nations Publication, New York and Geneva

Наредне две табеле показују да су носиоци повећаног значаја земаља у развоју земље које припадају тзв. *БРИКС* групи земаља (Бразил, Русија, Индија, Кина и Јужна Африка). Њихов извоз робе и услуга је у посматраном периоду повећан за 3,83 пута (са 971004 милиона долара у 2000. на 3718344 милиона долара у 2010. години) што је изнад просека земаља у развоју (3,14 пута). Истовремено, њихово учешће у извозу земаља у развоју је повећано са 40,4% у 2000. на 49,28% у 2010. години. Укупно гледано, од повећања учешћа земаља у развоју од 9,349%, на *БРИКС* групу земаља отпада чак 7,286%. Појединачно гледано, иако су све земље из ове групе земаља у посматраном периоду забележиле повећање сопственог учешћа, убедљиво најзначајнији помак је направила Кина – повећање учешћа у светским оквирима од скоро 5% (са 8,731% у 2000. на 13, 562% у 2010. години).

Табела бр. 14. Учешће појединих земаља у укупном светском извозу робе и услуга, у милионима долара

	2000.	2005.	2008.	2009.	2010.
Бразил	64617	134577	228393	180723	233739
Русија	114794	268769	522943	344982	445401
Индија	59064	152147	301662	257957	350154
Кина	695533	1424043	2342381	1991503	2589346
Јужна Африка	36996	67561	98923	78562	99704
БРИКС	971004	2047097	3494302	2853727	3718344
Свет	7965869	13076821	20051974	16004740	19092866

Извор: United Nations, (2012), *Unctad Handbook of Statistics, United Nations Publication, New York and Geneva*

Табела бр. 15. Учешће појединих земаља у укупном светском извозу робе и услуга, у процентима

	2000.	2005.	2008.	2009.	2010.
Бразил	0,811	1,029	1,139	1,129	1,224
Русија	1,441	2,055	2,608	2,155	2,333
Индија	0,741	1,163	1,504	1,612	1,834
Кина	8,731	10,89	11,682	12,443	13,562
Јужна Африка	0,464	0,517	0,493	0,491	0,522
БРИКС	12,189	15,654	17,426	17,831	19,475
Свет	100	100	100	100	100

Извор: United Nations, (2012), *Unctad Handbook of Statistics, United Nations Publication, New York and Geneva*

Табела бр. 16 приказује 5 највећих светских извозника робе (уколико земље ЕУ-27 посматрамо као једну економију) и оно што је приметно је да све земље (спадају у групу развијених земаља) осим Кине бележе смањење сопственог учешћа у посматраном периоду (најзначајније САД – 5,7%). Због различитих извора података, овде је то повећање још израженије него у претходном случају – учешће Кине је повећано за 7,9%.

Табела бр. 16. Учешће највећих извозника робе у светском извозу у периоду од 2001. до 2010. године

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
ЕУ-27	18,6	19	19,2	19	18,1	17,3	17,4	16,7	17,2	16
Кина	6,2	7,3	8,6	9,5	10,5	11,5	12,5	12,4	13,5	14,1
САД	17,1	15,6	14,2	13,1	12,4	12,3	11,9	11,2	11,8	11,4
Јапан	9,5	9,4	9,2	9	8,2	7,7	7,3	6,7	6,5	6,9
Канада	6,1	5,7	5,3	5,1	5	4,6	4,3	3,9	3,5	3,4

Извор: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tet00018&language=en>

Структура извоза најзначајнијих светских извозника робе по секторима СМТК, ревизија 3 се не разликује много. У свим земљама највећи значај имају сектори 5, 6, 7 и 8 који обухватају хемијске производе, прерађене производе, машине, апарате, транспортне уређаје и разне готове производе (последња колона у табели бр. 17), с тим да у Немачкој, САД и Јапану сектор 7 је убедљиво најзначајнији. У Кини су то још увек подједнако и сектор 7 и сектор 8, док се Канада делимично разликује од осталих земаља и због значаја сектора 3 за њен извоз (преко 25%) који обухвата минерална горива и мазива. Оно што је карактеристично, на основу података из табеле бр. 17 је да се код свих наведених земаља (изузев Кине) смањује значај сектора 5, 6, 7, и 8 укупно гледано. То је нарочито изражено у случају САД где то смањење износи 16,1% (са 80,4% у 2005. на 64,3% у 2011. години) и Канаде - 12% (са 56,9% у 2005. на 44,9% у 2011. години). Истовремено, у Кини је забележен пораст значаја ових сектора за 1,5% (са 91,7% у 2005. на 93,2% у 2011. години).

Табела бр. 17. Структура укупног извоза најзначајнијих светских извозника робе по секторима СМТК, ревизија 3

		0+1+22+4	2- (22+27+28)	3	27+28+68+667+971	5+6+7+8- (667+68)
Немачка	2005.	4,5	0,8	2,2	2,7	86
	2011.	5,4	0,9	2,2	4	82,7
Кина	2005.	3,2	0,5	2,3	2	91,7
	2011.	2,9	0,6	1,7	1,6	93,2
САД	2005.	6,8	2,3	2,9	4,3	80,4
	2011.	8,9	2,5	8,7	7,3	64,3
Јапан	2005.	0,5	0,5	0,7	2,1	91,8
	2011.	0,6	0,8	2	3,9	88
Канада	2005.	6,7	4,7	20,2	7	56,9
	2011.	9,7	3,7	25,7	13,1	44,9

Извор: United Nations, (2012), Unctad Handbook of Statistics, United Nations Publication, New York and Geneva

5.2. Географска усмереност светског извоза

На основу података из табеле бр. 18 изводи се закључак да развијене земље губе на значају када је географска усмереност најзначајнијих светских извозника робе у питању. Транзиционе земље, као извозна дестинација, негде бележе пад, негде пораст, али с обзиром на број тих земаља, односно њихово процентуално учешће у укупном извозу наведених земаља, може се рећи да ова група земаља за најзначајније светске извознике робе представља занемарљиву дестинацију. Развијене земље су као извозна дестинација, код свих наведених земаља забележиле пад (од 6,4% у Канади, до 10,2% у Јапану), при чему је њихово учешће у појединим земљама и испод 50% (Кина 47,8%, САД 46,9% и Јапан, само 32,2%). Истовремено,

то је значило да земље у развоју као извозна дестинација добијају на значају. У посматраном периоду, код свих наведених земаља је забележен пораст учешћа земаља у развоју – од 5,5% када је у питању извоз Немачке, до 9,4% када је у питању извоз Јапана. На тај начин, земље у развоју су у Кини, САД-у и Јапану са 48,5%, 52,2% и 66,1% постале важнија извозна дестинација за извоз робе од развијених земаља.

Табела бр. 18. Географска усмереност укупног извоза робе најзначајнијих светских извозника

		Развијене земље	Транзиционе земље	Земље у развоју
Немачка	2005.	81,2	3,6	14,9
	2011.	73,8	5	20,4
Кина	2005.	55,4	2,9	41,7
	2011.	47,8	3,7	48,5
САД	2005.	54,9	0,7	44,4
	2011.	46,9	0,9	52,2
Јапан	2005.	42,4	0,9	56,7
	2011.	32,2	1,7	66,1
Канада	2005.	92,9	0,2	6,9
	2011.	86,5	0,5	13

Извор: United Nations, (2012), Unctad Handbook of Statistics, United Nations Publication, New York and Geneva

6. Избор режима девизног курса на примеру земаља водећих светских извозника

Избор режима девизног курса са којим се земље суочавају на почетку 21. века је знатно већи и компликованији него избор са којим су се суочавале на почетку 20. века, иако се може рећи да се основни, базични услови нису радикално променили. Не постоји један режим девизног курса који одговара свим земљама. Такође, не мора да значи да ће једном одабрани режим бити увек адекватан. Питање избора економски и правно прихватљивог режима девизног курса је нарочито осетљиво код земаља које су биле (или су још увек) у процесу транзиције и желе да се прикључе Европској унији. Као потврда комплексности овог питања може се навести чињеница да су земље које су биле у процесу прикључивања, иако им је циљ био исти (улазак у ЕУ), изабрале прилично различите путеве тј. режиме. Код неких је поврђена претпоставка да је то било само привремено решење које је након достизања одређене стабилности промењено. Уколико се ограничимо само на државе из нашег окружења (тј. западног Балкана), закључујемо да је ситуација иста. Иако су се те државе до недавно развијале у готово идентичном економском

амбијенту, данас на том простору имамо заступљене скоро све режиме девизних курсева. Уколико се крећемо од најригиднијих ка најлибералнијим сусрешћемо се са: а) валутном супституцијом у Црној Гори, б) валутним одбором у Босни и Херцеговини и Бугарској, ц) контролисано флукутирајућим курсом у Србији, Хрватској, Румунији и Македонији и д) независно-флукутирајућим курсом у Албанији.

Са друге стране, уколико се посматра историјат примењиваних режима девизних курсева у 14 развијених тржишних привреда, Bordo M.D. 2003. године долази до закључка да је већина тих земаља током година примењивала исте режиме девизних курсева: током златног стандарда (1880-1914) све земље су примењивале фиксни девизни курс; у међуратном периоду (1915-1945) (уколико се изузме златно девизни стандард који је важио од 1926. до 1931. године) већина земаља се определила за неку форму пливања девизног курса; након тога у бретонвудском монетарном систему (1946-1971) (изузимајући Канаду која је од 1950. до 1961. године примењивала пливајући режим) већина земаља је имала прилагодљиву контролу и након распада бретонвудског монетарног система, већина земаља се определила за неку врсту руковођења флукутацијама, изузев земаља које су се прикључиле *Европској монетарној змији* што је касније резултирало стварањем монетарне уније ових земаља и прихватањем јединствене валуте на целом њеном тржишту¹³⁶.

6.1. Режим девизног курса долара

У другој половини 18. и током читавог 19. века, међународни економски систем је био подређен интересима Велике Британије која је у то време била доминантна светска сила. Наметала је систем слободне трговине који јој је одговарао због тога што су њени производи у том периоду били најконкурентнији. Истовремено, тај период је обележио и чист златни стандард. После пропасти чистог златног стандарда (током Првог светског рата) било је пар, у суштини неуспешних покушаја да се такав систем врати (златно-полужни и златно-девизни стандард), тако да је до коначне демонетизације злата дошло 1973. године (односно, званично усвајањем II амандмана на Статут ММФ-а у априлу 1976. године). У међувремену, поменути период је обележио успон САД као прве економске силе, што је долару обезбедило најважније место у међународним економским трансакцијама. Из тог разлога, *долар* је постао стуб (у том тренутку) новог, бретонвудског монетарног система *као главни деноминатор вредности других валута и главни извор међународне ликвидности*¹³⁷. У табели бр. 19 је дат преглед најважнијих догађаја који су били везани за девизни курс долара у периоду после Другог светског рата.

¹³⁶ Грубишић, З., (2005), „Систем и политика девизног курса данас у свету“, Економски анали, бр. 165, Економски факултет у Београду, стр. 60

¹³⁷ Јовановић Гавриловић, П., (2012), Међународно пословно финансирање, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 194

Табела бр. 19. Сумарни преглед кључних догађаја везаних за режим девизног курса у САД

Година	Кључни догађаји
31. јануар 1934. године	Амерички долар је девалвирао и садржај злата је смањен за 40.94% чиме је цена једне fine унце злата порасла са 20,67 на 35 долара.
15. август 1971. године	Формална конвертибилност долара у злато је суспендована. Ово је резултирало девалвацијом и флукуацијом долара .
18. децембар 1971. године	Садржај злата у долару је редукован за 7,89% што је повећало цену једне fine унце злата на 38 долара (односно за 8,57%).
13. фебруар 1973. године	Долар је поново девалвирао, при чему је садржај злата редукован за 10% што је значило повећање цене једне fine унце злата на 42,22 долара (односно за 11,1%).
1. април 1978. године	Номиналне вредности долара у односу на злато и специјална права вучења су укинута када је ступио на снагу II амандман на статут ММФ-а. Ефективни девизни курс за долар је почео да се користи за све трансакције. Нису одређене маргине за одржавање, девизни курс је био одређен понудом и тражњом. У сваком случају, власти су могле да интервенишу када је то било неопходно. Нису постојале минималне обавезне резерве злата и девиза за националну валуту.
1. новембар 1979. године	Министарство финансија и Федералне резерве су најавили пакет мера за јачање долара . То је подразумевало повећане интервенције на девизним тржиштима у сарадњи са централним банкама Савезне Републике Немачке, Јапана и Швајцарске.
1. јануар 1990. године	Америчке банке су могле да прихвате девизне депозите

Извор: http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange_rate_regime/index.php?cid=30, [05.06.2013.]

Дакле, може се рећи да су у протеклих педесетак година САД користиле два различита режима девизних курсева. Први, који је ефективно трајао од 1958. до марта 1973. године, је био бретонвудски систем фиксних девизних курсева, док је други, који је подразумевао руковођено флукуирање девизног курса, ступио на снагу у марту 1973. године и траје до данас. Мада је бретонвудски монетарни систем је почео да функционише 1945. године ступањем на снагу споразума о оснивању ММФ-а, његова потпуна операционализација је достигнута тек крајем 1958. године када је највећи број главних иностраних валута постао конвертибилан у доларе и за трансакције приватног сектора које су се тичале текућег рачуна. Номиналне вредности валута земаља чланица су биле исказане у злату или у доларима при чему су иностране монетарне власти биле у обавези да интервенцијама на девизним тржиштима одржавају вредности сопствених валута у уским оквирима око њихових доларских паритета (дозвољено одступање је било +/-1%). Истовремено, вредност долара је била изражена у злату и није се мењала од 1934. године (1 fine унца злата = 35 усд). Захваљујући доминацији америчке економије у том тренутку, долар је био

главна резервна валута. Због одговорности иностраних власти по питању интервенција на девизним тржиштима, током трајања бретонвудског монетарног система, директне интервенције САД су биле прилично ограничене. Тек након проглашавања неконвертибилности долара у злато, власти САД су предузеле много више директних интервенција на девизним тржиштима. Усвајањем оваквог система желела се постићи стабилност девизних курсева и спречавање конкурентских девалвација, што је проглашено једним од узрочника настанка економског и финансијског хаоса током 1920-их и 1930-их година. Кредибилитет обавезе САД да конвертују доларе у злато је први пут доведена у питање 1960-их година када су САД почеле да кумулирају дефицит у сопственом платном билансу. Да би се очувао кредибилитет понуде за конверзију долара у злато и, са њом, стабилност бретонвудског монетарног система, заштита америчког злата је постала кључни оперативни циљ политике девизног курса у САД. Влада САД је усвојила пет приступа за остваривање овог циља: операције у иностраним валутама, стабилизација тржишне цене злата, ослобађање златних резерви за међународна поравнања, исправљање стања (дефицита) у платном билансу и стварање нове резервне активе¹³⁸.

Иницијално, померање ка уопштеном флукутирању је генерално виђено као привремена мера суочавања са шпекулативним притисцима, пре него константна карактеристика међународног монетарног система у наредном периоду. Циљ монетарне реформе је виђен као један од начина за унапређивање бретонвудског монетарног система тако да ће убудуће функционисати без честих криза и на више симетричној основи него раније, што би требало да олакша континуирану експанзију међународне трговине и кретања капитала. Овакв систем се састојао од следећих пет уопштених карактеристика: режим девизног курса је био базиран на стабилним, али прилагодљивим номиналним вредностима, што је укључивало право на флукутирање у одређеним ситуацијама; већа симетрија приликом прилагођавања равнотеже платног биланса (подразумевала се већа одговорност суфицитарних земаља за кориговање њихових платнобилансних позиција); мултилатерални надзор (опет је за циљ имало стављање већег притиска на земље са суфицитом како би извршиле прилагођавање); конвертибилност (САД су желеле да ограниче конвертибилност долара за суфицитарне земље после одређене тачке у смислу охрабривања симетричнијег прилагођавања платнобилансних неравнотежа); боље међународно управљање глобалном ликвидношћу (специјална права вучења ће постати главна резервна актива, док ће улога злата и резервних валута бити смањена)¹³⁹.

¹³⁸ Pauls, D., (1990), U. S. Exchange Rate Policy: Bretton Woods to Present, Federal Reserve Bulletin, November 1990, Federal Reserve Bank of St. Louis, стр. 891-895

¹³⁹ Pauls, D., (1990), U. S. Exchange Rate Policy: Bretton Woods to Present, Federal Reserve Bulletin, November 1990, Federal Reserve Bank of St. Louis, стр. 898-899

Током последње деценије 20. века, предности слободног кретања капитала су постале јасне, тако да је дошло до значајног смањења ограничавања мобилности капитала. Међутим, већина земаља у развоју је наставила да користи неку варијанту везаних девизних курсева (што са собом треба да донесе рестрикцију кретања капитала) што је уз слободно кретање капитала довело до честих валутних криза и проблема са стањем у платним билансима тих земаља током поменутог периода.

У свету растуће мобилности капитала, све до касних 1990-их година влада САД није водила кохерентну политику девизног курса. С обзиром да су САД биле за слободно кретање капитала, њихова опција политике девизног курса се сводила на избор између фиксног и флексибилног режима девизног курса. Изабран је флексибилни режим девизног курса. Након распада бретонвудског монетарног система, захваљујући његовој стабилности, ликвидности и ниским трансакционим трошковима, долар је задржао своју водећу улогу. То је светски доминантна међународна валута, јединствена карактеристика која даје САД предност у привлачењу прилива капитала, чиме САД финансирају дефицит биланса текућих трансакција по релативно ниској цени. Једноставно, многи економисти карактеришу користи од доминантног положаја долара као огромну привилегију. Неке од чињеница којима се потврђује значај и улога долара су¹⁴⁰:

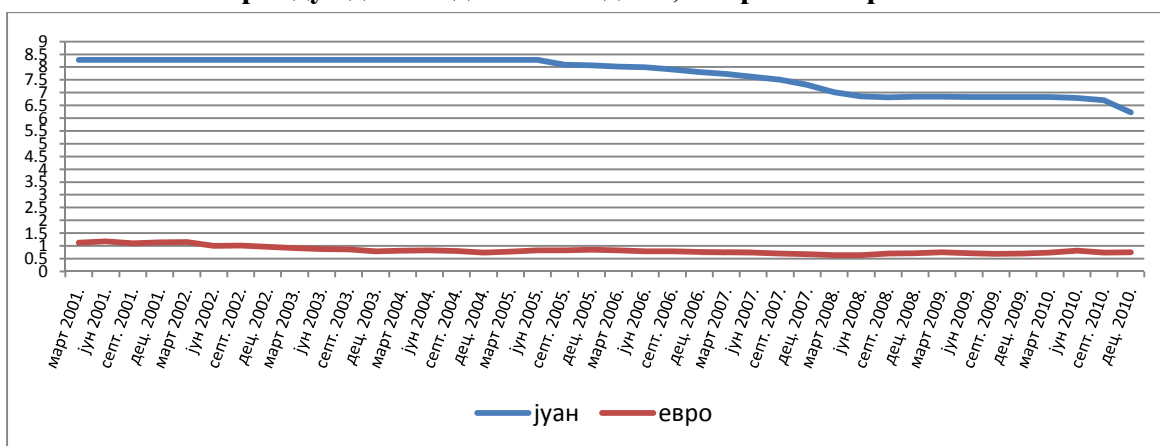
- деведесет одсто свих роба којима се тргује на међународном тржишту се фактурише у доларима и цена се изражава у доларима;
- фактурисање и цена произведене робе у међународној трговини представља компликованију слику. Долар, међутим, опет доминира (37% извоза В. Британије у Немачку је фактурисано у доларима, не у еврима или фунтама);
- долар се налази на једној страни у 90% свих девизних трансакција;
- преко 66 % свих резерви Централних банака је изражено у доларима, а тај проценат је у сталном порасту од 1990. године;
- друга најпопуларнија валута која се користи од стране странаца је долар, после домаће валуте која је на првом месту. То објашњава зашто је процењено да 50-70% свих доларских новчаница циркулише у иностранству, ван граница САД;
- долар је друга најпопуларнија валута коју странци користе за деноминацију на *of-shore* банкарским рачунима, са обично својом домаћом обрачунском јединицом на првом месту;
- педесет одсто међународне трговине обвезницама је изражено у америчким доларима;
- долар такође доминира на светским тржиштима капитала, са 60% од капитализоване вредности свих компанија којима се тргује у свету деноминовано је у доларима.

¹⁴⁰ <http://www.cato.org/publications/congressional-testimony/international-economic-exchange-rate-policy-hearings>, [07.06.2013.]

Све ово говори у прилог једноставној чињеници да је свет високо и незванично доларизован. У режиму флукутирајућег девизног курса, будућа вредност долара ће бити одређена очекивањима о будућим стопама приноса у САД и иностранству, као и ризицима који се јављају на тим тржиштима. Проценити будуће приносе и ризике је наравно тешко и у великој мери зависи од стања поверења. У том смислу, растући дефицит текућег рачуна у САД се може негативно одразити на вредност долара. Уколико прилив капитала у САД не буде на нивоу протеклих година, флукутирајућа вредност долара би требало да ослаби на тржишту, после чега би тржишне силе аутоматски требало да доведу до тога да "проблематични" амерички дефицит текућег рачуна почне да се смањује.

График бр. 5 приказује кретање номиналног девизног курса долара у кинеским јуанима и еврима у периоду од 2001. до 2010. године. Сва три најважнија извозника у свету су се определила за флукутирајуће девизне курсеве. Као што је претходно и наведено, види се да је до 2005. године вредност кинеског јуана била практично фиксирана у односу на амерички долар и да је курс износио 8,27 јуана за 1 амерички долар. Период до 2008. године је обележила ап्रेसијација јуана тако да је се средином 2008. године девизни курс стабилизовао на износу од око 6,83 јуана за 1 амерички долар. Све до краја 2010. године, ова вредност је одржавана да би на крају 2010. године јуан додатно апресирао на 6,22. Уколико се посматра почетак (1усд = 8,2777 јуана) и крај (1усд = 6,2229 јуана) периода, изводи се закључак да је у посматраном десетогодишњем периоду кинески јуан у односу на амерички долар апресирао за 33,02%, што је одређени број економиста, с обзиром на већ наведене чињенице, окарактерисао као недовољно.

График бр. 5. Кретање номиналног девизног курса долара у јуанима и еврима у периоду од 2001. до 2010. године, кварталне промене



Извор: <http://www.imf.org/external/np/fin/ert/GUI/Pages/Report.aspx?CU='EUR','USD','CNY'&EX=REP&P=DateRange&Fr=631139040000000000&To=634293504000000000&CF=Compressed&CUF=Comma&DS=Ascending&DT=Blank>, [10.06.2013.]

Истовремено, долар и евро су константно мењали свој однос, при чему је, уколико се опет посматрају почетак (1усд = 1,1322еур) и крај (1усд = 0,753еур)

периода, евро апресирао за 50,36% у односу на долар, док је та ап्रेसијација била још израженија (86,46%) уколико би се гледали периоди када је долар имао највећу (јун 2001. године, 1усд = 1,1792еур), тј. најмању вредност (март 2008. године, 1усд = 0,6324еур).

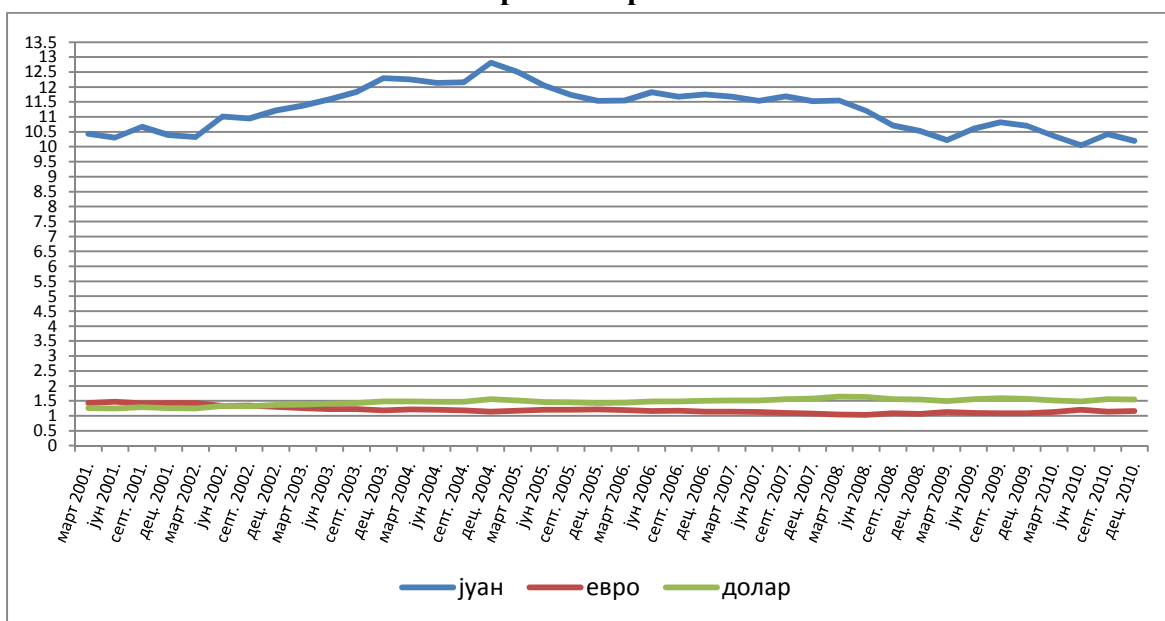
Усвајање I амандмана на Статут ММФ-а 1967. године је био један од првих покушаја реформи тадашњег међународног монетарног система. Тада је одлучено да се креира нови облик међународног средства плаћања у виду тзв. специјалних права вучења (special drawing rights – sdr). Због већ уоченог проблема са међународном ликвидношћу, циљ је био да се створи вештачка актива која ће моћи да се користи у међународним плаћањима. Поред тога, жеља је била и да се обезбеди поуздан заједнички деноминатор у којем би све националне валуте исказивале своју вредност. Након свих ових година, може се рећи да ни један, ни други циљ због којих је створена ова вештачка актива, није испуњен. Почетком 2008. године, улога специјалних права вучења у повећању међународне ликвидности је била скоро занемарљива – њихов удео у укупним светским монетарним резервама је био мањи од пола процента. Истовремено, у том тренутку, само је Либија своју валуту изражавала уз помоћ специјалних права вучења, тако да се може рећи да нису преузела ни улогу заједничког деноминатора. Као највећи недостатак је био наведен начин утврђивања вредности јединице специјалних права вучења који је мењан више пута током свих ових година. Вредност је прво одређивана у односу на злато и долар, затим у односу на корпу која се састојала од 16 најзначајнијих валута у том тренутку (у једном тренутку је био измењен састав те корпе), након тога у односу на корпу која се састојала од 5 најзначајнијих валута, да би, на крају увођењем евра уместо немачке марке и француског франка, то постала корпа од четири валуте (долар, евро, јен, фунта), тако да се може рећи да је веома тешко одредити њихову реалну вредност кроз време. Ипак, начин њиховог утврђивања умањује ефекат колебања вредности појединих националних валута (стабилнија су) па се употребљавају као средство обрачуна при склапању уговора, одобравању кредита, емитовању хартија од вредности и приликом других, сличних финансијских трансакција (укључујући и приватне)¹⁴¹.

Из тог разлога на графику бр. 6 је приказано кретање вредности валута три најзначајнија светска извозника у односу на специјална права вучења у периоду од 2001. до 2010. године. Као и у односу на долар, и у односу на специјална права вучења јуан и евро су апресирали, само у доста мањем проценту. На почетку посматраног периода вредност специјалног права вучења је износила 10,4353 јуана, а на крају 10,1995 јуана. На тај начин посматрано, јуан је апресирао свега 2,31%. Чак је, за разлику од односа према долару (до 2005. године, практично фиксирана вредност јуана у односу на долар) до 2005. године био присутан тренд депресијације јуана (у децембру 2004. године вредност специјалног права вучења је износила

¹⁴¹ Јовановић Гавриловић, П., (2012), Међународно пословно финансирање, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 123-126

12,8107 јуана што је подразумевало депресијацију јуана од 18,54% у односу на почетак периода), да би тек након тога јуан почео да апресира. Евро је све време имао периоде наизменичне апресијације и депресијације, међутим, укупно гледано у већем проценту је била присутна апресијација тако да је, уколико се посматра цео период евро апресирао за 23,08% (на почетку вредност специјалног права вучења је износила 1,4274еур, а на крају 1,1597еур). Долар, као још увек најзначајнија светска валута, је, и на овај начин приказано, потврдио смањење сопствене вредности. За разлику од јуана и евра, у посматраном периоду, долар је у односу на специјална права вучења депресирао за 18,14%. На почетку вредност специјалног права вучења је износила 1,2606усд, а на крају 1,54усд, што ни мало не треба да чуди с обзиром не економске показатеље САД у посматраном периоду (пре свега огроман трговински дефицит).

График бр. 6. Кретање номиналног девизног курса специјалних права вучења (СПВ) у јуанима, еврима и доларима у периоду од 2001. до 2010. године, кварталне промене



Извор: <http://www.imf.org/external/np/fin/ert/GUI/Pages/Report.aspx?CU='EUR','USD','CNY'&EX=CSDR&P=DateRange&Fr=631139040000000000&To=634293504000000000&CF=Compressed&CUF=Comma&DS=Ascending&DT=Blank>, [10.06.2013.]

Економска и политичка снага САД након Другог светског рата учинили су да долар постане главна резервна валута, односно да игра улогу светског новца. У почетку, постојала је тзв. „глад за доларима“, зато што је за доларе могло бити купљено све (машине, опрема, транспортна средства) што је било неопходно за послератну обнову. Поред тога, његова конвертибилност у злато је уливала додатну сигурност онима који су долар држали у својим портфељима. Дакле, бретонвудски монетарни систем је подразумевао да долар буде подлога међународне ликвидности. Временом, дошло је до распада бретонвудског монетарног система, укидања конвертибилности долара у злато и почетка флукутирања валута, па чак и долара.

Све то је пратило значајно повећање обима међународне трговине роба и услуга, ширили су се послови мултинационалних компанија, смањивале су се рестрикције у области кретања капитала, чиме се јављала потреба и за све већим одговарајућим износима средстава којима ће те трансакције бити покривене, односно, расла је потреба за повећањем међународне ликвидности. Иако се бретонвудски монетарни систем распао, на основу претходно наведених података, изводи се закључак да је ту улогу наставио да игра (и још увек је игра) долар. Улога светског новца подразумева да долари из САД одлазе у свет и тамо се задржавају (потврђено великом количином долара која се и даље налази ван граница САД – од 50% до 70%), што значи да светски инвеститори имају поверења у дату валуту. Ту долази до једне парадоксалне ситуације – валута земље која има огроман дефицит (долари из САД у великој мери одлазе кроз дефицит платног биланса (од 1982. године (изузев 1991. године) САД имају стални дефицит трговинског биланса који је у збиру од 2002. до 2007. године износио 3700 милијарди долара)) треба да ужива опште поверење у свету и да тамо буде прихваћена као средство плаћања, обрачуна и резерви¹⁴². Претходне две табеле показују да је долар у посматраном периоду изгубио на вредности у одређеном проценту. С обзиром на економске показатеље, може се поставити питање, да ли је тај губитак вредности био адекватан или не. У великој мери томе су доприносиле Централне банке појединих земаља (пре свега Јапана и већих европских земаља) зато што су куповале долар како би заштитиле, тј. спречиле смањење конкурентности сопствених производа на америчком тржишту (свакако да велику улогу игра величина америчког тржишта). Међутим, поставља се питање шта се може десити уколико се не успе са одбраном конкурентности, или се престане са пружањем помоћи долару, или се изгуби поверење у долар и огромна количина долара се слије у САД. При томе, јављају се и неке нове валуте (пре свега кинески јуан – све више се овом валутом тргује и ван граница Кине, при чему она постаје и чувар вредности) које прете да угрозе садашњу позицију долара. Све наведено доводи у питање одрживост садашњег међународног монетарног система.

6.2. Режим девизног курса евра

На тлу највећег светског извозника из 2010. године (ЕУ-27) још увек не постоји јединствена валута, иако стварање монетарне уније говори у прилог томе. Међутим, у еврозони (која не обухвата све земље ЕУ, али представља значајан део извоза ЕУ-27) у области политике девизног курса је већ постигнуто јединство. По овом питању све земље еврозоне говоре једним гласом и политика девизног курса је искључиво у надлежности Заједнице што значи да појединачне државе чланице више не могу да делују аутономно. Заједничка валута – евро је веома брзо преузела улогу немачке марке и, уз долар и јуан, постала једна од најзначајнијих светских валута. У

¹⁴² Јовановић Гавриловић, П., (2012), Међународно пословно финансирање, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 185-189

својој резолуцији из 1997. године Европски савет наглашава да се не може допустити земљама чланицама да политика девизног курса делује самостално и изоловано од осталих политика, већ да девизни курс треба да представља исход свих осталих економских политика. Поред тога, он увек зависи од одлука и акција најмање две стране. Пре стварања ЕМУ, Европа се састојала од отворених и у највећем делу малих економија. Због значајне величине спољног сектора у односу на националну привреду, девизни курс је играо веома важну улогу у економским перформансама ових земаља. Стварање еврозоне је умањило значај девизног курса за „домаћа“ економска кретања зато што је, по дефиницији, укинута номинални девизни курс између њених учесника. На тај начин, је постало немогуће да се економска, или финансијска криза прелију у кризу девизног курса. Ипак, истовремено, укидање националне валуте онемогућава појединачне земље да (као у претходном периоду) на екстерне шокове реагују променом девизног курса и спрече његово ширење на остале делове привреде. Због тога је приликом формирања монетарне уније од великог значаја појам оптималног валутног подручја, односно да су земље које чине монетарну унију у довољној мери интегрисане како би користи стварања ове уније превазишле њене трошкове.

Што се политике девизног курса евра тиче, треба правити разлику између три групе земаља: земаља ЕУ које нису узеле учешће у ЕRM II (*Exchange Rate Mechanism*), земаља ЕУ које учествују у ЕRM II и земаља које не припадају ЕУ. Иако прва група земаља не учествује у ЕRM II, као чланице ЕУ, оне су предмет Уговора ове Уније у којем јасно стоји да свака земља треба да третира своју политику девизног курса као питање од заједничког интереса. Ово питање треба веома озбиљно схватити зато што се може поставити питање да ли би јединствено тржиште могло функционисати нормално уколико би појединачним земљама чланицама било дозвољено (или би се охрабривале) да изврше снажну депресијацију девизног курса. Коришћење девизног курса као инструмента за стицање конкурентске предности над другим чланицама Уније може подстаћи њихово незадовољство и довести до стварања протекционистичких притисака у тим чланицама чиме би било знатно отежано функционисање јединственог тржишта. Европска Комисија и Савет су дужни да обезбеде поштовање ових одредби у Уговору.

Друга група земаља је прихватила ЕRM II, што подразумева постојање међусобног споразума о девизним курсевима, тј. он повезује валуте земаља чланица ЕУ које су изван области евра са јединственом европском валутом. Овакав оквир, уз симулацију економских услова који постоје у монетарној унији, помаже да се осигура да су земље кандидати оријентисали њихове политике ка стабилности и одрживој конвергенцији. Изузетно је битно у монетарну унију ући припремљен зато што се, као што је већ раније напоменуто, прихватањем јединствене валуте у потпуности губи политика девизног курса као инструмент за решавање економских проблема.

Према трећој групи земаља (које нису чланице ЕУ) чланице монетарне уније су усвојиле флексибилни режим девизног курса. Спољна вредност евра према валутама „трећих“ земаља је одређена тржиштем. Усвајање овакве политике је само наставак политике према „трећим“ земљама које су земље чланице водиле пре ЕМУ. Рационалност ове одлуке се огледа у следећем: одсуство обавезе одржавања девизног курса на одређеном нивоу дозвољава Европској централној банци да се фокусира на остваривање свог приоритетног циља у области јединствене европске валуте – *стабилности цена* и у области јединствене европске валуте девизни курс игра много мање значајну улогу тако да би монетарна политика требало да буде окренута испуњавању унутрашњих, а не спољашњих услова. Већина развијених земаља и неке од брзорастућих економија такође примењују флукутирајући режим девизног курса. Наравно, с обзиром на важност коју са собом носи питање девизног курса, то не значи да ће у случају флукутирајућег режима формирање девизног курса бити у потпуности препуштено тржишту. Интервенције власти су могуће и пожељне у разним ситуацијама. Уколико се сматра да је домаћа валута прецењена или потцењена, то може захтевати реакције власти у одређеном смеру како би били спречени даљи негативни ефекти оваквог стања валуте. Истовремено, неадекватна макроекономска или структурна политика у земљама у суседству такође може допринети кретањима девизног курса у погрешном смеру и то у континуитету (дакле, промене нису привременог карактера) што може имати значајан утицај на област еврозоне. Поред тога, не примењују све земље флексибилне режиме девизних курсева што значи да у неким ситуацијама ове земље могу предузети кораке да изврше неопходна прилагођавања сопственог девизног курса, што такође за последицу може имати утицај и на дешавања у области еврозоне.

Све ово захтева да за ефективну примену политике девизног курса у области еврозоне постоје адекватни инструменти и процедуре. Таква политика захтева постојање четири главна елемента¹⁴³:

- прво, праћење и процењивање дешавања на девизним тржиштима;
- друго, дискутовање о развоју тржишта са другим значајним партнерима;
- треће, прављење јавних договора и
- четврто, интервенисање на девизним тржиштима.

6.3. Режим девизног курса кинеског јуана

Као што је претходно наведено, процентуално учешће најважнијих светских извозника (осим Кине) се смањивало у првој деценији 21. века. У посматраном временском периоду, Кина је знатно повећала сопствени извоз и остварила велики

¹⁴³ <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090406.en.html>, [27.05.2013.]

суфицит текућег рачуна. Многи економисти сматрају да је томе у великој мери допринела и политика девизног курса вођена у том периоду. У зависности од тога шта се сматра кинеском територијом, као и због различитих извора информација, то повећање учешћа у укупном светском извозу се кретало од нешто мање од 5%, па скоро до 8%. У 2010. години, највећи светски извозник је била ЕУ-27 (уколико се посматра као једна економија), међутим, убрзо након тога, Кина је преузела прво место. Кина је била скоро комплетно затворена економија од 1949. године па све до почетка реформи у касним 1970-им и отварања ка спољном свету у раним 1980-им годинама. Високо централизована економија је са собом донела и политику девизног курса која је била углавном одређена националним стратегијским интересима (табела бр. 20). То је довело до фиксирања кинеског јуана у односу на амерички долар на нивоу од 2,4618 јуана све до 1971. године. Међутим, након тога, распад бретонвудског монетарног система је допринео чињеници да се и девизни систем Кине прилагоди остатку света и кинески јуан је почео да флукуира (у том периоду и да јача у односу на долар – 1,5 јуана за долар 1979. године). Тада се сматрало да је јуан знатно прецењен и кинеска власт је да би задржала предности које са собом носи јака валута, и истовремено, довела до бољег баланса између извоза и увоза, увела дуални режим девизног курса 1981. године (један курс је био „интерно договорени курс“ уведен од стране Кинеског државног савета 1. јануара 1980. године – 2,8 јуана за долар, док је други био „званични курс“ за нетрговински сектор), који није дуго трајао (до јануара 1985. године). Међутим, у том периоду, кинеска власт је Народној банци Кине дозволила стварање девизног своп тржишта у неколико већих градова у Кини, при чему је своп тржишни курс могао да флукуира у распону између 5 и 10 % у односу на интерно договорени курс који је служио као нека врста сидра. Због развоја девизног тржишта и пораста девиза у оптицају, девизни своп курс је креиран за иностране инвестиционе корпорације и у први мах за кинеска предузећа у четири специјалне економске зоне (Shantou, Shenzhen, Xiamen, and Zhuhai). Касније, током 1988. године то је проширено на сва домаћа предузећа којима је одобрено да задрже девизне зараде. Током 1990-их година кинеске власти су радиле на постављању режима девизног курса на тржишне основе¹⁴⁴. Све до 1994. године овај курс се разликовао од званичног курса, када је кинеска власт поново усвојила јединствени режим девизног курса, при чему је јуан депресирао до износа од 8,7 јуана за долар. Крајем 1994. године, јуан је апресирао на 8,45 јуана за долар. Следећа апресијација, на 8,28 јуана за долар у октобру 1997. године је означила почетак функционисања режима који је подразумевао фиксирање вредности јуана у односу на долар¹⁴⁵. Након тога, суочавајући се са великим притиском (пре свега од стране САД – претња америчког Конгреса увођењем трговинских санкција) да услед великог трговинског суфицита и (према мишљењу одређеног броја економских стручњака) велике потцењености сопствене валуте, изврши апресијацију јуана, Кина

¹⁴⁴ http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange_rate_regime/index.php?cid=8, [27.05.2013.]

¹⁴⁵ Su, Ting T., (2009), An Empirical Analysis of Chinas Equilibrium Exchange Rate: A Co-integration Approach, Master thesis, Lincoln University, стр. 7-9

је 2005. године увела режим руковођено флукутирајућег девизног курса. Извршена је иницијална ревалвација у јулу 2005. године од 2,1% (8,11 јуана за долар) након чега је одобрен узак распон за флукутирање валуте, чиме је омогућено да валута споро, али стабилно апресира. Укупна апресијација је до јануара 2008. године износила 13%, што је опет, према проценама америчког Конгреса било недовољно (њихове процене су се кретале да је било потребно од 20% па на више).

Табела бр. 20. Сумарни преглед кључних догађаја везаних за режим девизног курса у Кини

Година	Кључни догађаји
Пре 1978. године	Углавном одређен националним стратегијским интересима
1978. година	Реформе и отварање економске политике
Од јануара 1981. до јануара 1985. године	Дуални девизни систем
Од јула 1986. до јануара 1994. године	Постојање званичног курса и девизног своп тржишног курса
Од 1. јануара 1994. године	Унификација режима девизног курса
1997. година	<i>De facto</i> фиксирање режима девизног курса за амерички долар
Од 21. јула 2005. године	Режим руковођено флукутирајућег девизног курса
После 2010. године	Повећање флексибилности режима девизног курса и ефективности монетарне политике

Извор: Su, Ting T., (2009), *An Empirical Analysis of Chinas Equilibrium Exchange Rate: A Co-integration Approach*, Master thesis, Lincoln University, сmp. 10

Страх од редистрибуције домаћег дохотка и од губитка извозне конкурентности је доприносио спорости ових промена¹⁴⁶ што је на крају довело и до прекида постепене апресијације и поновног фиксирања јуана за долар у периоду од септембра 2008. до јуна 2010. године.

Иако су у протеклом периоду извршене одређене реформе у Кини по питању режима спољне трговине (слободна конкуренција) и девизног курса (руковођено флукутирајући девизни курс), велики пораст продуктивности у земљи (продуктивност у Кини је расла брже него код њених трговинских партнера) није био праћен великом апресијацијом реалног ефективног девизног курса што је, по мишљењу одређеног броја економских стручњака, довело до потцењености кинеске валуте. Из тог разлога, након 2003. године почињу да се јављају све веће контроверзе у погледу висине девизног курса јуана и та тема је постала једно од најчешће расправљаних међународних економских питања¹⁴⁷.

¹⁴⁶ Кругман, П. и Обстфелд, М., (2009), Међународна економија - теорија и политика, Дата Статус, Београд, стр. 653-654

¹⁴⁷ <http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/chinese-economy/sessione3/Li-Gang%20Liu.pdf>, [04.06.2013.]

Д Е О ІV

**РЕЖИМ ДЕВИЗНОГ КУРСА,
КОНКУРЕНТНОСТ И ИЗВОЗ СРБИЈЕ
У ПЕРИОДУ ОД 2001. ДО 2010. ГОДИНЕ**

1. Кретање девизног курса динара

Уз помоћ девизног курса успоставља се однос између две валуте, односно девизни курс представља цену по којој се једна валута размењује за другу. У Србији, девизни курс се изражава у форми *директног нотирања* (тзв. *европска конвенција*) тако да конкретно у овом случају девизни курс приказује колико је потребно јединица динара (домаће валуте) за једну јединицу иностране валуте (евро, долар, фунта, швајцарски франак, јен...), односно одређена је цена јединице иностране валуте при чему је она изражена у динарима (у јединицама домаће валуте). Свако повећање девизног курса динара доводи до депресијације (девалвације) динара (уз истовремену апресијацију (ревалвацију) иностране валуте) што подразумева смањење вредности националне валуте. Са друге стране, свако смањење девизног курса динара доводи до апресијације (ревалвације) динара (уз истовремену депресијацију (девалвацију) иностране валуте) што се огледа у јачању вредности националне валуте. Као и код проучавања вредности других валута, и приликом проучавања вредности динара, могу се користити номинални, реални и ефективни показатељи, при чему се још једном може истаћи да номинални показатељи (иако најлакше доступни и највидљивији) дају најмање корисне податке за мерење перформанси неке (у овом случају српске) привреде.

1.1. Кретање номиналног девизног курса

Иако је по појединим ауторима Србија започела транзицију још почетком деведесетих година прошлог века, због свих дешавања током те деценије, многи с правом сматрају да је прави транзициони процес започео тек крајем 2000. године. Из тог разлога ће промене свих варијабли бити анализирани за период који обухвата прву деценију 21. века (од 2001. до 2010. године).

Током посматраног периода вођена је углавном политика руковођено флукутирајућег девизног курса (иако смо до 2003. године, бар према еврима имали *de facto* фиксни режим) што подразумева сталне промене вредности динара у односу на остале валуте. На основу података из табеле бр. 21 види се да је на крају периода (2010. године) за све наведене валуте било потребно дати више динара него на почетку периода (2001. године). Дакле, за десет година динар је (у односу на овде изабране валуте) највише номинално депресирао према швајцарском франку (52,26%), а најмање према америчком долару (14,64%). Овакво кретање девизних курсева је на неки начин и било очекивано. Девизни курс треба да буде одраз онога што се дешава у привреди неке земље (и у позитивном и у негативном смислу) тако да је веома тешко имати јаку валуту у слабој привреди при чему је удео извоза у

БДП (иако се током посматраних година повећавао (са 14,79% у 2001. на 26,4% у 2010. години)), још увек недовољан, с обзиром да је према проценама за дугорочни одрживи развој неопходно да његово учешће у БДП-у буде преко 50%.

Табела бр. 21. Номинална депресијација (апресијација) динара према изабраним валутама

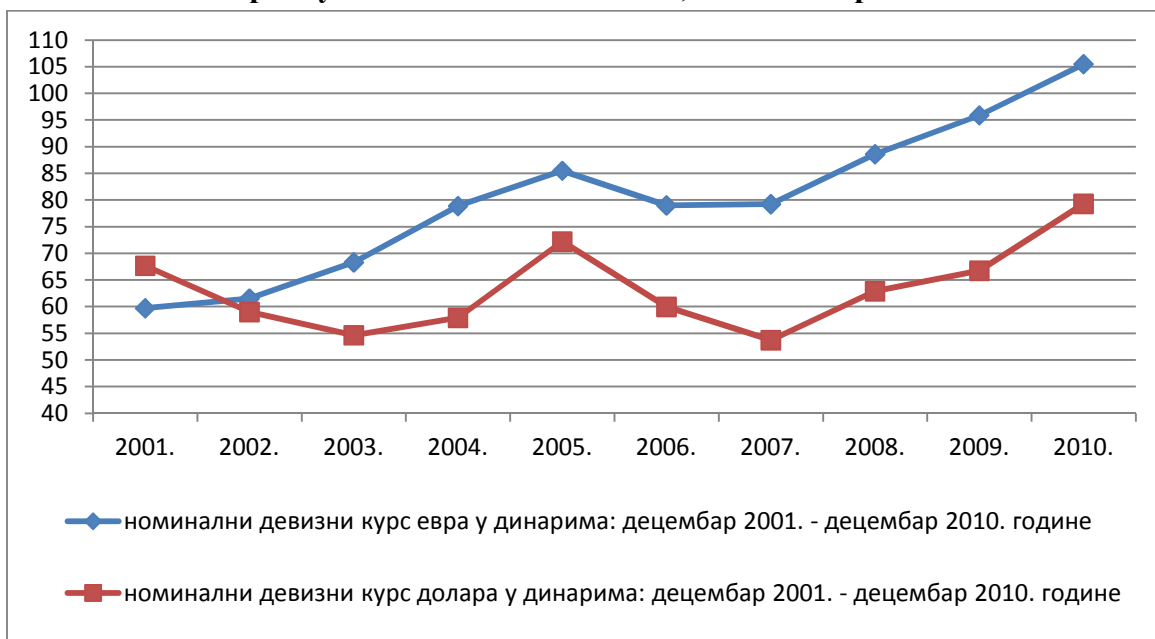
	2001.	2010.	(+) – номинална апресијација, (-) – номинална депресијација
1 eur =	59,7055	105,4982	-43,41%
1 usd =	67,6702	79,2802	-14,64%
1 gbp =	98,0406	122,4161	-19,91%
1 chf =	40,3159	84,4458	-52,26%
1 jpy =	0,5151	0,9728	-47,05%
1 cny =	7,9794	12,0662	-33,87%
1 rub =	2,1657	2,6093	-17%
1 leu =	20,8966	24,6255	-15,14%
1 hrk =	7,9051	14,3064	-44,74%
1 huf =	0,2381	0,3779	-36,99%
1 blg =	29,9227	54,0228	-44,61%

Извор: Статистички билтен НБС, август 2012, <http://www.oanda.com/currency/historical-rates/>

С обзиром да је најважнији трговински партнер Србије у посматраном периоду била Европска унија (преко 50% трговине се обавља са овом групом земаља), где најзначајније земље користе евро као јединствену валуту, при чему се и са већином осталих земаља трговина обавља у еврима (или доларима), за Србију ће од највећег значаја бити поређење вредности динара у односу на ове две валуте. График бр. 7 представља кретање номиналних девизних курсева евра и долара у динарима у посматраном периоду при чему су приказане промене ових девизних курсева на годишњем нивоу (крај године - 31. децембар), док график бр. 8 представља промене ових курсева на месечном нивоу (крај месеца). Оба графика потврђују исту чињеницу да је од половине 2003. године присутан веома сличан тренд промене вредности динара у односу на ове две валуте. Ипак, оно што се у великој мери разликује то је укупна стопа депресијације динара. Док је у односу на долар динар депресирао за „само“ 14,64% (31. децембра 2001. године девизни курс је био 1 usd = 67,6702 rsd, а 31. децембра 2010. године 1 usd = 79,2802 rsd), у односу на евро, степен депресијације је далеко већи – 43,41% (31. децембра 2001. године девизни курс је био 1 eur = 59,7055 rsd, а 31. децембра 2010. године 1 eur = 105,4982 rsd)¹⁴⁸.

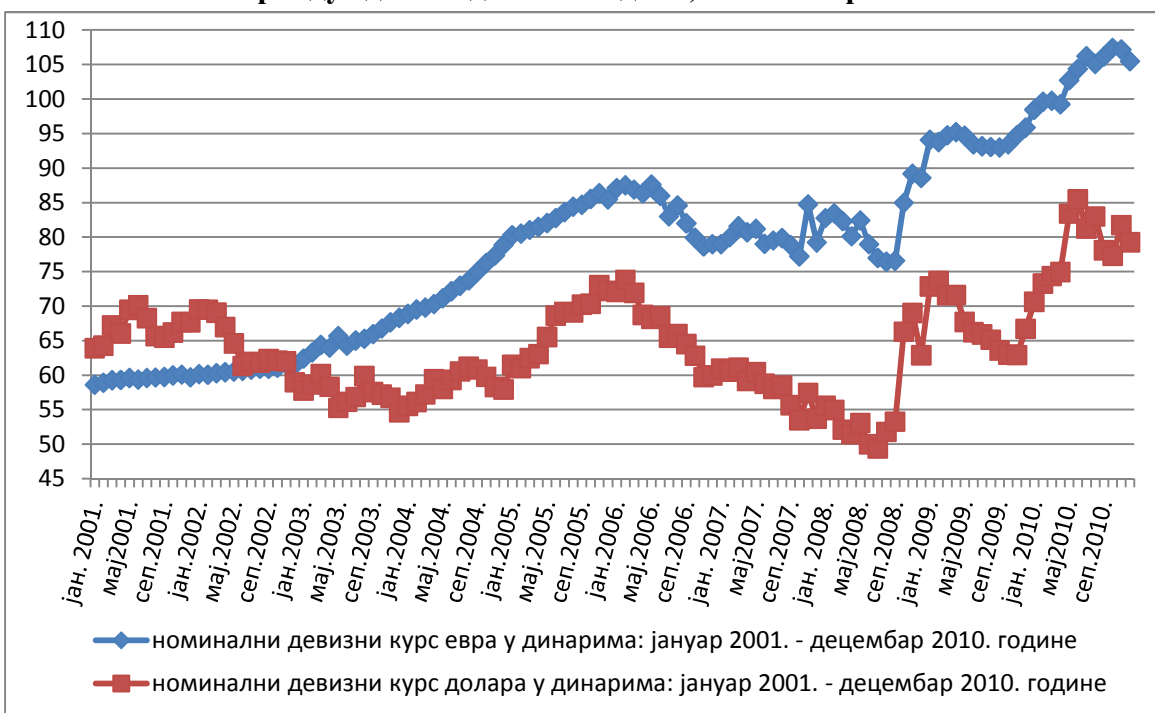
¹⁴⁸ Јанковић, Н. (2013), „Проблеми конкурентности српског извоза“, Тематски зборник радова: Финансије и рачуноводство у функцији привредног раста, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 88

График бр. 7. Кретање номиналног девизног курса евра и долара у динарима у периоду од 2001. до 2010. године, годишње промене



Извор: Статистички билтен НБС, јануар 2011.

График бр. 8. Кретање номиналног девизног курса евра и долара у динарима у периоду од 2001. до 2010. године, месечне промене



Извор: Статистички билтен НБС, јануар 2004., 2006., 2008. и 2011.

Може се закључити да цео посматрани период карактерише повећање девизног курса динара у односу на све изабране валуте. Економски гледано, свакако је најважнија промена у односу на евро. Као што је већ у првом делу закључено, у систему директног нотирања повећање номиналног девизног курса сугерише на

смањење вредности националне валуте (у овом случају динара) што би требало да доведе до тога да домаћа добра чини јефтинијим у иностраној валути и страна добра скупљим у домаћој валути чиме се поправља конкурентска позиција Србије у иностранству. Ипак, посматрање само ове категорије девизног курса не даје јасан одговор на питање да ли се положај Србије поправио у односу на друге земље. Због могућих различитих промена цена у посматраном периоду у посматраним земљама, номиналне промене (у овом случају девизног курса) нису баш адекватан показатељ за било какве сложеније економске анализе. Из тог разлога је боље пратити реалне промене одређених показатеља које се добијају када се номиналне вредности ослободе утицаја промене цена¹⁴⁹.

1.2. Кретање реалног девизног курса

Реалан девизни курс, односно његове промене ће много боље описати промену конкурентности неке земље. Праћење промена реалног девизног курса подразумева праћење промена домаћих, иностраних цена и номиналног курса. Промене цена су најчешће дате у форми ланчаних индекса (прати се промена у односу на претходни период) при чему ће нам за економско закључивање од веће помоћи бити уколико се ти ланчани индекси претворе у базне и реалан девизни курс се прати у форми индекса са сталном базом. Том приликом ће се добити временска серија података која приказује кретање реалног девизног курса током посматраног временског периода¹⁵⁰. У систему директног нотирања раст реалног девизног курса подразумева депресијацију динара и обрнуто, пад подразумева апресијацију. Вредност индекса реалног девизног курса већа од 100 подразумева потцењеност националне валуте (динара) и доводи до побољшања конкурентности Србије. Обрнуто, вредност индекса реалног девизног курса мања од 100 подразумева прецењеност националне валуте и доводи до погоршања конкурентности Србије.

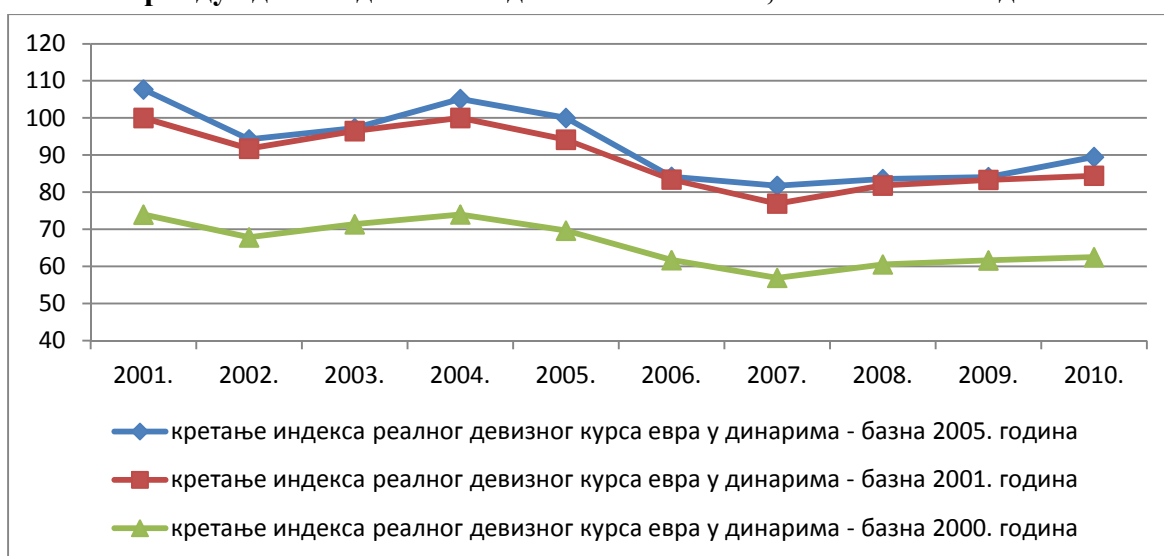
Овом приликом највећи проблем представља одређивање адекватне базне године у односу на коју ће се пратити промена конкурентности Србије. График бр. 9 представља кретање индекса реалног девизног курса евра у динарима у три случаја – као базне године су узете 2000. 2001. и 2005. година. Последица тога су и различити резултати. На основу добијених резултата изводи се закључак да се током свих ових година конкурентска позиција Србије погоршавала и да је динар био прецењен. Једино, уколико би се као базна година изабрала 2005., добијени резултати показују да је 2001. и 2004. године динар био благо потцењен (107,71 и 105,14). Оно што је заједничко за све базне године је тренд који се може извући а то је да се

¹⁴⁹ Јанковић, Н. (2013), „Проблеми конкурентности српског извоза“, Тематски зборник радова: Финансије и рачуноводство у функцији привредног раста, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 90

¹⁵⁰ Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 125-126

конкурентска позиција Србије погоршавала 2002., 2005., 2006. и 2007., а благо поправљала 2003., 2004., 2008., 2009. и 2010. године. Међутим, то поправљање је углавном било мало и недовољно зато што је динар остао у зони прецењености (индекс је испод 100). Најлошији резултати су добијени уколико би се као базна година узела 2000. година (почетна година транзиционог процеса) пре свега због још увек превелике стопе инфлације у 2001. години (40,7%), а скоро непромењеног номиналног девизног курса евра у динарима. Из тог разлога не треба да чуди што је вредност индекса реалног девизног курса у 2001. години износила 73,99. Најнижа вредност је достигнута 2007. године – само 56,93.

График бр. 9. Кретање индекса реалног девизног курса евра у динарима у периоду од 2001. до 2010. године – базна 2000., 2001. и 2005. година



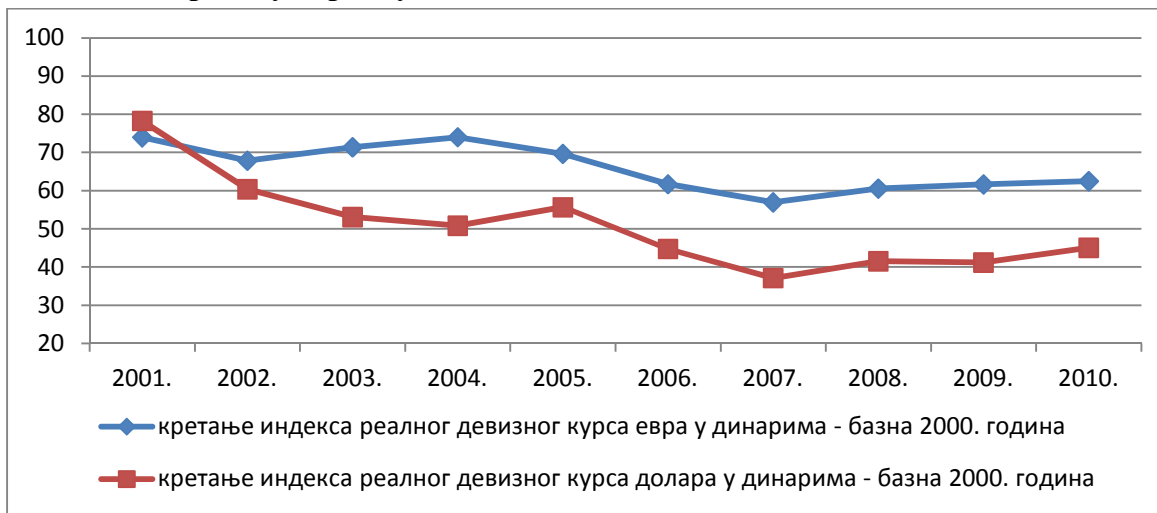
Извор: Статистички билтен НБС, јануар 2011, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>

- Вредност индекса изнад 100 осликава потцењеност динара и побољшање конкурентности Србије.
- Вредност индекса испод 100 осликава прецењеност динара и погоршање конкурентности Србије.

Због тога што Србија највећи део трговине обавља у еврима или доларима, на графику бр. 10 је представљено поред кретања индекса реалног девизног курса евра у динарима и кретање индекса реалног девизног курса долара у динарима. Као базна година је узета 2000. и закључак је исти – константна прецењеност динара при чему индекс ни једне године не прелази ни 80. У већини година је присутан сличан тренд (разликују се 2003., 2004. и 2005. година зато што уколико се посматра курс евра у динарима у прве две године долази до поправљања конкурентске позиције, а у трећој до погоршања, док уколико се гледа курс долара у динарима, ситуација је обрнута, у прве две године долази до погоршања, а затим до побољшања конкурентске позиције) с тим што је конкурентска позиција Србије лошија уколико се посматра

кретање индекса реалног девизног курса долара у динарима (у 2007. години индекс је био само 37,13). Разлог томе је доста мања номинална депресијација динара у односу на долар (14,64%) него динара у односу на евро (43,41%) у посматраном периоду¹⁵¹.

График бр. 10. Кретање индекса реалног девизног курса евра и долара у динарима у периоду од 2001. до 2010. године – базна 2000. година



Извор: Статистички билтен НБС, август 2012, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>

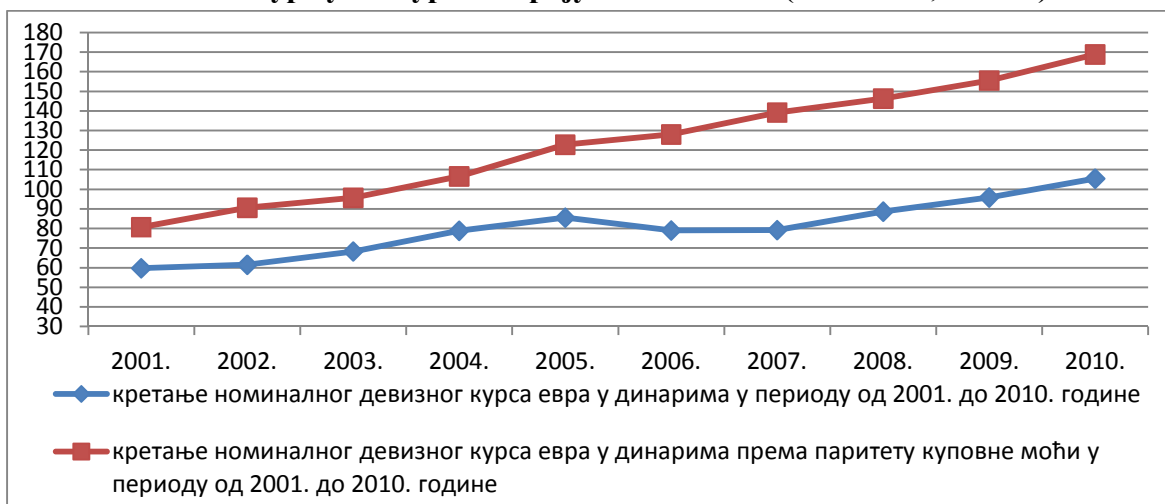
- Вредност индекса изнад 100 осликава потцењеност динара и побољшање конкурентности Србије.
- Вредност индекса испод 100 осликава прецењеност динара и погоршање конкурентности Србије.

Да би номиналне промене девизног курса биле идентичне реалним, односно да би индекс реалног девизног курса остао непромењен (100), промене морају бити усклађене са различитим стопама инфлације у земљи и иностранству. На основу тога, следећа два графика представљају кретање званичних номиналних девизних курсева евра и долара у динарима и девизних курсева који би се добили да је промена зависила само од стопа инфлације у посматраним земљама. Као реални девизни курсеве су узети девизни курсеве на крају 2000. године (1 eur = 58,675 rsd и 1 usd = 63,1659 rsd). Константно већа стопа инфлације у Србији него у евро зони и САД-у је допринела томе да су номиналне промене које су се дешавале биле недовољне да се девизни курс одржи на реалном нивоу (из 2000. године). Да је номинална промена девизног курса евра у динарима усклађивана са стопама инфлације у Србији и евро зони током свих ових година, на крају 2010. године 1 евро би вредео 168,8445 динара (график бр. 11). Истовремено да је номинална

¹⁵¹ Јанковић, Н. (2013), „Проблеми конкурентности српског извоза“, Тематски зборник радова: Финансије и рачуноводство у функцији привредног раста, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 90-92

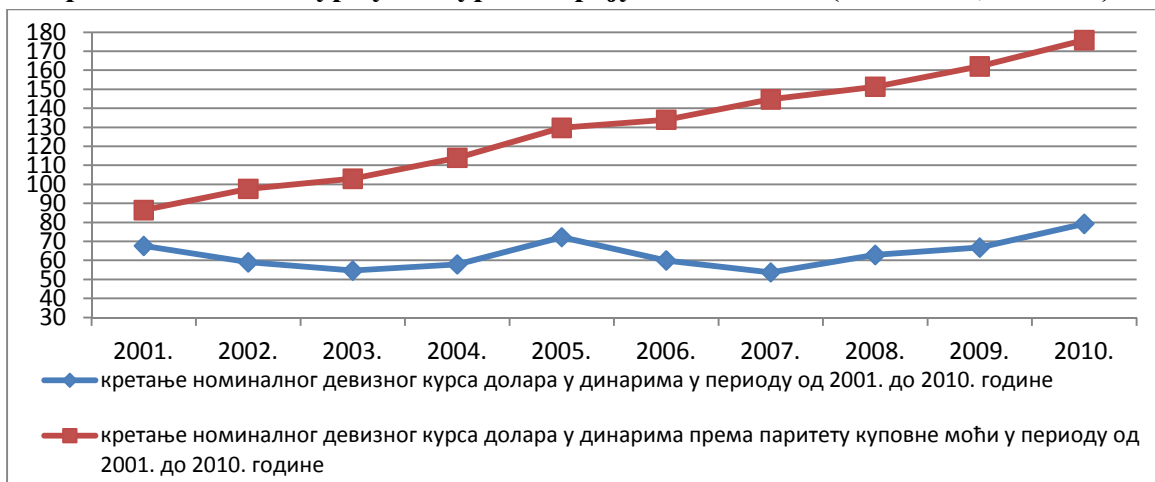
промена девизног курса долара у динарима усклађивана са стопама инфлације у Србији и САД-у, на крају 2010. године 1 долар би вредео 175,8897 динара (график бр. 12). Овако, то што је девизни курс који би се добио помоћу паритета куповне моћи константно изнад званичног девизног курса и на овај начин указује на прецењеност динара у односу на евро и долар (наравно у односу на девизне курсеве који су били на крају 2000. године). Што је удаљеност ових девизних курсева већа то је већа и прецењеност динара.

График бр. 11. Поређење званичног девизног курса евра у динарима и девизног курса који би се добио према паритету куповне моћи уколико би се за реалан девизни курс узео курс на крају 2000. године (1 eur = 58,675 rsd)



Извор: Статистички билтен НБС, август 2012, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>

График бр. 12. Поређење званичног девизног курса долара у динарима и девизног курса који би се добио према паритету куповне моћи уколико би се за реалан девизни курс узео курс на крају 2000. године (1 usd = 63,1659 rsd)

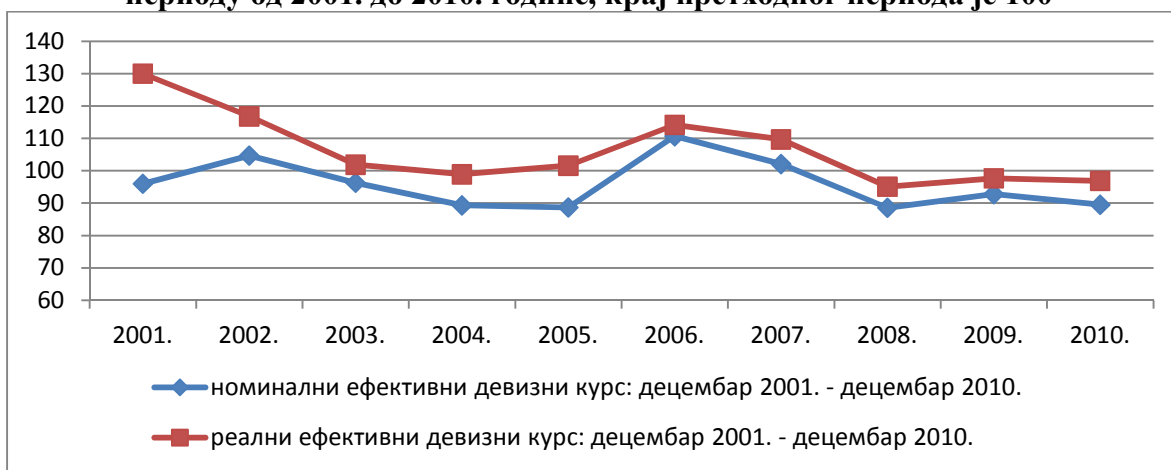


Извор: Статистички билтен НБС, август 2012, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>

1.3. Кретање реалног ефективног девизног курса

Претходно поменути девизни курсеви представљају однос између две валуте. Промене девизног курса могу утицати на цене увозних производа у домаћој валути и на цене извозних производа у иностраној валути. Такође, и промене домаћих и иностраних цена утичу на конкурентност извоза и увоза Србије према тој земљи. Међутим, с обзиром да нека земља тргује са великим бројем земаља, као најбољи показатељ глобалне извозне конкурентности се издваја *ефективни (мултилатерални) девизни курс*.

График бр. 13. Индекс номиналног и реалног ефективног курса динара у периоду од 2001. до 2010. године, крај претходног периода је 100



Извор: Статистички билтен НБС, јануар 2011.

**индекс изнад 100 указује на ап्रेसијацију динара, индекс испод 100 указује на депресијацију динара*

На графику бр. 13 приказано је кретање индекса номиналног и реалног ефективног девизног курса у посматраном периоду. Подаци су преузети са сајта НБС при чему су дати у форми ланчаних индекса. Иако Србија тргује са доста земаља, због тога што се трговина у највећој мери обавља у еврима и доларима, у одређивању ефективног девизног курса учествују само ове две валуте (пондер за евро износи 70%, а за долар 30%). Због другачијег нотирања, на основу датих података из НБС, уколико се индекс реалног ефективног девизног курса налази изнад 100, то подразумева апресацију динара, док уколико је мањи од 100, подразумева депресијацију динара. Анализирајући график бр. 13 долази се до закључка да је индекс номиналног ефективног девизног курса само у 2002., 2006. и 2007. години био изнад 100 што указује на апресацију динара према ове две валуте. Међутим, уколико се посматра кретање реалног ефективног девизног курса, закључци су мало другачији – уколико изузмемо 2004. годину када је индекс био врло мало испод 100 (98,9), тек у последње три године индекс је испод 100 што

указује на реалну девалвацију (депресијацију) динара према најважнијим трговинским партнерима и поправљање конкурентске позиције Србије. У свим осталим годинама, у већој или мањој мери, била је присутна реална депресијација динара према овим валутама што се негативно одражавало на конкурентску позицију Србије.

2. Конкурентност српске привреде

Србија, као земља која жели да достигне средњи и високи ниво дохотка треба да примењује стратегију конкурентности која је базирана на иновацијама, односно да ствара и одржава конкурентску предност путем предузетништва и иновативности предузећа, подизања нивоа знања и убрзаног технолошког развоја повећавајући економске и техничке могућности. Подизање конкурентности привреде Србије, посебно њених извозно оријентисаних сектора подразумева значајно унапређење општих фактора конкурентности, као што су макроекономска стабилност и привредни раст, укљученост у глобалне и интеграционе токове, квалитет правне државе, квалитет економске политике и квалитет законодавства које ствара привредни амбијент за предузећа, развијеност институција финансијског сектора, развијеност привредне структуре, квалитет науке и технолошке развијености, квалитет образовања и људског потенцијала, квалитет менаџмента¹⁵².

Србија на бази одговарајуће развојне стратегије треба да постигне *макроекономску, секторску и микроекономску* конкурентност. Постизању макроекономске конкурентности треба да допринесу политика девизног курса, пореска политика, управљање тражњом, подстицање мобилности тржишта капитала, тржишта рада и тржишта производа, подстицање конкурентности у области инфраструктуре, образовања и истраживања. Постизање конкурентности сектора привреде треба да се обезбеди путем унапређења секторских структура. Конкурентност предузећа је доминантно одређена технолошким и организацијским прилагођавањима предузећа и јачањем пословних, финансијских и маркетиншких и технолошких способности предузећа да измене постојећу секторску и тржишну структуру и да се прилагоде таквим структурним променама¹⁵³.

Јачањем институција и вођењем економских политика Србија треба да ојача своју конкурентску способност, повећа извоз и стопу привредног раста. Ниска конкурентност привреде Србије последица је, не само раста домаће агрегатне тражње и погрешки у вођењу економске политике, већ и успорених економских

¹⁵² Бошњак, М., (2005), „Конкурентност и развој као полуге европске перспективе Србије“, Економски анали, бр. 166, Економски факултет у Београду, стр. 131-132

¹⁵³ Нешић, С., (2008), Конкурентност привреде Србије, радни документ, Српски економски форум, Београд, стр. 2-3

реформи, успорене приватизације, недовољних инвестиција и технолошког застаревања опреме и уређаја¹⁵⁴.

Најзначајнији разлози због којих повећање извоза представља један од приоритета економске политике Србије у наредном периоду су: *висок степен увозне зависности производње (што захтева повећање извоза како би могло да се обавља несметано плаћање увоза); потреба повећања девизног прилива због уредног сервисирања дужничких обавеза према иностранству и висок трговински дефицит који је настао након 2000. године.* Изузетно ниска вредност извоза у периоду санкција је свакако последица и веома лоше извозне структуре што говори да се као главни предуслов одрживог повећања извоза на дужи рок намеће повећање конкурентности српског извоза кроз, пре свега промену његове неадекватне структуре¹⁵⁵.

Међутим, економски раст Србије у великој мери зависи и од светске привреде. Последња финансијска криза, која је прерасла у економску, и захватила велики број земаља, знатно је утицала на економски раст и развој водећих економских сила у свету (самим тим и најважнијих трговинских партнера Србије). Неизвесност око брзине њиховог опоравка, с обзиром да се привреда Србије значајно ослања на инострану тражњу, значи и велики проблем за, и онако недовољно конкурентну привреду Србије. Због свега наведеног, Србија ће се у наредном периоду суочити са следећим дугорочним ризицима¹⁵⁶:

- низак ниво извоза услед утицаја екстерних фактора на извозну тражњу, а тиме и низак ниво привредног раста;
- низак ниво прилива страних директних инвестиција, раст цена капитала и отежано задуживање реалног сектора и државе, јер је Србија високо зависна од увоза капитала;
- доминантно присуство банака чије су централе у земљама евро зоне које су погођене дужничком кризом, може додатно допринети преношењу кризе на Србију;
- висока јавна потрошња и њена неодговарајућа структура, као и задуженост државе.

Сама могућност појаве ових ризика доприноси стварању одређене макроекономске нестабилности у Србији и појачава негативно дејство већ постојећих проблема - високе стопе инфлације, неадекватног девизног курса, велике стопе незапослености и недовољне стопе привредног раста. Глобална економска

¹⁵⁴ Бошњак, М., (2005), „Конкурентност и развој као полуге европске перспективе Србије“, Економски анали, бр. 166, Економски факултет у Београду, стр. 135

¹⁵⁵ Ковачевић, Р., (2005), „Макроекономски оквири конкурентности извоза привреде Србије“, Тржиште, новац, капитал, јул-септембар, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 5

¹⁵⁶ Привредна комора Србије, (2012), Предлог нове економске политике за период 2012-2016. године, ПКС, Београд, стр. 3

криза је само помогла бржем избијању на површину ових проблема. Дотадашњи начин решавања нагомиланих проблема (пре свега задуживањем) се показао неодрживим зато што се Србија нашла на граници презадужености (чак је по неким параметрима, у појединим годинама и прешла ту границу). Последица свега је констатација да макроекономски оквир у наредном периоду (2012-2016.година) мора бити тако постављен да омогући коначно отклањање кључних диспропорција које су уочене између¹⁵⁷:

- укупне производње и потрошње;
- домаће штедње и нивоа неопходних инвестиција;
- увоза и извоза који ствара неодржив јаз који се покрива задуживањем;
- развијених и неразвијених региона;
- односа између активног и издржаваног становништва;
- односа броја запослених и незапослених;
- односа броја запослених у администрацији и производном сектору;
- односа броја запослених и броја пензионера.

Највећи проблем представља чињеница да је за отклањање наведених диспропорција (које су и до сада биле присутне) неопходно учинити читав низ „непопуларних“ мера које због опште економске, политичке и социјалне ситуације ни једна економска власт није желела, односно не жели (у потпуности) да примени. ***Међутим, све док кључне диспропорције не буду на прави начин решене, Србија ће наставити да заостаје по бројним економским показатељима, и то не само за развијеним земљама света.***

2.1. Фактори (не)конкурентности

С обзиром да је један од најшире прихваћених показатеља националне конкурентности, оцена Светског економског форума у форми „Извештаја о глобалној конкурентности“ се примењује и у Србији. У случају Србије, Нови индекс глобалне конкурентности указује на чињеницу да конкурентност Србије (оптимистички гледано) стагнира. Посматрано од 2008. године, Србија тренутно јесте лошије рангирана за 10 места (2008. године је била 85 од 134, а 2012. године 95 од 144 земље), али је њен укупан индекс (који је незнатно порастао са 3,8 на 3,9) у суштини, остао исти. Међутим, посматрајући и претходних пар година (од 2003. године), види се да је Србија бележила пораст укупног индекса конкурентности (у 2005. години је износио 3,38, у 2007. години је износио 3,78, у 2012. години је износио 3,9), али уз истовремено погоршање положаја на светској ранг листи (са 77. позиције у 2003. години, на 95. позицију у 2012. години), иако се број анализираних земаља повећавао. На основу свега наведеног изводи се закључак да то што је

¹⁵⁷ Привредна комора Србије, (2012), Предлог нове економске политике за период 2012-2016. године, ПКС, Београд, стр. 3-4

упркос побољшању оцене нивоа конкурентности дошло до пада на листи најконкурентнијих земаља, значи да су у међувремену друге земље остваривале знатно бржи раст конкурентности, чиме се Србији јасно ставља до знања да је потребно значајно убрзање нивоа конкурентности у односу на постојећи темпо¹⁵⁸.

Табела бр. 22. Кретање новог индекса глобалне конкурентности у Србији у периоду од 2008. до 2012. године

	2012.		2011.		2010.		2009.		2008.	
	Ранг (од 144)	Резултат од 1 до 7	Ранг (од 142)	Резултат од 1 до 7	Ранг (од 139)	Резултат од 1 до 7	Ранг (од 133)	Резултат од 1 до 7	Ранг (од 134)	Резултат од 1 до 7
НГЦИ	95	3,9	95	3,9	96	3,8	93	3,8	85	3,9
Подиндекс А: основни фактори	95	4,1	88	4,3	93	4,1	97	3,9	88	4,1
1. стуб: Институције	130	3,2	121	3,2	120	3,2	110	3,2	108	3,4
2. стуб: Инфраструктура	77	3,8	84	3,7	93	3,4	107	2,8	102	2,7
3. стуб: Макроекономска стабилност	115	3,9	91	4,5	109	4	111	3,9	86	4,7
4. стуб: Здравство и основно образовање	66	5,7	52	5,8	50	6	46	5,7	46	5,8
Подиндекс Б: Фактори повећања ефикасности	88	3,8	90	3,7	93	3,7	86	3,8	78	3,8
5. стуб: Високо образовање и обука	85	4	81	4	74	4	76	3,8	70	3,9
6. стуб: Ефикасност тржишта роба	136	3,6	132	3,5	125	3,6	112	3,7	115	3,7
7. стуб: Ефикасност тржишта рада	100	4	112	3,9	102	4,1	85	4,2	66	4,4
8. стуб: Софицистираност финансијског тржишта	100	3,7	96	3,7	94	3,8	92	3,9	89	3,9
9. стуб: Технолошка опремљеност	58	4,1	71	3,6	80	3,4	78	3,4	61	3,5
10. стуб: Величина тржишта	67	3,6	70	3,6	72	3,6	67	3,7	65	3,6
Подиндекс Ц: Фактори иновативности и софицистираност и	124	3	118	3	107	3	94	3,2	91	3,3
11. стуб: Софицистираност пословних процеса	132	3,1	130	3,1	125	3,2	102	3,4	100	3,5
12. стуб: Иновације	111	2,8	97	2,9	88	2,9	80	3	70	3,1

Извор: *The Global Competitiveness Report 2008-2009, 2009-2010, 2010-2011, 2011-2012, 2012-2013*

¹⁵⁸ Савић, Н. и Џунић, М., (2008), „Конкурентност Србије у региону“, Милочерски економски форум 2008 - Транзиција и после у региону некадашње Југославије, ФЕФА, Београд, стр. 10

БДП по становнику је у 2012. години износио 6081 долар што значи да се Србија и даље налази у 2. фази развоја, односно припада економијама чија предност треба да се огледа у ефикасности. На неки начин то потврђује чињеница да најнижи (али и даље изузетно висок) ранг има управо подиндекс Б – фактори ефикасности (ранг је 88). Подиндекс А – основни фактори има нешто слабији ранг (95) који је на нивоу укупног индекса, док је ранг подиндекса Ц – иновативни фактори убедљиво најлошији – 124. Као још бољи показатељ стања може да послужи кретање оцена ових подиндекса. Док су подиндекси А и Б забележили стагнацију (и у 2008. и у 2012. години подиндекс А је износио 4,1, а подиндекс Б 3,8), подиндекс Ц је забележио пад са 3,3 у 2008. на 3 у 2012. години (табела бр. 22).

Управо ова чињеница треба да забрине – иако се и даље налазимо у 2. фази развоја, циљ је да временом дођемо до 3. фазе развоја у коју спадају иновативно вођене економије. Подиндекс Ц, као најважнији за такве економије чине само два стуба (*софицистираност пословних процеса и иновације*), а Србија у оба бележи велики пад од преко 30 места. У 2008. години по софицистираности пословних процеса Србија је била на 100. месту (са оценом 3,5), односно на 70. месту што се иновација тиче (са оценом 3,1), док је у 2012. години на 132. месту (са оценом 3,1) – софицистираност пословних процеса, односно на 111 месту (са оценом 2,8) – иновације. Из прве две групе подиндекса, као изузетно лоши издвајају се стуб бр. 1 – *Институције* (у оквиру Основних фактора) где смо на 130. месту и стуб бр. 6 – *Ефикасност тржишта роба* (у оквиру Фактора ефикасности) где смо на 136. месту. Наравно, оба показатеља су забележила пад у односу на 2008. годину (табела бр. 22).

Једина два стуба која се издвајају у позитивном смислу су: стуб бр. 4 на 66. месту – *Здравство и основно образовање* (у оквиру Основних фактора) и стуб бр. 9 на 58. месту – *Технолошка опремљеност* (у оквиру Фактора ефикасности). Велика разлика између њих је што је први показатељ забележио пад у посматраном периоду (са 46. на 66. место, при чему је његова оцена пала са 5,8 на 5,7), док је други показатељ забележио напредак (са 61. на 58. место, уз повећање оцене са 3,5 на 4,1).

Даљим рашчлањавањем Новог индекса глобалне конкурентности на укупно 111 показатеља у оквиру већ поменутих 12 стубова, долази се до истих закључака. У табели бр. 23 приказано је по 15 показатеља који представљају, с једне стране најкритичније области, и са друге стране, области у којима остварујемо одређене конкурентске предности. Као најкритичнији издвајају се показатељи у оквиру *Институција и Ефикасности тржишта роба* (стубови бр. 1 и 6) при чему ће се посебно нагласити само то да смо 143. (од 144. земље) по *Заштити интереса малих акционара* и 142. по *Ефикасности антимонополске комисије* и *Степену тржишне доминације*. Конкурентске предности бележимо углавном код показатеља у оквиру *Здравства и основног образовања* (стуб бр. 4) при чему „изузетне“ резултате бележимо у показатељима који се тичу проблема маларије у Србији. С обзиром на карактер овде наведених показатеља, јасно је да ће на развој економије Србије у

наредном периоду у доста већој мери утицати они показатељи који су овде наведени као најкритичнији.

Табела бр. 23. Показатељи (не)конкурентности Србије

Најкритичније области	стуб	ранг	Конкурентске предности	стуб	ранг
Заштита интереса малих акционара	1	143	Утицај маларије на посао	4	1
Ефикасност антимонополске комисије	6	142	Учесталост маларије	4	1
Степен тржишне доминације	6	142	Превенција од ХИВ-а	4	12
Прихватање технологије на нивоу фирме	9	142	Интернет проток по кориснику	9	20
Ефикасност корпоративних одбора	1	141	Трошкови отпуштања радника	7	21
Одлив мозгова	7	141	Индекс законских права	8	24
Сарадња на релацији запослени - послодавац	7	139	Утицај ХИВ/АИДС на посао	4	29
Спремност да се делегирају овлашћења	11	139	Фиксни телефони на 100 становника	2	31
Ефикасност правног оквира у решавању спорова	1	138	Мобилне мреже на 100 становника	9	32
Пружање обуке запосленима	5	138	Утицај туберкулозе на посао	4	35
Софицистираност купаца	6	138	Претплате на мобилне телефоне на 100 становника	2	38
Интензитет локалне конкуренције	6	137	Смртност одојчади	4	39
Бреме владине регулативе	1	136	Учесталост туберкулозе	4	40
Степен усмерености купаца	6	135	Флексибилност при одређивању плата	7	41
Ослањање на професионални менаџмент	7	135	Укупна стопа пореза, као % профита	6	50

Извор: *The Global Competitiveness Report 2012-2013*

Уколико се број земаља ограничи само на транзиционе, може се рећи да су резултати такође изузетно лоши. Од 16 посматраних земаља, Србија се налази на последњем, 16. месту (забележила је пад са 13. места у 2008. години). Од 2010. године је и Албанија испред Србије, а од 2012. године и БИХ. Од осталих земаља се издвајају Естонија и Чешка које све време држе прве две позиције и заузимају око 35. позиције укупно гледано. Бугарска је представник оних земаља које су највише напредовале (са 12. на 8. позицију), док се поред Србије, још и Словенија, Словачка и Хрватска издвајају као земље које су највише поквариле свој пласман (табела бр. 24).

Табела бр. 24. Кретање новог индекса глобалне конкурентности у транзитивним земљама у периоду од 2008. до 2012. године

	2012.			2011.			2010.			2009.			2008.		
	ранг – ТР*	ранг – УК**	индекс	ранг – ТР*	ранг – УК**	индекс	ранг – ТР*	ранг – УК**	индекс	ранг – ТР*	ранг – УК**	индекс	ранг – ТР*	ранг – УК**	индекс
Естонија	1	34	4,6	1	33	4,6	1	33	4,6	2	35	4,6	1	32	4,7
Чешка	2	39	4,5	2	38	4,5	2	36	4,6	1	31	4,7	2	33	4,6
Пољска	3	41	4,5	3	41	4,5	3	39	4,5	4	46	4,3	6	53	4,3
Литванија	4	45	4,4	4	44	4,4	5	47	4,4	6	53	4,3	4	44	4,5
Летонија	5	55	4,3	8	64	4,2	10	70	4,1	10	68	4	7	54	4,3
Словенија	6	56	4,3	6	57	4,3	4	45	4,4	3	37	4,6	3	42	4,5
Мађарска	7	60	4,3	5	48	4,4	7	52	4,3	7	58	4,2	9	62	4,2
Бугарска	8	6,2	4,3	10	74	4,2	11	71	4,1	12	76	4	12	76	4
Словачка	9	71	4,1	9	69	4,2	8	60	4,2	5	47	4,3	5	46	4,4
Ц. Гора	10	72	4,1	7	60	4,3	6	49	4,4	8	62	4,2	10	65	4,1
Румунија	11	78	4,1	12	77	4,1	9	67	4,1	9	64	4,1	11	68	4,1
Македонија	12	80	4	14	79	4,1	13	79	4	13	84	3,9	14	89	3,9
Хрватска	13	81	4	11	76	4,1	12	77	4	11	72	4	8	61	4,2
БИХ	14	88	3,9	16	100	3,8	16	102	3,7	16	109	3,5	15	107	3,6
Албанија	15	89	3,9	13	78	4,1	14	88	3,9	15	96	3,7	16	108	3,6
Србија	16	95	3,9	15	95	3,9	15	96	3,8	14	93	3,8	13	85	3,9

Извор: *The Global Competitiveness Report 2008-2009, 2009-2010, 2010-2011, 2011-2012, 2012-2013*

(*) – ранг земље у односу на транзитивне земље

(**) – ранг у односу на све земље

Ипак, гледано према БДП по становнику, све ове земље које су забележиле највећи пад конкурентности у протеклом периоду су и даље у врху (осим Србије). Словенија је са 24533 долара по становнику на првом месту, Словачка на трећем, а Хрватска на петом. Србија, за разлику од претходног показатеља, није на последњем месту, већ са нешто више од 6000 долара заузима 13. место (табела бр. 25).

Табела бр. 25. БДП по становнику у транзитивним земљама у 2012. години

	ранг	БДП по становнику у америчким доларима	фаза развоја
Словенија	1	24533	3
Чешка	2	20444	3
Словачка	3	17644	3
Естонија	4	16583	2-3
Хрватска	5	14457	2-3
Мађарска	6	14050	2-3
Пољска	7	13540	2-3
Литванија	8	13075	2-3
Летонија	9	12671	2-3
Румунија	10	8863	2
Ц. Гора	11	7317	2
Бугарска	12	7202	2
Србија	13	6081	2
Македонија	14	5016	2
БИХ	15	4618	2
Албанија	16	3992	2

Извор: *The Global Competitiveness Report 2012-2013*

Проблем представља то што се Србија и даље налази у другој фази развоја и што је још увек далеко од границе која представља улазак у транзицију из друге у трећу фазу (граница је БДП по становнику већи од 9000 долара), а прилично далеко од уласка у трећу фазу развоја која подразумева економију која је иновативно

оријентисана (граница је БДП по становнику већи од 17000 долара). У другој фази су осим Бугарске и Румуније остале још само земље Западног Балкана (изузимајући Хрватску). Као најнапредније, односно као земље које се налазе у трећој фази развоја, су се издвојиле Словенија, Чешка и Словачка, при чему је и Естонија веома близу испуњавања тог услова. Србија са БДП по становнику који је, чак 4 пута мањи од словеначког, ће највероватније још дуги низ година морати да чека на тај статус.

Уколико се као показатељ конкурентности прати *Извештај о пословању Светске банке*, резултати, када је у питању Србија су такође изузетно лоши. Гледано у односу на све земље, у посматраном периоду, Србија се налази око 90-ог места (у 2012. години смо били 92. место). Међутим, уколико поређење поново ограничимо само на транзиционе земље (табела бр. 26), долазимо да закључка да смо покварили пласман за два места, и са лошег 13. места, пали на још лошије 15. место (од 16 земаља). Тренутно је од нас лошија само БИХ која се налази на 16. месту.

Табела бр. 26. Кретање Индекса лакоће пословања у транзиционим земљама у периоду од 2008. до 2012. године

	2012.		2011.		2010.		2009.		2008.	
	ранг – ТР*	ранг – УК**	ранг – ТР*	ранг – УК**	ранг – ТР*	ранг – УК**	ранг – ТР*	ранг – УК**	ранг – ТР*	ранг – УК**
Летонија	1	21	3	24	3	27	3	29	2	22
Македонија	2	22	4	38	4	32	9	71	11	75
Естонија	3	24	1	17	1	24	1	22	1	17
Литванија	4	27	2	23	2	26	2	28	3	26
Словенија	5	37	6	42	8	53	8	54	8	55
Словачка	6	48	5	41	5	42	4	36	4	32
Мађарска	7	51	7	46	7	47	5	41	5	45
Ц. Гора	8	56	11	66	10	71	13	90	12	81
Бугарска	9	59	8	51	6	44	6	45	6	46
Пољска	10	62	12	73	11	72	11	76	10	74
Чешка	11	64	10	63	12	74	10	75	9	56
Румунија	12	72	9	56	9	55	7	47	7	48
Хрватска	13	80	14	84	15	103	15	106	14	97
Албанија	14	82	13	82	13	82	12	86	16	136
Србија	15	92	15	89	14	88	14	94	13	86
БИХ	16	125	16	110	16	116	16	119	15	105

Извор: *Doing business 2008, 2009, 2010, 2011 i 2012*

(*) – ранг земље у односу на транзиционе земље

(**) – ранг у односу на све земље

Поред Србије, може се рећи да су пад забележиле још и Мађарска, Бугарска, Чешка и нарочито Румунија (5 места уколико се посматрају само транзиционе земље, односно 24 места уколико се посматрају све земље). Истовремено, највећи напредак су забележиле Албанија, Црна Гора и Македонија. Албанија није забележила велики скок када су у питању транзиционе земље (са 16. на 14. место), али је зато укупно гледано своју позицију поправила за, чак 54 места (са 136. места у 2008. години на 82. место у 2012. години). Црна Гора је забележила померање са 12. на 8. место што се транзиционих земаља тиче, односно за 25 места укупно гледано (са 81. на 56. место). У посматраном периоду, Македонија је забележила изузетан напредак и успела да се „умеша“ међу балтичке земље које су на почетку држале

прве три позиције. До 2012. године Естонија је била најконкурентнија, да би је у 2012. години на првој позицији заменила Летонија. Између њих се налази Македонија која је, што се транзиционих земаља тиче направила скок од, чак 9 позиција (са 11. на 2. место), а укупно гледано 53. места (са 75. на 22. место).

Уколико за Србију раставимо *Индекс лакоће пословања* и посматрамо кретање појединачних индикатора (табела бр. 27), изводи се закључак да су се они током година кретали и у позитивном и у негативном смеру, али да су сви (изузев индикатора *укњижавање имовине*) забележили погоршање у односу на почетак посматраног периода (2008. годину). Дакле, само је индикатор *укњижавање имовине* забележио побољшање ранга, и то значајно – са 115. места у 2008. године, на 39. место у 2012. години, што конкретно подразумева да је процедура значајно скраћена (2008. године је био потребан 91 дан, а 2012. године 11 дана). Процедура за *добивање кредита* се такође издваја као позитиван индикатор (у *2010. години Србија је по овом параметру била 4. у свету*), с тим да је ипак забележен пад у односу на почетак периода (са 13. на 24. место). Иако су сви остали параметри прилично лоши, у негативном смислу се највише издваја индикатор *издавање грађевинских дозвола* (потребно је 279 дана) који је забележио пад од 26. места (са 149. на 175. место), што подразумева да је по овом параметру у 2012. години само 8 земаља лошије од Србије.

Табела бр. 27. Кретање индикатора Индекса лакоће пословања у Србији у периоду од 2008. до 2012. године

	2012.	2011.	2010.	2009.	2008.
укупан ранг	92	89	88	94	86
оснивање предузећа	92	83	73	106	90
издавање грађевинских дозвола	175	176	174	171	149
добивање струје	79				
укњижавање имовине	39	100	105	97	115
добивање кредита	24	15	4	28	13
заштита инвеститора	79	74	73	70	64
плаћање пореза	143	138	137	126	121
прекогранична трговина	79	74	69	62	58
извршавање уговора	104	94	97	96	101
решавање неликвидности*	113	86	102	99	103
запошљавање радника			94	91	110

Извор: *Doing business 2008, 2009, 2010, 2011 i 2012*

(*) - у претходним извештајима то је био индикатор – затварање пословања

Дакле, као један од ретких позитивних примера који се у овом периоду може издвојити је Удружење банака Србије, односно њихов *Кредитни биро који је у 2010. години био 4. у свету, односно 2. у Европи*. Од свог оснивања 2004. године, Кредитни биро је константно усавршавао свој рад како би обезбедио највиши квалитет услуга банкама и грађанима. Награда је стигла у виду признања Светске банке која им је у

свом Извештају „*Doing Business Report 2010*“ у категорији приступа кредитима и пружања кредитних информација дала највећу могућу оцену чиме су заузели 4. место у конкуренцији 183 земље¹⁵⁹.

Србија је тренутно кандидат за улазак у ЕУ. Поред те чињенице, највећи део трговине се обавља управо са земљама ЕУ (преко 50%), док је око 95% трговине усмерено на тржиште целе Европе. Из тог разлога, стратешки циљ Србије треба да буде поправљање конкурентности земље како би била у рангу са најконкурентнијим европским земљама. Ипак, последњи *Извештаји о конкурентности Светског економског форума* не иду у прилог претходној констатацији. Уместо да поправља своју позицију, Србија је из године у годину све лошије пласирана. Као кључни проблеми су идентификовани: неефикасност државне администрације, компликоване и нетранспарентне административне процедуре, и неадекватна антимонополска политика. Тренутно, конкурентност Србије је на нивоу просека земаља Западног Балкана и у великој мери заостаје за земљама Централне и Источне Европе које су у међувремену постале чланице ЕУ. Из тог разлога, да би се обезбедио висок економски раст на средњи рок, неопходно је у будућем моделу економског развоја питање повећања конкурентности поставити као приоритет. На кратки и на средњи рок конкурентност се може повећати уз помоћ: реформе јавне управе у циљу повећања ефикасности државне администрације и јавног сектора уопште; поједностављивања процедура и повећања њихове транспарентности; много ефикаснијег вођења антимонополске политике (Комисија за заштиту конкуренције постоји, али поставља се питање у којој мери је независна и да ли може ефикасно да спроводи донете одлуке) и побољшања макроекономских услова (пре свега у смислу стабилности). Док, уколико се жели обезбедити повећање конкурентности које ће бити одрживо на дуги рок, мора се доста тога урадити по питању значајног побољшања инфраструктуре и реформе образовног система¹⁶⁰.

На нивоу ЕУ (прво кроз Лисабонску стратегију, затим и кроз Стратегију Европа 2020) такође је у први план стављено унапређење конкурентности земаља. Као основни фактор се издвојило увођење средњих и високих технологија у производњу при чему је до изражаја дошао концепт развоја заснован на знању. Формално, и Србија се залаже за примену овог концепта, али за разлику од ЕУ, није повећала улагања у образовање и науку. Без обзира на то, конкурентност и извоз морају бити кључне полуге развоја Србије у наредном периоду. Унапређење конкурентности се мора издвојити као национални приоритет чији задатак мора да буде стварање услова за стварну примену развоја друштва заснованог на знању, при чему ће нова привредна структура постати иновативна и са собом донети већу међународну конкурентност сектора и грана привреде, јаче позиције у међународној

¹⁵⁹ <http://www.ubs-asb.com/Default.aspx?tabid=551>, [06.09.2013.]

¹⁶⁰ Васиљевић, Д., (2009), „*Економски раст и међународна конкурентност Србије*“, Квартални мониторинг бр. 17, Београд, стр. 83

подели рада, већи удео инвестиција у БДП, већа улагања у образовање, истраживање и развој...¹⁶¹

Упркос повећању степена отворености српске привреде, Србија не бележи напредак на пољу конкурентности. Последица ниске конкурентности је врло низак извоз домаћих предузећа и чињеница да је *извоз по становнику два пута мањи него у Хрватској и, чак десет пута мањи него у Словенији*. Уз повећање ефикасности, циљ је обезбедити измену неповољне структуре економског раста, пре свега у сектору разменљивих добара. Поред тога што се залаже за развој базиран на знању, улагања у истраживање и развој (и државна и приватна) су и даље изузетно ниска. Последица тога је доминантан увоз технологије, низак ниво иновативних активности, конкурентске предности које се заснивају, пре свега, на ниским трошковима радне снаге. У индустрији доминирају производи ниске и средње технологије (85%), што директно утиче на ниску извозну конкурентност и у великој мери одређује структуру наше извозне понуде. У нашем случају доминира извоз сировина, репроматеријала и полупроизвода који захтевају минимум знања и технологија. С обзиром да се Србија, према Светском економском форуму и даље налази у другој фази развоја (и прилично је далеко од транзиционог периода из друге у трећу фазу), која се базира на ефикасности, приоритет економских и политичких власти треба да буду инвестиције у индустријску инфраструктуру, истраживање и развој, трансфер технологије и подизање капацитета привреде у циљу бољег и лакшег апсорбовања нових знања и технологија, изградња ефикасног правног система и пословног окружења¹⁶². Да би прешла у трећу фазу развоја неопходно је имати системску подршку развоју технологије и иновација, реиндустријализацију, развијено пословно окружење које подржава развој високотехнолошких компанија и образовни систем који ће омогућити адекватан развој образовне радне снаге. *Ниска конкурентност је свакако једна од најозбољнијих препрека на том путу.*

2.2. Избор режима девизног курса динара у функцији јачања конкурентности извоза

Поставља се питање, да ли је данашња ситуација са девизним курсом одржива и какву политику девизног курса треба водити у наредном периоду у Србији како би се повећао извоз? Избор режима девизног курса може бити битан не само са аспекта његовог утицаја на трговинске токове уопште, већ и због инфлаторних очекивања која са собом носи. Овакав проблем добија на значају нарочито у малим земљама у развоју, попут Србије.

¹⁶¹ Бошњак, М. (2011), Резултати и изазови економских реформи у Србији у транзиционом периоду 2001-2008. година, Министарство финансија Републике Србије, Београд, стр. 14

¹⁶² Привредна комора Србије, (2012), Предлог нове економске политике за период 2012-2016. године, ПКС, Београд, стр. 20-21

Неколико индикатора упућује на значај вођења политике девизног курса као инструмента економске политике за повећање извоза и инвестиција у Србији: позитивна искуства појединих земаља чија политика девизног курса је била супротна оној која је вођена у Србији (искуства источноазијских привреда); извозно оријентисана стратегија развоја која мора да допринесе да се превазиђу слабости и сувише малог домаћег тржишта и изузетно мала конкурентност српских предузећа и привреде (политика јачања конкурентности се не може раздвојити од политике девизног курса, што наводи на закључак да је неопходно детаљно испитати домете и могућности овог инструмента економске политике)¹⁶³.

Без обзира на тренутни избор режима девизног курса, *његова стабилност се и даље намеће као приоритет*. Суочавање са дилемом, стабилност или раст, може бити релевантно само са аспекта кратког рока. Дугорочно гледано, прави (дугорочни) раст не може бити остварен без стабилности као предуслова, и обрнуто, трајна стабилност неће бити довољна уколико уз њу иде ситуација економске стагнације или назадовања. Два различита гледишта у зависности од временског хоризонта посматрања економске политике најбоље се огледају у следећа два цитата: „прави тест успешне политике није победити инфлацију неограниченим жртвовањем просперитета, већ победити инфлацију уз пуну запосленост и достижно повећање економског благостања“ (Tobin) и „стабилност можда није све, али без стабилности све остало постаје ништа“ (Schiler)¹⁶⁴.

Дакле, у дугом року је неопходно обезбедити и адекватан економски просперитет уз претходно постигнуту макроекономску стабилност. Циљ треба да буде достизање годишње стопе раста од око 5% у условима ниске и стабилне инфлације, одрживости фискалне и платнобилансне позиције, стабилности финансијских тржишта и тржишта рада¹⁶⁵. Један од потребних чинилаца за испуњавање свих ових циљева је свакако и *адекватна политика девизног курса – руковођено флексибилан девизни курс са циљем очувања конкурентности*. Екстремни режими девизног курса (потпуно фиксни, или потпуно флексибилни девизни курс) у овом тренутку највероватније не би били добро решење. Потпуно фиксни девизни курс би донео мање камате, мањи ризик и мању неизвесност пословања, али, уз вероватно још веће губљење извозне конкурентности (услед константно веће стопе инфлације) и потенцијално исцрпљивање девизних резерви. Са друге стране, потпуно флексибилан девизни курс би довео до реалне депресијације динара, што би у неком периоду довело до значајног повећања извоза,

¹⁶³ Миленковић, Н., (2012), „Девизни курс као инструмент економске политике – Искуства земаља Источне Азије“, Економски хоризонти 14(3), Економски факултет у Крагујевцу, стр. 145-147

¹⁶⁴ Маринковић, С., (2006), „Избор девизног режима: Резултати и ограничења“, Економски анали, бр. 168, Економски факултет у Београду, стр. 90-92

¹⁶⁵ Привредна комора Србије, (2012), Предлог нове економске политике за период 2012-2016. године, ПКС, Београд, стр. 4

али, уз највероватније изузетно лоше последице по грађане и привреднике који имају кредите везане за курс, пре свега евра¹⁶⁶.

Због свега не треба да чуди стављање политике девизног курса у „службу“ очувања или поправљања конкурентности неке земље (нарочито не у случају овако мале и слабо развијене као што је Србија). Чак и најпродуктивније економије користе девизни курс како би стимулисале извоз, а дестимулисале увоз. Кина већ годинама свој раст базира на извозу. Многи економисти сматрају да је он у великој мери подстакнут девизним курсом, што доводи до ситуације да питање девизног курса постаје растући извор антагонизма на глобалном нивоу. Кина одолева притиску (САД и Европска унија критикују Кину због одржавања потцењености јуана у односу на долар, по неким истраживањима и до 40%) и поред великог девизног прилива, вредност јуана одржава на приближно истом нивоу. Јапан се такође годинама суочава са проблемом јачања сопствене валуте. Ап्रेसијација јена би могла да угрози јапански извоз чиме би се због недовољно великог домаћег тржишта ова земља нашла у проблему. Смањење производње не представља решење зато што би то довело до повећања трошкова по јединици производа што би довело до нарушавања конкурентности Јапана. Због озбиљности ситуације (по питању курса кинеског јуана), и могућности да чак, дође до трговинског рата, ово питање је било на врху дневног реда Самита министара финансија и гувернера централних банака Г 20 који је одржан у новембру 2010. године у Сеулу. На крају Самита, лидери Г 20 нису у потпуности подржали притисак који су САД хтеле да изврше на Кину како би повећала вредност јуана, већ су издали умерено саопштење које се залаже за уздржавање од „конкурентске девалвације“ валуте¹⁶⁷, чиме су *на индиректан начин признали утицај девизног курса на светске трговинске токове*.

Економски раст и развој Србије је у наредном периоду, пре свега, базиран на повећању извоза. Већи извоз од тренутног је свакако могућ али највећи проблем представља (као што се види на основу показатеља различитих релевантних институција) ниска конкурентност српске привреде, а не ниво девизног курса. ***Не може се економски раст и развој Србије базирати само на политици девизног курса.*** На примеру других земаља може се видети да адекватна политика девизног курса свакако користи и представља ***неопходан, али не и довољан услов.*** Једноставно, не може се конкурентност извоза заснивати једино на потцењености динара, односно на његовим депресијацијама (или у неком од ранијих режима, девалвацијама), већ на здравим економским основама. Повећање конкурентности настало само путем депресијације девизног курса имаће само краткорочно позитивне ефекте, док дугорочно може довести и до негативних ефеката и смањења снаге за

¹⁶⁶ Миленковић, Н., (2012), „Девизни курс као инструмент економске политике – Искуства земаља Источне Азије“, Економски хоризонти 14(3), Економски факултет у Крагујевцу, стр. 147

¹⁶⁷ Миленковић, Н., (2012), „Девизни курс као инструмент економске политике – Искуства земаља Источне Азије“, Економски хоризонти 14(3), Економски факултет у Крагујевцу, стр. 144

равноправно такмичење на светском тржишту¹⁶⁸. Због тога, у наредном периоду треба радити на подизању конкурентности на један виши ниво са свих аспеката (*макроекономска конкурентност, инвестициони амбијент, степен развијености јавних институција, степен технолошке развијености...*) како би дошло до повећања квалитета и обима српског извоза и повољнијег амбијента за привлачење страних инвестиција¹⁶⁹.

Додатни проблем представља то што појединим интересним групама одговарају различити девизни курсеви тако да једни желе да динар буде „јак“, док други, да буде „слаб“. За „слаб“ динар се залажу нето извозници, девизне штедише, појединци или институције који имају приходе који су везани за инострану валуту (евро), банке које депозите заснивају на позајмницама из иностранства и мењачнице. Са друге стране, може се рећи да „јак“ динар одговара увозницима, динарским штедишама, банкама са „домаћом“ штедњом, појединцима или институцијама који имају приходе који су у динарима и дужницима чији кредити су индексирани у иностраној валути. Управо ова констатација може помоћи да се схвати зашто је динар јачао у периодима ниске извозне конкурентности српке привреде и недовољне активности у индустрији, са неликвидним реалним сектором и застарелом привредном структуром. Једноставно, ап्रेसијација динара је одговарала презадуженој српској привреди и грађанима и увозничком лобију, при чему је негативно утицала на извоз и инвестирање у производне секторе. У том контексту, НБС је била заинтересована да стабилизује курс на вишем нивоу динара како би спречила његово дејство на инфлацију (*канал девизног курса*) па се дозвољавало да динар буде „јачи“ него што на то указују вредност извоза и реално стање у српској привреди¹⁷⁰.

Дакле, стратегија повећавања конкурентности српског извоза се не може базирати само на политици девизног курса, али је не може ни занемарити. Она би требало да се базира на тржишној вредности девизног курса при чему би реални, или благо депресирани девизни курс подстакао конкурентност извозника, па чак и развој нових производних линија које, у досадашњим условима (прецењеног девизног курса) нису имале економску оправданост. Због прецењености домаће валуте држава може изгубити ранију компаративну предност коју је имала због ниже цене извозних производа у односу на конкурентске земље извознице. Свакако да не мора главна компаративна предност да буде нижа цена, то може бити и бољи квалитет производа, технолошки напреднији процес производње... Међутим, на овакве предности могу рачунати развијене земље, док за земље у развоју (попут Србије) ниска цена и даље

¹⁶⁸ Ковачевић, М., (1998), „*Варљиве прогнозе*“, Економски сигнали - После девалвације, бр. 47, Привредни биро, Београд, стр. 55

¹⁶⁹ Николић, Г., (2010), „*Утицај депресијације девизног курса и берзанских тенденција на конкурентност*“, Школа бизниса, Висока пословна школа струковних студија, Нови Сад, стр. 104-105

¹⁷⁰ Јововић, Д., (2011), „*Динар и режим девизног курса*“, Банкарство, бр. 11/12, Удружење банака Србије, Београд, стр. 70-72

остаје најзначајнија компаративна предност. При томе, неопходна је редукција улоге НБС на девизном тржишту која би се окренула, пре свега задржавању инфлације у зацртаним оквирима. Најбоље би било да курс буде што ближе некој својој реалној вредности, а одступања од реалног да се крећу у правцу потцењивања, а не прецењивања како би се стимулисао извоз зато што само експанзија извоза може обезбедити излазак Србије из постојеће кризе¹⁷¹. На тај начин, умерена депресијација девизног курса у правцу његовог усклађивања са равнотежним нивоом који зависи од промене фундаменталних економских фактора, би повољно деловала на смањење неравнотеже у текућем рачуну платног биланса. Са друге стране, опција коришћења девизног курса као номиналног сидра би могла лоше да утиче на ову тенденцију и да доведе до апресијације реалног курса динара што би се негативно одразило на извоз¹⁷². Може се рећи да је апресијација добра и за убирање политичких поена због смањивања увозних цена и антиинфлационог ефекта.

Након Другог светског рата у Србији је примењиван концепт чврстог девизног курса што не треба да чуди с обзиром да је ово опредељење доминирало у бретонвудском монетарном систему све до 1973. године. Оно што је лоше у послератној политици девизног курса у Србији је чињеница да је динар од 1. јануара 1952. године до 31. марта 1998. године девалвирао чак, 23 пута, што говори о ипак недовољној успешности спровођења зацртане политике. Сваки пут је растући дефицит у спољнотрговинској размени захтевао промену званичног девизног курса како би се стимулисао извоз и обесхрабрио претерани увоз. Међутим, број и степен извршених девалвација током овог периода сведоче да је очекивани ефекат углавном изостајао (бар у дужем временском периоду), односно да је након одређеног временског периода био поништаван инфлацијом¹⁷³.

Последња деценија прошлог века је највероватније у великој мери утицала на кретање и избор режима девизног курса динара у наредном периоду. Тада је Србија још увек имала режим фиксног девизног курса (динар је био „везан“ за немачку марку) али без пуне конвертибилности, што је довело до формирања тзв. „црног“ девизног тржишта. Цена девиза се на два тржишта формирала одвојено. Званично девизно тржиште је било контролисано од стране централне монетарне власти и вредност девиза је била фиксирана. Са друге стране, на „црном“ девизном тржишту вредност девизе је одређивана углавном путем тржишта, односно понудом и тражњом домаће и иностране валуте. Експанзивна фискална и монетарна политика је

¹⁷¹ Миленковић, Н., (2012), „Девизни курс као инструмент економске политике – Искуства земаља Источне Азије“, Економски хоризонти 14(3), Економски факултет у Крагујевцу, стр. 141, 147

¹⁷² Ковачевић, Р., (2005), „Макроекономски оквири конкурентности извоза привреде Србије“, Тржиште, новац, капитал, јул-септембар, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 11-14

¹⁷³ Дугалић, В., (1998), „Курс динара у 1999. години“, Пословна политика - Економска политика, услови привређивања и пословна политика у 1999. години, 27. зборник радова југословенских економиста, Савез економиста Југославије и Научно друштво економиста Југославије, стр. 49

доприносила све већој понуди динара што је утицало на депресијацију девизног курса и стварало разлику између вредности динара на званичном и на „црном“ девизном тржишту. Повољнија цена девиза на „црном“ тржишту је утицала на избегавање званичног девизног тржишта што је имало за последицу нарушавање поверења у монетарну власт¹⁷⁴ и додатно отежавало положај наше земље у међународним оквирима.

Из тог разлога, као један од фактора који може позитивно утицати на враћање поверења у монетарну власт издвојило се проглашавање конвертибилности динара. Конвертибилност валуте подразумева њену релативно лаку заменивост за злато (класична) или неку другу валуту (савремена) чиме се стварају повољнији услови за успостављање економских односа са иностранством и укључивање привреде у међународну поделу рада. Конвертибилност омогућава мултилатерализам у међународним плаћањима чиме се олакшава уравнотежење платног биланса земље. У доба чистог златног стандарда (од 1873. до 1914. године) динар је био конвертибилан за злато. Након тога, укидањем чистог златног стандарда, било је више покушаја да се динар прогласи конвертибилним. Углавном, ти покушаји су завршавали неуспешно, или су били краткотрајни (на пр. 1931. године – 100 дана конвертибилности динара). Након Другог светског рата динар је први пут постао ефективно конвертибилан за текућа плаћања са иностранством (што је у складу са чланом 8. Статута ММФ-а) тек у почетним годинама транзиционог процеса (15. маја 2002. године). Међутим, иако је тиме као новац формално укључен у међународне финансијске токове, због својих карактеристика (пре свега слаба монета) се практично и не котира на светским берзама. Конвертибилност није довољно само прогласити, већ је потребно одржавати је током времена (што је знатно теже). Може се спровести административним интервенцијама или применом мера за слободно деловање механизма тржишта (други начин представља једино трајно ефикасно решење). Свакако да конвертибилност треба да буде крајњи циљ политике девизног курса неке земље, али, то је изузетно сложен и озбиљан процес који подразумева постојање стабилне привреде. Када, и у којој мери ће динар бити присутан на међународном тржишту, зависи, пре свега од његове стабилности на дуги рок, поверења иностраних инвеститора и успешног спровођења неопходних економских реформи¹⁷⁵.

Током транзиционих процеса земље су користиле велики број различитих режима девизних курсева. Оно што је већини земаља заједничко је да су на почетку процеса користиле девизни курс као номинално сидро. Оваква одлука је била логична имајући у виду *хипер-инфлаторну прошлост* већине тих земаља. Наравно,

¹⁷⁴ Миљковић, Д. и Вучковић, В., (2006), „*Serbian Foreign Trade, Competitiveness and Exchange Rate Policy*“, *Agora Without Frontiers: A Quarterly Journal of International Economy and Politics*, The Institute of International Economic Relations, Vol. 12, No. 2, str. 249-250

¹⁷⁵ Јововић, Д., (2011), „*Динар и девизни курс*“, Издавачко графичко предузеће „Прометеј“, Београд, стр. 12-13

ни Србија није била изузетак по овом питању. Хронични проблеми са инфлацијом кулминирали су крајем 1993. и почетком 1994. године када је инфлација била *313 милиона процена* на месечном нивоу. Иако се може рећи да је наша земља у процес транзиције ушла тек крајем 2000. године, поверење у домаћу валуту је било на прилично ниском нивоу тако да је, за такву ситуацију усвојена уобичајена политика која је део скоро свих стабилизационих програма – поново је уведена политика фиксирања девизног курса (прво за немачку марку, а затим за евро). Циљ је био да се постигне макроекономска стабилност.

Што се избора режима девизног курса и монетарне политике тиче, период након 2000. године се може поделити на три мања периода:

- први, од јануара 2001. године до јануара 2003. године – циљ монетарне политике је био таргетирање девизног курса што је спровођено уз помоћ „фиксног“ девизног курса;
- други, од јануара 2003. године до септембра 2006. године – циљ монетарне политике у овом периоду је међан тако да је познат под називом „мешовита монетарна стратегија“ која је остварена уз помоћ једног од умерених режима девизних курсева у форми покретног коридора и
- трећи, од септембра 2006. године до данас, циљ монетарне политике је инфлационо таргетирање уз помоћ руковођено флукутирајућег режима девизног курса¹⁷⁶.

2.2.1. „Фиксни“ девизни курс

Након 2000. године, у Србији је постојала намера да се прекине серија монетарних ломова која је озбиљно пољуљала поверење у монетарну власт и успостављање макроекономске стабилности у држави. Стабилност девизног курса је била изузетно важна зато што се он у прошлости показао као традиционално најважнији механизам монетарне трансмисије. Циљ је био да се контролом девизног курса прекине спирала *депресијација-инфлација-депресијација* која је у претходном периоду довела до две хиперинфлације. С обзиром на неуспех у управљању монетарним системом са ниском стопом инфлације, уз примену фиксног девизног курса, успостављени режим након 2000. године је био нешто другачији. Његова главна предност се огледала у избалансираности флексибилних и ригидних елемената. *De jure*, то је био флексибилни режим девизног курса, који је у стварности представљао неку врсту *квази валутног одбора*. Одлике валутног одбора су примењене у сфери управљања монетарном политиком, али без строге законске регулативе која се односи на фиксни режим девизног курса, чиме су искоришћене

¹⁷⁶ Josifidis K., Allegret J. and Pucar E., (2009), „*Monetary and Exchange Rate Regimes Changes: The Cases of Poland, Czech Republic, Slovakia and Republic of Serbia*“, *Panoeconomicus*, br. 2, Савез економиста Војводине, Нови Сад, pp. 205-206

предности које са собом носи валутни одбор, али је задржана могућност коришћења тзв. стратегије изласка. Одрицањем дела своје суверености у домену монетарне економије, желело се што пре доћи до успостављања монетарне стабилности. Процена је била да је овакав начин бољи од класичног увођења валутног одбора због прилично спорог и непотпуног прилагођавања привреде класичним постулатима (довољне девизне резерве, флексибилност цена и зарада, мобилност ресурса и уравнотежене јавне финансије) оваквог режима. Као најзначајније карактеристике усвојеног режима издвојиле су се следеће чињенице¹⁷⁷:

- а) подразумева флексибилност девизног курса,
- б) задржава функцију надзора над банкарским сектором у надлежности НБС,
- ц) функција последњег уточишта је привремено деактивирана, али је касније поново уведена и
- д) на раст новчане масе утичу искључиво девизне операције, односно промена нето девизне aktive НБС, док су остали инструменти активнијег утицаја НБС суспендовани.

Проучавајући списак претходно наведених фактора који иду у прилог коришћењу девизног курса као номиналног сидра стиче се утисак да су након 2000. године скоро сви фактори били карактеристични и за нашу земљу. Дакле, усвајање *de facto* неке врсте режима конвенционално фиксног паритета (или како га С. Маринковић назива „квази валутног одбора“) који је био примењиван од октобра 2000. године до јануара 2003. године, представљао је адекватну одлуку економске власти Србије у том тренутку и може се рећи да је дао добре резултате.

График бр. 14. Кретање номиналног курса динара у периоду јануар 2001. – децембар 2002. године



Извор: Статистички билтен НБС, јануар 2004.

¹⁷⁷ Маринковић, С., (2006), „Избор девизног режима: Резултати и ограничења“, Економски анали, бр. 168, Економски факултет у Београду, стр. 83

Девизни курс је у великој мери стабилизован (кретао се у интервалу од 58,6233 динара за евро до 61,5961 динара за евро – график бр. 14), у одређеној мери је поправљено поверење у домаћу валуту, дошло је до смањења стопе инфлације (са 115,6% у августу 2001. године на 14,8% у децембру 2002. године) и девизне резерве централне банке су значајно повећане (са 914,8 милиона евра у јануару 2001. године на 4435,6 милиона евра у децембру 2002. године)¹⁷⁸.

Међутим, „фиксирање“ номиналног девизног курса је имало и одређене негативне последице. Вођење овакве политике динара је довело до снажне ап्रेसијације динара тако да је реални ефективни девизни курс динара крајем 2002. године апресирао за преко 50% у односу на децембар 2000. године¹⁷⁹. Упркос фиксном девизном курсу, захваљујући инфлационој инерцији и пропустима у домену економске политике, цене и наднице су наставиле да расту што је временом довело до ап्रेसијације реалног девизног курса. Раст номиналних надница у динарима је пратио стопу инфлације чиме је дошло до снажног раста надница израженог у иностраној валути (у еврима). Раст цена у земљи с једне, и раст надница у еврима, с друге стране, допринели су томе да је становништву постало исплативије да увози производе из иностранства. У недостатку средстава дошло је до кредитне експанзије. Проблем је представљао то што су ти кредити били са девизном клаузулом, што је довело до појаве тзв. финансијске евроизације и валутног неслагања, тј. направљена је разлика између валутне структуре потражних и дуговних позиција¹⁸⁰. Значајна финансијска евроизација је отворила проблем депресијације девизног курса, јер би велики пад вредности домаће валуте могао да изазове проблеме покретања механизма њеног преливања у инфлацију, у отплати кредита становништва, привреде и државе, са ризиком настанка финансијске кризе. С друге стране, растући дефицит текућег рачуна и пад ценовне конкурентности домаће привреде (захваљујући и прецењености домаће валуте) су постали озбиљна претња одрживости оваквог монетарног режима у дугом року. Имајући у виду да је политика коришћења девизног курса као номиналног сидра у условима константно веће инфлације у земљи него у Еврозони довела до брзог раста и високог степена незваничне евроизације, постало је јасно да је у Србији пропуштен прави тренутак за наставак вођења успешне политике девизног курса¹⁸¹.

¹⁷⁸ Бекер Пуцар, Е., (2010), Управљано флукутирање девизног курса у режиму инфлационог таргетирања у транзиционим економијама са освртом на Србију, Докторска дисертација, Економски факултет у Суботици, Суботица, стр. 170-171

¹⁷⁹ Ковачевић, Р., (2005), „Макроекономски оквири конкурентности извоза привреде Србије“, Тржиште, новац, капитал, јул-септембар, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 11-14

¹⁸⁰ Миљковић, Д. и Вучковић, В., (2006), „Serbian Foreign Trade, Competitiveness and Exchange Rate Policy“, *Agora Without Frontiers: A Quarterly Journal of International Economy and Politics*, The Institute of International Economic Relations, Vol. 12, No. 2, str. 253-254

¹⁸¹ Миљковић, Д. и Вучковић, В., (2006), „Serbian Foreign Trade, Competitiveness and Exchange Rate Policy“, *Agora Without Frontiers: A Quarterly Journal of International*

2.2.2. Покретни коридор

Претходно наведени проблеми су утицали да почетком 2003. године Србија промени режим девизног курса и донекле монетарну стратегију. У том тренутку, монетарна власт у Србији је изабрала већу флексибилност девизног курса (као и Пољска, Чешка, Словачка и Мађарска) него у претходном периоду (за разлику од земаља које су се окренуле ригиднијим режимима девизног курса: Црна Гора је прихватила евро, а Естонија, Литванија, Бугарска, БИХ су прихватиле валутни одбор). То је подразумевало један од средишњих режима девизног курса - *тзв. покретни паритет*. Циљ је био да се већом флексибилношћу динара омогући решавање све већег проблема растуће екстерне неравнотеже (у 2002. години дефицит текућег рачуна је износио 671 милион евра, док је у 2003. години износио 1347 милиона евра).

Већа флексибилност динара је постигнута, тако да је у периоду примене ове стратегије (од јануара 2003. године до краја августа 2006. године) динар укупно номинално депресирао за 27,12% (1. јануара 2003. године званични средњи курс је износио 61,5845 динара за један евро, док је 30. августа 2006. године био 84,5000 динара за један евро), за разлику од претходног периода (2000. - 2003. година) када је динар укупно депресирао за свега 2,57% (график бр. 15).

График бр. 15. Кретање номиналног курса динара у периоду јануар 2003. – август 2006. године



Извор: Статистички билтен НБС, јануар 2006., 2008.

Ипак, променом у политици девизног курса није се много постигло по питању екстерне неравнотеже (дефицит текућег рачуна је наставио да расте тако да је у 2006. години износио 2356 милиона евра). Разлог је двоструки. Прво, номинална депресијација није била праћена и реалном депресијацијом динара (реални девизни курс је од 2003. до 2006. године остао скоро непромењен). Друго, снажна и брза трансмисија промене девизног курса (у овом случају депресијације) на цене утицала је и на пораст стопе инфлације у посматраном периоду (једноцифрена стопа инфлације која је достигнута 2003. године – 7,8%, врло брзо је поново почела да расте – у 2004. години 13,7%, у 2005. години 17,7%). Висок „пренос“ (*pass-through*) девизног курса на цене, као последица психолошких фактора, али и високе увозне зависности домаће привреде и високог степена незваничне евроизације, условио је немогућим значајније промене девизног курса у циљу уравнотежења текућег биланса, без угрожавања макроекономске стабилности, стварајући тако конфликт између остварења ова два циља. Жеља креатора монетарне политике да поред обарања инфлације, девизном курсу доделе још једну улогу – уравнотежење платног биланса, се тако показала неодрживом. Балансирање између ова два циља у том периоду је довело до тога да курс динара нити је доприносио макроекономској стабилности, нити платнобилансом уравнотежењу. На тај начин је поново доказана хипотеза да је немогуће остварити два (конфликтна) циља уз помоћ једног инструмента економске политике¹⁸², односно да *девизни курс не може истовремено служити монетарној политици и прилагођавању стања у платном билансу.*

2.2.3. Инфлационо таргетирање и руковођено флукутирајући девизни курс

Усвајањем Меморандума Народне банке Србије (НБС) о принципима новог оквира монетарне политике, крајем августа 2006. године НБС је најавила промену монетарне стратегије. Напуштен је режим монетарне политике где је девизни курс коришћен као номинално сидро и прешло се на тзв. *инфлационо таргетирање* (индиректно коришћење канала девизног курса). Прва држава која је усвојила инфлационо таргетирање је Нови Зеланд (1990. године). Примена инфлационог таргетирања укључује неколико елемената: 1) *јавно саопштавање средњерочног бројчаног таргета за инфлацију;* 2) *институционалну обавезу према стабилности цена као примарном дугорочном циљу монетарне политике и обавезу према достизању инфлационог циља;* 3) *потпуну информисаност у којој се многе варијабле, а не само монетарни агрегати користе у доношењу одлуке о монетарној политици;* 4) *раст транспарентности стратегије монетарне политике кроз везу са јавношћу и тржиштем око планова и циљева креатора економске политике;* 5) *раст одговорности централне банке за остверење инфлационих циљева.* Предност инфлационог таргетирања у односу на таргетирање девизног курса и монетарно

¹⁸² Фабрис, Н. и Аћимовић, С. (2007), „Конкурентност предузећа версус курс динара – шта је важније за повећање српског извоза?“, Нова српска политичка мисао

таргетирање се огледа у томе што омогућава монетарној политици да се фокусира на домаће захтеве и да одговори на шокове у домаћој економији, стабилност у односима између новца и инфлације није критична за њен успех, допушта да монетарне власти користе све расположиве информације чиме се не ограничавају на само једну варијаблу у вођењу монетарне политике, разумљиво је јавности и високо транспарентно¹⁸³ (график бр. 16).

Од септембра 2006. године до јануара 2009. године, вршена је припрема за чисто инфлационо таргетирање, тзв. „меко“ инфлационо таргетирање, да би се од 1. јануара 2009. године усвајањем Меморандума НБС о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији званично прешло на чисто инфлационо таргетирање. Нови монетарни оквир је имао за циљ: да створи окружење које карактерише ниска и стабилна стопа инфлације, усклађена са критеријумима предвиђеним за процес приступања ЕУ; да подстакне употребу домаће валуте и поверење у домаћу валуту и да повећа флексибилност и прилагодљивост на привремене домаће и спољне шокове, као и промене амбијента које се очекују у току процеса приступања Србије ЕУ¹⁸⁴.

График бр. 16. Кретање номиналног курса динара у периоду септембар 2006. – новембар 2010. године



Извор: Статистички билтен НБС, јануар 2008., 2011.

Стабилна макроекономска ситуација, односно пре свега, ниска стопа инфлације би требало да доведе до тога да престане страх грађана и привредних субјеката за очување реалне вредности прихода и новчане имовине. Тиме би се повратило поверење у домаћу валуту што би могло да доведе до тога да штедња у

¹⁸³ Лучић, Љ., (2006), „Монетарни трансмисиони механизам и стратегије монетарне политике – I. део“, Банкарство бр. 11/12, Удружење Банака Србије, Београд, стр. 39-40

¹⁸⁴ Народна банка Србије, (2006), Меморандум НБС о принципима новог оквира монетарне политике, стр.4, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/30/memorandum_novi_o_kvir_mon_pol_05092006.pdf [05.06.2012.]

динарима буде исплативија од штедње у девизама чиме би се створили услови за смањење незваничне финансијске евроизације која представља један од највећих проблема монетарне власти Србије због тога што знатно умањује ефикасност и независност монетарне политике. Значајно је нагласити да је НБС примењивала своју монетарну стратегију у специфичном окружењу са банкарским сектором који је: углавном са већинским капиталом из иностранства (21 од 33 банке је имала већински капитал из иностранства на крају 2011. године), знатно фрагментисан (првих пет, односно првих десет банака држи висок део укупне активе банкарског сектора, (46%, односно 70%)), добро капитализован (рацио адекватности капитала је у септембру 2011. године износио 19,7%) и врло ликвидан. Што се тиче биланса банака, Србија је једна од највише евроизованих економија у Централној и Источној Европи. Иако удео позајмница у иностраној валути није нешто нарочито висок, удео позајмница индексираних у иностраној валути је веома висок. У децембру 2011. године евроизација позајмница је била једна од највиших у овом делу Европе и кретала се око 71%. Истовремено, евроизација депозита је била још израженија (око 77%) и била је знатно упадљивија у сектору домаћинства, него у корпоративном сектору. Проблем евроизације се огледа у томе што она слаби канал монетарне трансмисије и умањује ефективност монетарне политике коју власт покушава да спроводи¹⁸⁵. Да би избегле замку коју са собом носи штедња у иностраној валути, или индексирање узетих кредита у иностраној валути, земље попут Чилеа и Перуа су прибегле другачијим решењима – заштиту су обезбедиле обавезним индексирањем депозита стопом инфлације¹⁸⁶.

Поред свих напора учињених у претходних десет година, поверење у банкарски систем и у домаћу валуту није у целини обновљено. Да би се вратило поверење у домаћу валуту неопходно је изградити окружење са ниском и стабилном стопом инфлације у чему се само делимично успело. Поред високе евроизације, овај задатак су отежавали још и турбулентна прошлост, велика очекивања од девизног курса и значајна изложеност привреде спољним шокovima (висок капитални прилив)¹⁸⁷.

Хиперинфлаторна прошлост у великој мери оптерећује монетарну власт у Србији. Покушај да се смањи и стабилизује стопа инфлације је делимично успео. На графику бр. 17 се види како се кретала стопа инфлације у Србији након почетка транзиције. До 2003. године (док се *de facto* примењивао фиксни режим девизног курса и девизни курс користио као номинално сидро) постигнут је велики успех у

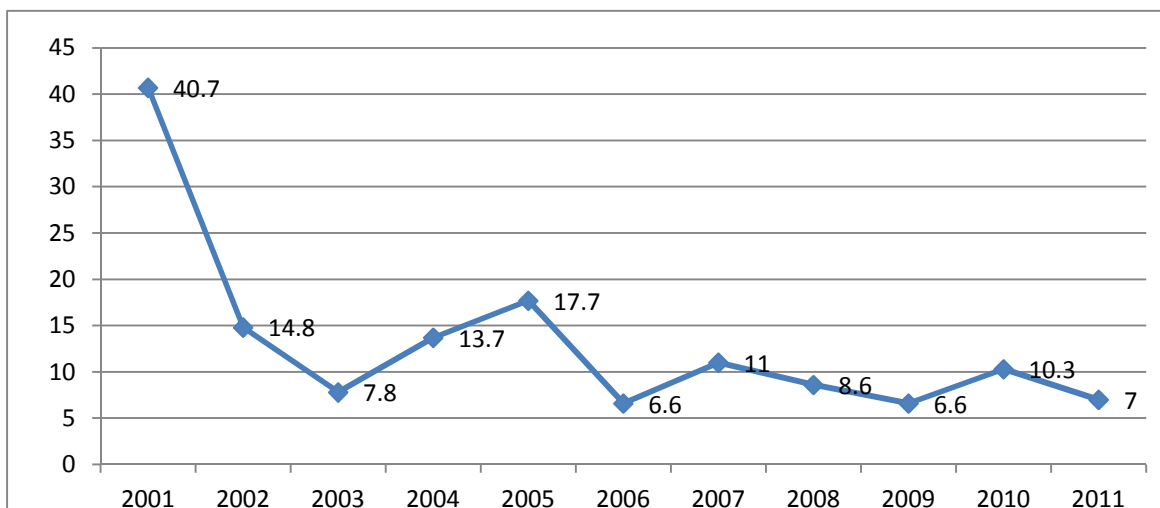
¹⁸⁵ Кујунџић, С. и Оташевић, Д., (2012), Канал банкарског кредитирања у евроизованој економији: случај Србије, Народна банка Србије, стручни радови, Београд, стр. 3

¹⁸⁶ Драгутиновић, Д., (2008), Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платнобилансних циљева и циљева инфлације, НБС, Радни папири, Београд, стр. 18

¹⁸⁷ Виларет, С., Пјешчић, В. и Ђукић, М., (2009), „Основне карактеристике и досадашње искуство Србије у спровођењу стратегије циљања инфлације“, Банкарство, вол. 38, бр. 5-6, стр. 53

смањивању стопе инфлације и достигнута је једноцифрена стопа. Након тога, када је од 2003. до 2006. године дозвољено веће флукутирање девизног курса (прелазак на покретни коридор), а монетарна политика постала недовољно транспарентна, забележен је пораст инфлације. Инфлационо таргетирање је са собом донело смањење стопе инфлације и донекле њену стабилизацију, али поставља се питање да ли је то учињено у довољној мери¹⁸⁸.

График бр. 17. Годишња стопа инфлације у Србији од 2001. до 2011. године



Извор: Народна банка Србије (2012), *Извештај о инфлацији, мај 2012*, стр. 48

Основни циљ НБС је стабилност цена, односно целокупног финансијског система. У овом случају, једина нумеричка смерница за спровођење овакве монетарне стратегије представља циљана стопа инфлације - инфлациони таргет (годишња процентуална промена индекса потрошачких цена). Основни инструмент за постизање наведеног циља представља референтна каматна стопа. Примењује се у спровођењу двонедељних репо операција и представља оперативни циљ за краткорочне каматне стопе на тржишту новца. Остали инструменти монетарне политике (операције на отвореном тржишту хартијама од вредности дуже рочности, обавезна резерва) треба да имају помоћну улогу у остварењу зацртаних циљева у погледу инфлације. У оваквом режиму, интервенције на девизном тржишту треба да представљају инструмент који се користи тек када су исцрпљене све могућности референтне каматне стопе као најзначајнијег инструмента (што се никако не може рећи за ситуацију у Србији, а нарочито за 2012. годину где је НБС за првих пет месеци интервенисала скоро свакодневно и продала преко милијарду евра девизних резерви). Поред коришћених инструмената, као изузетно битна чињеница за успешно функционисање овакве монетарне стратегије истиче се координација монетарне и фискалне политике и транспарентан начин пословања и одговоран однос према јавности. Путем тромесечних Извештаја о инфлацији, НБС редовно

¹⁸⁸ Јанковић, Н. и Станишић, Н., (2012), „Проблем избора адекватног режима девизног курса у Србији“, Економске теме број 2012/3, Економски факултет Ниш, стр. 399

обавештава јавност о остварењу циљане инфлације, очекиваној инфлацији и мерама монетарне политике које је неопходно предузети у наредном периоду како би се остварили зацртани циљеви¹⁸⁹.

Успех монетарне политике ће у великој мери зависити од погађања инфлационих таргета. Испуњавање зацртаних циљева даје кредибилитет коришћењу новог сидра чиме расте поверење у монетарну политику и домаћу валуту што за последицу може имати раст штедње и задуживања у домаћој валути. На овај начин може доћи до смањења финансијске евроизације и трансмисије девизног курса на цене чиме би дошло до јачања канала каматне стопе као трансмисионог механизма. Истовремено, уколико би инфлациона очекивања ишла у правцу инфлационог таргета (смањен утицај промене девизног курса на цене) због смањене финансијске евроизације и флукуације девизног курса би постале прихватљивије што значи да становништво и привредни субјекти не би панично реаговали на сваку промену на девизном тржишту¹⁹⁰. На основу података из табеле бр. 28, види се да је монетарна политика инфлационог таргетирања у периоду од 2006. до 2011. године била делимично успешна.

Табела бр. 28. Успешност инфлационог таргетирања од 2006. до 2011. године

године	Инфлациони таргети (%)			Остварена инфлација		Успех циљања инфлације
	Доња граница	Горња граница	Централна вредност	Базна инфлација	Укупна инфлација	
2006.	7	9		5,9	6,6	Испод доње границе за 1,1 процентни поен
2007.	4	8		7,9	11	Погођено
2008.	3	6		10,8	8,6	Изнад горње границе за 4,8 процентних поена
2009.	6	10	8	3,6	6,6	Погођено
2010.	4	8	6	8,6	10,3	Изнад горње границе за 2,3 процентна поена
2011.	3	6	4,5		7	Изнад горње границе за 1 процентни поен
2012.	2,5	5,5	4			
2013.	2,5	5,5	4			
2014.	2,5	5,5	4			

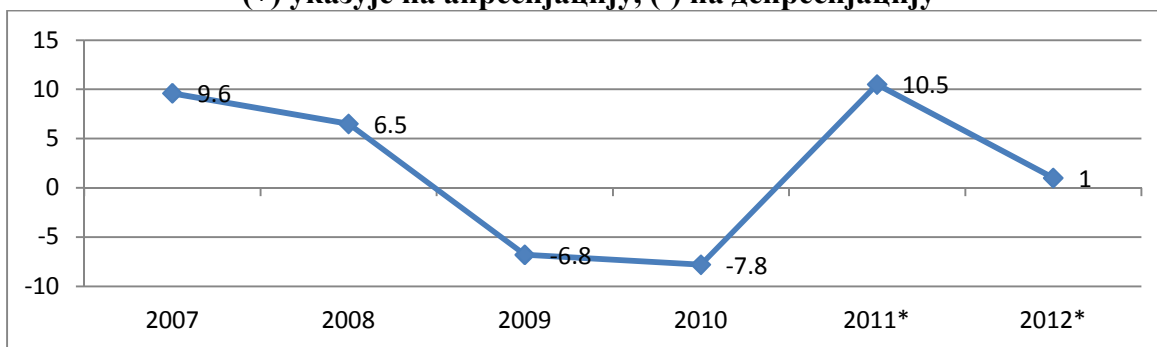
Извор: Народна банка Србије, *Извештај о инфлацији 2007-2012*

¹⁸⁹ Народна банка Србије, (2008) Меморандум НБС о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, стр. 1-4, http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/memorandum_monetarna_strategija_122008.pdf [07.06.2012.]

¹⁹⁰ Бекер Пуцар, Е., (2010), Управљано флукуирање девизног курса у режиму инфлационог таргетирања у транзиционим економијама са освртом на Србију, Докторска дисертација, Економски факултет у Суботици, Суботица, стр. 185

У периоду „меког“ инфлационог таргетирања базна инфлација је представљала таргет. Инфлациони таргет је погођен у само две године (2007. и 2009. године) што свакако негативно утиче на кредибилитет спроведене политике. У *Извештају о инфлацији* из маја 2012. године приказан је усвојени Меморандум НБС о циљаним стопама инфлације до 2014. године. Извршни одбор НБС је одредио да циљане стопе укупне инфлације (с дозвољеним одступањем), мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена, за период од 2012. до 2014. године, полазећи од њихове вредности на крају претходне године за све три године буду исте – 4% +/- 1,5%¹⁹¹. Поред тога што се не испуњавају зацртани циљеви, позитивно је то што се на основу усвојеног меморандума види да НБС константно смањује централне вредности (8%, 6%, 4,5%, и у наредне три године 4%) чиме се очигледно жели постићи конвергенција са, пре свега земљама евро-зоне као најзначајнијим трговинским партнерима. Приликом коришћења девизног курса као номиналног сидра главна притужба је била да долази до смањења извозне конкурентности због константне ап्रेसијације реалног (ефективног) девизног курса динара. Усвајање инфлационог таргетирања је требало да кроз флукуације девизног курса допринесе решавању овог проблема. Међутим, на основу графика бр. 18 видимо да је само у 2009. и 2010. години дошло до депресијације реалног ефективног девизног курса динара што указује да промена режима и монетарне политике није битно променила ситуацију и да главни проблем остаје виши ниво инфлације у односу на главне трговинске partnere¹⁹².

График бр. 18. Реални ефективни курс динара, просечна годишња промена у %, (+) указује на апресијацију, (-) на депресијацију



Извор: Народна банка Србије (2011), *Извештај о инфлацији*, новембар 2011, стр. 44

* пројекција Међународног монетарног фонда

Током свих ових година, сматрало се да је још једна последица апресијације реалног девизног курса и екстерна неравнотежа, односно дефицит текућег рачуна. Прецењен динар и либерализација увоза која је настала након 2000. године су довели до гушења домаће приозводње, што је додатно подстицало раст увоза. Циљ

¹⁹¹ Народна банка Србије, (2012а), *Извештај о инфлацији*, стр. 49, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_maj_2012.pdf [07.06.2012.]

¹⁹² Јанковић, Н. и Станишић, Н., (2012), „*Проблем избора адекватног режима девизног курса у Србији*“, Економске теме број 2012/3, Економски факултет Ниш, стр. 401

либерализације увоза је био да се подстакне увоз нових технологија и опреме неопходних за покретање и унапређење производње у Србији што би допринело и повећању и поправљању структуре извоза. Међутим, уместо јачања конкурентности на иностраном тржишту, последица либерализације увоза је била јачање конкурентности иностране робе на домаћем тржишту чиме се велики број домаћих предузећа нашао у проблему (доста њих је и угашено). Поред тога, прецењеност динара (односно, његова много већа спољна од унутрашње вредности) је допринела и прекомерном задуживању у том периоду (нарочито је приметно било повећање задужености приватног сектора)¹⁹³ што се показало у виду све већег кашњења у отплати кредита у наредним годинама (односно, у периоду интензивнијег слабљења динара).

Промена режима девизног курса и монетарне политике требало је да делује у правцу смањивања овог дефицита. Међутим, и након 2006. године дефицит текућег рачуна је наставио да се повећава. Иако од 2001. године Србија бележи константни раст извоза (изузетак је 2009. година због велике светске финансијске, а касније и економске кризе), проблем представља то што се истовремено бележи и константни раст на страни увоза (наравно, осим у 2009. години). Потребно је продужити хоризонт регулације на најмање период од једног пословног циклуса (око 5 година) како би уочени проблеми били решени. Проблем буџетског и трговинског дефицита је немогуће решити у кратком року, нарочито у условима сталних промена постављених циљева и средстава којима ће зацртани циљеви бити испуњени. Велика грешка је и то што су најважније економске политике дефинисале своје циљеве независно једна од друге, што је за последицу имало продубљивање проблема, уместо његовог решавања (подстицање финалне потрошачке тражње, уместо подстицања инвестиција које би довеле до промене структуре БДП-а Србије). Висока задуженост (и јавног и приватног сектора) појачава жељу за стабилношћу девизног курса, док неефикасни извозни сектор захтева убрзану и што већу депресијацију. Међутим, на основу свега наведеног, кључно питање које се може овде поставити је: *да ли би се, и у којој мери извоз подстакао депресијацијом при постојећој привредној структури?* Неопходно је привлачење инвестиција (у адекватне секторе) које треба да доведе до промене структуре БДП-а и стварања конкурентних производа на иностраном тржишту. Тек у том случају би се могло очекивати да прираштај извоза буде већи, или макар исти као и прираштај увоза, што би требало да доведе до, у првом тренутку заустављања, а касније и елиминисања дефицита у текућем рачуну (пре свега у трговинском делу)¹⁹⁴. *Закључак је да проблем екстерне*

¹⁹³ Миленковић, Н., (2012), Девизни курс као инструмент економске политике – Искуства земаља Источне Азије, Економски хоризонти 14(3), Економски факултет у Крагујевцу, стр. 146

¹⁹⁴ Николић, Г., (2010), „Тенденције девизних курсева у Србији и земљама у окружењу у кризном периоду“, Тржиште, новац, капитал, јул – септембар 2010, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научноистраживачки рад, Београд, стр. 51

неравнотеже, односно извозне конкурентности српске привреде у овом тренутку, не зависи у великој мери од примењиваног режима девизног курса и монетарне политике, већ да је то знатно дубљи, структурни проблем.

3. Анализа извоза Србије

Економија која је укључена у међународну економију назива се отвореном економијом. Иако се на основу бројних истраживања не може извући јединствен и јасан став по питању утицаја спољне трговине на економски раст, велики број студија је показао позитивну и статистички значајну везу између ових појава. У том контексту, нарочито у време све веће економске и финансијске глобализације, може се рећи да су економски односи са иностранством за све земље, посебно за мале и слабо развијене земље (попут Србије) постали изузетно значајни. Један од показатеља који се може користити за мерење отворености неке привреде је *коэффициент трговинске отворености*. Он представља однос између укупног извоза и увоза (трговинске размене) и бруто домаћег производа (БДП) једне земље. За поједине земље, како би била извршена боља анализа, значајно је овај коефицијент раставити и посматрати посебно однос укупног извоза и БДП-а, и укупног увоза и БДП-а.

3.1. Отвореност српске привреде

Отварање земље према иностранству у октобру 2000. године довело је и до значајног раста трговинске размене у наредним годинама. Нормализација трговинских односа са иностранством је допринела да до 2008. године Србија забележи значајну просечну годишњу стопу раста и извоза и увоза у еврима (20,66%, односно 24,9%). Овај раст је прекинут 2009. године због велике светске финансијске, касније и економске кризе (у 2009. години Србија је забележила пад извоза од 19,76%, а увоза од 30,18%). Генерално гледано, за десетогодишњи период, укупан раст трговинске размене наше земље је велики (трговинска размена је порасла 3 пута, односно 3,6 пута до избијања кризе 2008. године), али проблем представља веома ниска стартна основа. Дакле, посматрани период карактерише повећање трговинске отворености. За десет година трговинска отвореност је повећана за скоро 20% (са 51,9% у 2001. години, на 71,47% у 2010. години) при чему је максимум достигнут 2008. године када је овај коефицијент износио 73,18%. С обзиром да се земља сматра веома зависном од међународне трговине уколико је коефицијент трговинске отворености изнад 50%, потврђује се претходно изнета констатација да су економски односи са иностранством од великог значаја за Србију. Ипак, иако је дошло до значајног раста трговинске размене, Србија има још увек мањи

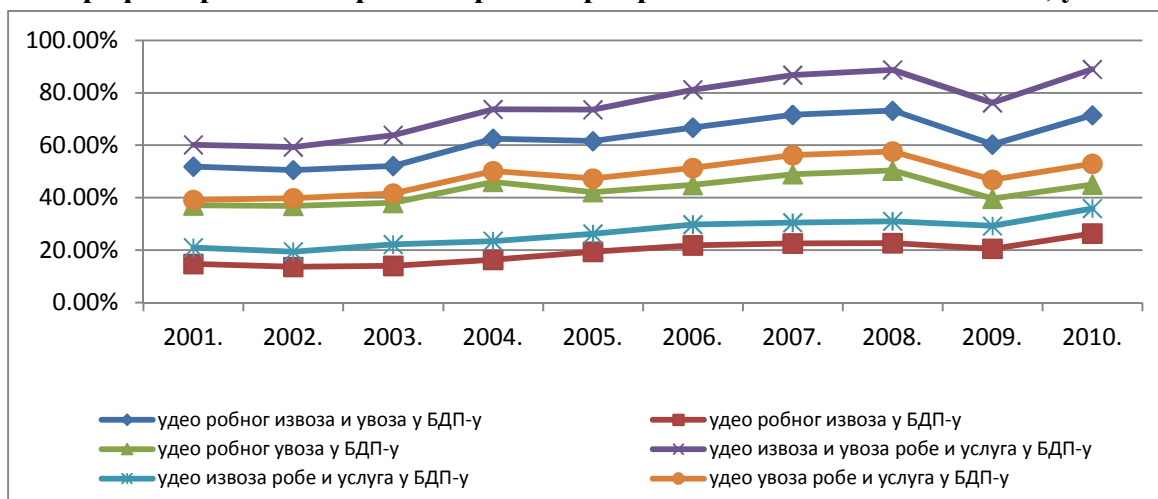
кофицијент трговинске отворености у односу на земље окружења и остале транзиционе земље што указује на низак и још увек недовољан ниво спољне трговине. У ствари, права слика се добија када трговинску размену раставимо на извоз и увоз и ова два показатеља појединачно ставимо у однос са БДП. На основу података из табеле бр. 29 види се да је проблем на страни извоза и да је повећање трговинске отворености Србије током ових година у већој мери базирано на повећању увоза. Посебно може да забрине податак да је у 2008. години удео увоза у БДП достигао 50%. Иако је повећан за скоро 12% (са 14,79% у 2001. на 26,4% у 2010. години), извозни коефицијент Србије је још увек прилично низак и очигледно је да, с обзиром на утицај који може имати на привредни раст, у наредном периоду повећање извоза за малу земљу као што је Србија, практично нема алтернативу.

Табела бр. 29. Отвореност српске привреде од 2001. до 2010. године, у %

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
удео робног извоза и увоза у БДП-у	51,9	50,6	52,18	62,48	61,6	66,79	71,61	73,18	60,32	71,47
удео робног извоза у БДП-у	14,79	13,68	14,11	16,39	19,42	21,89	22,6	22,74	20,59	26,4
удео робног увоза у БДП-у	37,11	36,93	38,07	46,09	42,18	44,9	49,01	50,44	39,73	45,07
удео извоза и увоза робе и услуга у БДП-у	60,2	59,34	63,87	73,68	73,59	81,18	86,77	88,77	76,17	88,94
удео извоза робе и услуга у БДП-у	21	19,5	22,23	23,52	26,25	29,82	30,51	31,09	29,28	35,96
удео увоза робе и услуга у БДП-у	39,2	39,85	41,64	50,16	47,34	51,37	56,26	57,68	46,89	52,98

Извор: Сопствена калкулација на основу података из различитих бројева Статистичких билтена НБС

График бр. 19. Отвореност српске привреде од 2001. до 2010. године, у %



Извор: Сопствена калкулација на основу података из различитих бројева Статистичких билтена НБС

3.2. Динамика и структура извоза

Снажан раст извоза и побољшање структуре извоза Србије представљају приоритет економског развоја Србије у наредном периоду, пре свега због *проблема одрживости дефицита платног биланса, сервисирања спољног дуга и стабилности девизног курса*. Једна од чињеница које указују на отежани продор Србије на глобално тржиште је свакако њена висока енергетска зависност од увоза (немогуће је извући корист од актуелног периода повољне коњунктуре на глобалном тржишту енергената (попут Русије и осталих земаља богатих овим факторима производње)) што се огледа и у изузетно малом учешћу енергетског комплекса у структури индустријског извоза Србије (учешће износи свега 2,4%)¹⁹⁵. Извоз представља покретачки механизам развоја сваке земље, с тим да је његов допринос развоју знатно већи код малих земаља које (у већој мери) зависе од иностраних тржишта¹⁹⁶.

У посматраном периоду, економски раст Србије је био релативно висок (до избијања кризе 5,4% годишње, а у периоду од 2004. до 2008. године - 6,3% годишње). Међутим, проблем представља што је био прилично неизбалансиран и заснован, пре свега на већем расту сектора из неразмљивог дела привреде, односно на експанзији домаће тражње која је била финансирана и подстицана великим приливима капитала из иностранства (док је то било могуће). Три сектора, *Финансијско посредовање, Трговина на велико и мало и Саобраћај и телекомуникације* су, до избијања кризе, заслужна за три четвртине укупног економског раста зато што су остваривала раст по просечној стопи од чак 15,4% годишње, при чему се њихово учешће у БДП повећало са 24% у 2002. години на 39% у 2008. години. Остали сектори привреде су расли по стопи од свега 2,3% годишње. Оваква диспропорција није била својствена осталим земљама у транзицији. Поред чињенице да су приливи капитала из иностранства углавном били усмерени на експанзију тражње (кредити становништву и привреди), а не на раст производње у размљивим секторима (пре свега у прерађивачкој индустрији), погрешном моделу развоја и подстицању домаће тражње, доприносили су и реална ап्रेसијација динара (утицала је на већу куповну моћ у иностранству и подстицање увоза) и проциклична фискална политика (чести избори и нестабилна политичка ситуација су допринели да поред релативно високог привредног раста, од 2006. до 2008. године консолидовани биланс државе буде у растућем дефициту)¹⁹⁷.

¹⁹⁵ Гаговић, Н., (2010), „Позиционирање српског извоза у условима глобализације међународног окружења“, Тржиште, новац, капитал, јануар – март 2010, бр. 1, Привредна комора Србије, Центар за научноистраживачки рад, Београд, стр. 69

¹⁹⁶ Керсан-Шкабић, И., (2005), „Детерминанте конкурентности хрватскога робног извоза“, Економија, 12 (1), стр. 79

¹⁹⁷ Васиљевић, Д., (2009), „Економски раст и међународна конкурентност Србије“, Квартални монитор бр. 17, Београд, стр. 84-86

3.2.1. Повећање извоза Србије

Као што је већ раније закључено, током посматраних година је забележено повећање трговинске отворености Србије што је резултирало у три пута већој робној размени (односно 3,23 пута већој размени роба и услуга) са светом. Том приликом робни извоз је повећан 3,9 пута, а увоз 2,7 пута. Знатније повећање извоза него увоза је свакако добро, међутим још увек је недовољно. Као главна ограничења раста извоза Србије истичу се: недовољна конкурентност извоза, (још увек) неповољна инвестициона клима, недовољно коришћење извозних могућности у зони слободне трговине у југоисточној Европи и мала заступљеност сложених облика међународне економске сарадње (на које се међународна трговина све више ослања)¹⁹⁸.

Табела бр. 30. Динамика извоза и увоза робе и услуга Србије од 2001. до 2010. године у милионима евра и стопа раста извоза и увоза робе и услуга Србије од 2001. до 2010. године

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
извоз робе у мил. евра	1896	2192	2442	3119	3944	5102	6433	7429	5961	7393
увоз робе у мил. евра	4758	5919	6589	8769	8564	10463	13952	16478	11505	12622
салдо робне размене у мил. евра	-2862	-3727	-4147	-5650	-4620	-5361	-7519	-9049	-5544	-5229
стопа раста робног извоза	13,13	15,61	11,41	27,72	26,45	29,36	26,09	15,48	-19,76	24,02
стопа раста робног увоза	31,9	24,4	11,32	33,09	-2,34	22,17	33,35	18,1	-30,18	9,71
извоз робе и услуга у мил. евра	2693	3125	3847	4475	5330	6949	8686	10157	8478	10070
увоз робе и услуга у мил. евра	5023	6387	7206	9543	9613	11971	16016	18843	13577	14838
салдо размене роба и услуга у мил. евра	-2330	-3262	-3359	-5068	-4283	-5022	-7330	-8686	-5099	-4768
стопа раста извоза робе и услуга	20,7	16,04	23,1	16,32	19,11	30,38	25	16,94	-16,53	18,78
стопа раста увоза робе и услуга	32,3	27,16	12,82	32,43	0,73	24,53	33,79	17,65	-27,95	9,29

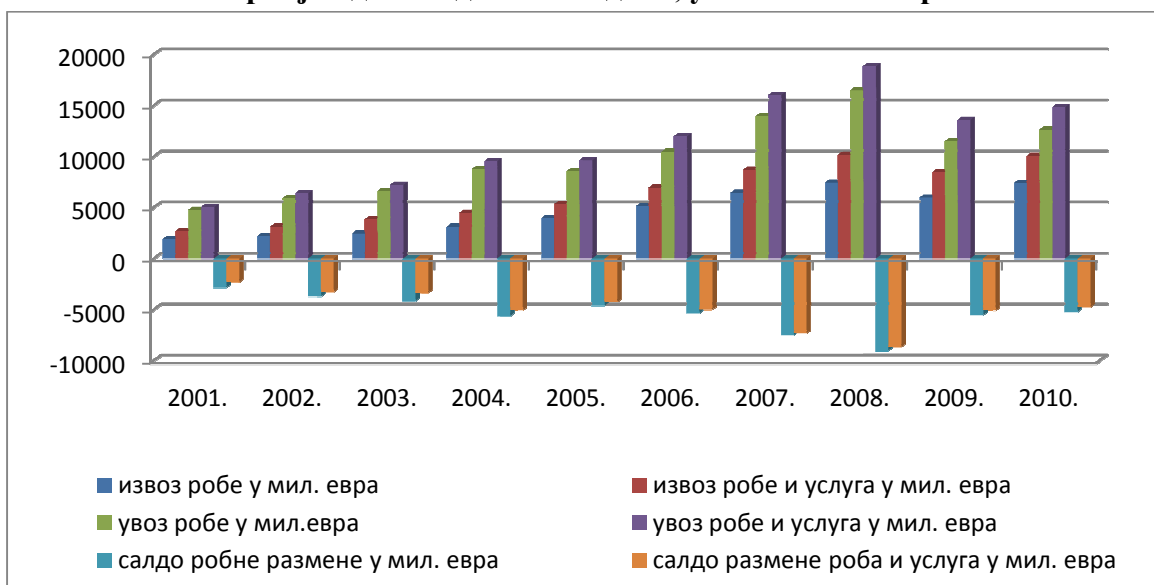
Извор: Статистички билтен НБС, август, 2012.

Стопе раста увоза су у скоро свим годинама и даље биле веће, а основни проблем лежи у различитим стартним основама. У 2001. години српски увоз робе је био 2,5 пута већи од извоза робе. Тај однос је у 2010. години смањен (1,7 пута), али у великој мери као последица светске финансијске и економске кризе због које је у

¹⁹⁸ Ковачевић, Р., (2005), „Макроекономски оквири конкурентности извоза привреде Србије“, Тржиште, новац, капитал, јул-септембар, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 11-14

2009. години дошло до великог пада робног извоза (19,76%), али и до још већег пада робног увоза (30,18%). Светска економска криза је довела до пада привредне активности у целом свету (самим тим и код нас), при чему је пад нашег извоза био последица великог смањења цена примарних производа на светском тржишту, док је последица пада индустријске производње и домаће потрошње у Србији била смањење увоза. До почетка избијања кризе бележен је константни пораст дефицита у робној размени Србије (изузев 2005. године) који је 2008. године прешао 9 милијарди евра (тада је робни увоз био 2,2 пута већи од извоза). Уколико се у посматрање укључе и услуге, ситуација је мало повољнија¹⁹⁹. На основу података из табеле бр. 30 и графика бр. 20 види се да је током свих година забележен суфицит у трговини услугама што је резултирало нешто мањим дефицитом у размени роба и услуга (максимум је наравно достигнут 2008. године - 8,686 милијарди евра).

График бр. 20. Извоз, увоз и салдо трговинске размене и размене роба и услуга у Србији од 2001. до 2010. године, у милионима евра



Извор: Статистички билтен НБС, август, 2012.

Уколико се анализира кретање извоза по становнику, на основу података из табеле бр. 31 могу се запазити значајне стопе раста у посматраном периоду, при чему је овај параметар за десет година повећан чак 4 пута. Међутим, као и до сада, то „значајно“ повећање губи на „значају“ када се погледа колико је износио извоз по становнику на почетку посматраног периода – свега 252,68 евра. Дакле, тај износ увећан 4 пута даје у 2010. години извоз по становнику од 1013, 93 евра што је још увек изузетно скромно (на крају 2009. године смо били на 86. месту од 223 земље²⁰⁰).

¹⁹⁹ Јанковић, Н. (2013), „Проблеми конкурентности српског извоза“, Тематски зборник радова: Финансије и рачуноводство у функцији привредног раста, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 94

²⁰⁰ Јововић, Д., (2011), „Динар и девизни курс“, Издавачко графичко предузеће „Прометеј“, Београд, стр. 94

Табела бр. 31. Робни извоз Србије по становнику у еврима и стопа његовог раста у периоду од 2001. до 2010. године

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
извоз робе у мил. евра	1896	2192	2442	3119	3944	5102	6433	7429	5961	7393
становништво	7503433	7500031	7480591	7463157	7440769	7411569	7381579	7350222	7320807	7291436
извоз робе по становнику	252,68	292,27	326,44	417,92	530,05	688,38	871,49	1010,72	814,25	1013,93
стопа раста извоза робе по становнику		15,67	11,69	28,02	26,83	29,87	26,6	15,98	-19,44	24,52

Извор: Статистички билтен НБС, август, 2012.

3.2.2. Проблем структуре извоза

Крај 80-тих и сам почетак 90-их година прошлог века, што се Србије тиче, у спољнотрговинском смислу обележила је изузетно велика покривеност увоза извозом (посматрано из данашње перспективе (2013. година) још увек незамисливо) и највећа сличност извозне структуре Србије и ЕУ. Након тога, с обзиром на економску и политичку изолацију Србије, због чега је дошло до пропадања домаће индустријске базе (нарочито извозног сектора), дошло је до драстичног смањивања спољнотрговинске активности и погоршања извозне структуре Србије.

Отварање земље према свету и потписивање аутономних преференцијалних третмана са ЕУ, створило је услове за повећање извоза Србије и поправљање његове структуре. Иако је у посматраном периоду дошло до повећања извоза (чак се, због изузетно ниске стартне основе, може рећи да је у релативном смислу то било знатно повећање), потреба српске привреде да повећа извоз по сваку цену, допринела је чињеници да је дошло до повећања удела примарних производа у извозној структури који су у увозној структури ЕУ знатно мање заступљени. На овај начин, се закључује да се значајан раст српског извоза (нарочито извоза у ЕУ (пре свега у старе земље чланице – ЕУ 15)) остварује уз пад или стагнацију коефицијената сличности, односно апсолутно повећање извоза је било базирано на повећању производа ниже фазе финализације у укупном извозу, као и у делу који иде у ЕУ²⁰¹.

Према секторској структури извоза која се базира на Стандардној међународној трговинској класификацији (СМТК) потврђује се претходна констатација и може се рећи да је структура српског извоза неповољна и да је присутна ниска конкурентност извоза. На основу табеле бр. 32 се види да у извозу доминирају производи који спадају у секторе 0, 6 и 8. Сектор 0 обухвата храну, пре свега житарице, поврће и воће и присутан је тренд повећања учешћа овог сектора (са 15,88% у 2001. на 18% у 2010. години). Сектор 6 је најзаступљенији и он обухвата гвожђе и челик, обојене метале, производе од метала и од целулозе при чему је његово учешће скоро непромењено за десет година (са 29,11% у 2001, на 29,04% у

²⁰¹ Николић, Г., (2007), „Карактеристике робне размене Србије са земљама ЕУ – резултати и очекивања“, Тржиште, новац, капитал, вол. 40, бр. 4, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 88-89

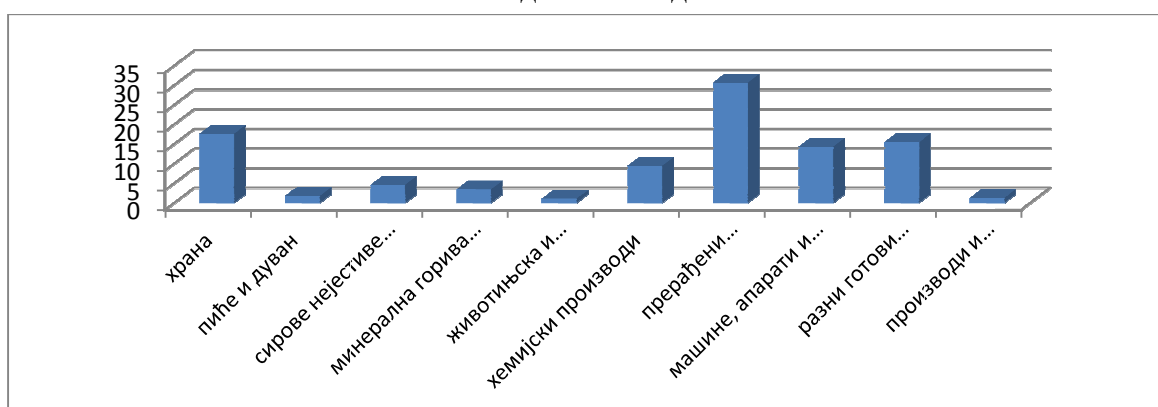
2010. години). У сектору 8 доминирају одећа и обућа, међутим код овог сектора је присутно значајно смањење у учешћу (са 20,57% у 2001. на 12,61% у 2010. години)²⁰². Просечно учешће појединих сектора приказано је на графику бр. 21.

Табела бр. 32. Робни извоз Србије по секторима СМТК, ревизија 3, у периоду од 2001. до 2010. године, у %

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	просек
(0) храна	15,88	22,81	18,22	19,27	18,36	16,56	15,34	13,68	18,05	18	17,617
(1) пиће и дуван	0,74	0,82	1,15	2,31	1,75	1,76	1,99	2,27	2,99	2,38	1,816
(2) сирове нејестиве материје	5,22	5,16	5	5,45	4,39	4,33	4,65	4,12	3,49	4,73	4,654
(3) минерална горива и мазива	2,95	3,74	2,21	2,5	3,75	3,53	2,61	3,42	4,63	5,13	3,447
(4) животињска и биљна уља и масти	1,05	0,91	0,61	1,89	1,04	0,45	1,07	1,35	1,44	1,47	1,128
(5) хемијски производи	7,7	8,17	9,05	11,13	11,16	10,15	10,37	10,12	7,93	8,95	9,473
(6) прерађени производи	29,11	26,46	25,02	32,06	33,75	37,61	35,08	32,62	26,12	29,04	30,687
(7) машине, апарати и транспортни уређаји	14,08	12,09	20,56	10,61	9,94	11,02	14,21	17,34	17,68	16,22	14,375
(8) разни готови производи	20,57	17,52	16,63	14,14	15,06	13,99	14,18	14,19	16,14	12,61	15,503
(9) производи и трансакције, непоменути	2,69	2,33	1,56	0,64	0,79	0,61	0,5	0,92	1,53	1,46	1,303

Извор: Статистички билтен НБС, август, 2012.

График бр. 21. Робни извоз Србије по секторима СМТК – просек за период од 2001. до 2010. године



Извор: Статистички билтен НБС, август, 2012.

На основу добијених података може се закључити да је структура српског извоза све до 2006. године била у највећој мери непромењена. Када се коефицијенти

²⁰² Јанковић, Н. (2013), „Проблеми конкурентности српског извоза“, Тематски зборник радова: Финансије и рачуноводство у функцији привредног раста, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 96

извозне структуре Србије упореде са референтним увозним (или извозним) структурама, као резултат се добије стагнација квалитета извоза Србије све до 2006. године. Разлог томе је пре свега повећање извоза по сваку цену које се огледало у повећању удела примарних производа. Гледано још детаљније, у највећој мери на раст извоза су утицали одсеци 67 (гвожђе и челик), 68 (обојени метали), 69 (производи од метала, непоменути), 04 (житарице), 06 (шећер), 84 (одећа), који спадају у радно и ресурсно интензивне и који, самим тим у извозу или увозу земаља ЕУ (односно, развијених земаља) имају много мање учешће, тако да се по том основу овакав раст може сматрати екстензивним који ће дугорочно гледано бити неодржив. Тек након 2006. године захваљујући порасту учешћа сектора 7 (машине и транспортни уређаји - у 2006. 11,02%, у 2007. 14,21%, у 2008. 17,34%), може се рећи да је квалитет извозне структуре Србије благо порастао²⁰³.

Подаци о спољнотрговинској робној размени могу бити разврстани и према намени производа - *BEC (Broad Economic Categories)*, при чему се производи разврставају у три основне категорије: *Производи за инвестиције* (опрема), *Производи за репродукцију* и *Производи за широку потрошњу*. Структура извоза по намени производа се након 2000. године практично није много мењала. Сировине и полупроизводи (Производи за репродукцију) током читавог периода имају убедљиво највеће учешће (53,1% у 2001. години, 65,1% у 2010. години, максимум у 2006. години – 67,1%), учешће производа широке потрошње се смањује (са 37,8% у 2001. на 26,7% у 2010. години), док је учешће Производа за инвестиције убедљиво најмање (9,1% у 2001, односно 8,2% у 2010. години) – табела бр. 33. Класификација на овај начин још једном потврђује чињеницу да је структура српског извоза неповољна зато што се у највећој мери извозе производи у којима има врло мало новододате вредности и за које се на светском тржишту добија мање новца (производи за репродукцију и полупроизводи од основних метала – преко 50% извоза)²⁰⁴.

Табела бр. 33. Извоз Србије по *BEC* намени, у периоду од 2001. до 2010. године, као % укупног извоза

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
производи за репродукцију	53,1	54,5	54,6	66,1	66,8	67,1	65,8	64,5	59,4	65,1
производи за широку потрошњу	37,8	37,6	29,9	27,8	27,7	27,1	26,8	26,2	30,9	26,7
производи за инвестиције	9,1	8	15,5	6,1	5,4	5,8	7,4	9,2	9,7	8,2

Извор: Статистички годишњак 2011, http://www.media.srbija.gov.rs/medsrp/dokumenti/SGS2011_cyr.pdf

²⁰³ Николић, Г., (2010), Показатељи спољнотрговинске размене Србије са Европском унијом и светом, Завод за уџбенике, Београд, стр. 110

²⁰⁴ Црномарковић, Ј., (2010), Преглед спољнотрговинске робне размене Републике Србије у периоду 1988-2009. године, Трендови, Републички завод за статистику, Београд, стр. 7

Пораст извоза који је већ забележен и који се очекује и у наредном периоду, с обзиром на ниску стартну основу, је очекиван. Проблем настаје уколико се тај пораст настави без структурног унапређења извоза јер ће се показати неодрживим. Оваква структура извоза Србије је у великој мери подударна са структуром извоза земаља из окружења, што значи да услед велике конкуренције наши производи могу бити истиснути и замењени у неком наредном периоду. Због свега наведеног и немогућности задовољења све сложенијих захтева тржишта ЕУ, српски извоз се у великој мери окреће земљама ЦЕФТА споразума где се још увек могу пласирати наши, за ЕУ, недовољно конкурентни производи.

С обзиром да се преко 50% српског извоза пласира на тржишту ЕУ, закључак је да би било и више него пожељно да структурне промене српског робног извоза прилагодимо структури робног увоза земаља ЕУ (сектори за којима постоји раст тражње), пре свега најразвијенијим у оквиру ове групације. У том контексту, потребно је угледати се на напредније земље у транзицији и што више променити извозну структуру у правцу раста учешћа производа веће финализације и технолошке интензивности. Кључно за напредније земље у транзицији је било то да је снажан пораст извоза у ЕУ забележен захваљујући натпросечном расту извоза који је бележио сектор 7 (током деведесетих година прошлог века раст извоза код већине земаља из ове групације је износио у просеку годишње између 10% и 20%, с тим што је натпросечан раст бележио управо сектор 7 – производи виших фаза прераде, за разлику од Србије која је пораст извоза базирала, пре свега на секторима 0 и 6 - углавном прерађевине²⁰⁵). Захваљујући успешним реформама и отварању привреде, коефицијенти сличности и удели производа више фазе прераде су у укупном извозу знатно порасли током деведесетих година. Извоз базиран на оваквим производима би свакако, због брзорастуће глобалне тражње за овим производима, као и због велике додате вредности која се остварује њиховом продајом, унапредио економске перспективе Србије. Оно што тренутно забрињава је чињеница да се у посматраном периоду, поређењем са другим земљама види да је структура извоза Србије неповољнија од структуре извоза напреднијих земаља у транзицији²⁰⁶.

Galego i Caetano (2002) сматрају да поред повећања трговинске размене земаља централне и источне Европе (ЦИЕ) и ЕУ, и даље постоји простор за напредак пре свега у случају даље конвергенције доходака и доследнијег спровођења економских реформи у земљама ЦИЕ. Иако се у структури трговине ових земаља бележи квалитативни напредак, још увек је присутна јака факторска комплементарност која се огледа у високом нивоу вертикалне интра индустријске трговине. Уколико посматране земље раздвоје на две подгрупе, *Galego i Caetano*

²⁰⁵ Николић, Г. и Ивановић, В., (2009), „Подударност структуре српског робног извоза са структуром увозне тражње Европске уније“, Тржиште, новац, капитал, јул – септембар 2009, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научноистраживачки рад, Београд, стр. 48

²⁰⁶ Николић, Г., (2010), Показатељи спољнотрговинске размене Србије са Европском унијом и светом, Завод за уџбенике, Београд, стр. 117

закључују да ће због карактеристика сопствених трговинских структура, балканске земље бити мање погођене конкуренцијом из ЕУ, али ће истовремено и мања сличност њиховог извоза са увозом ЕУ ограничити њихову конкурентност на тлу ЕУ. Са друге стране, карактеристике трговинске структуре земаља Централне Европе су такве да оне могу заузети већи део тржишта ЕУ (у односу на балканске земље), али ће истовремено бити и изложеније конкуренцији из ЕУ²⁰⁷.

У својој анализи Николић (2010) закључује да су коефицијенти сличности српског извоза у ЕУ и структуре екстерне увозне тражње ЕУ на далеко нижем нивоу од тих истих параметара карактеристичних за развијене земље, па чак и за напредније међу земљама у транзицији. Може се рећи да се подударност српске извозне структуре са увозном тражњом ЕУ налази негде између земаља кандидата за ЕУ (неке од њих су у међувремену постале чланице), с једне, и земаља Заједнице независних држава (ЗНД) са друге стране. Веома низак коефицијент сличности извоза ЗНД са увозном тражњом ЕУ је свакако последица неадекватне производне структуре у овим земљама, али и чињенице да су оне у великој мери оријентисане на извоз енергената којих имају у изобиљу, што са Србијом није случај. На другом крају, са сасвим супротним резултатима се налазе земље кандидати које су успеле да уз помоћ одређених олакшица ЕУ и након потписивања Европских споразума забележе значајан раст коефицијената сличности због чега сад имају знатно вишу подударност структуре извоза у ЕУ са њиховом увозном тражњом. Поредити резултате Србије са овим земљама стиче се утисак да наша земља још увек није достигла критичан ниво подударности са интерном увозном тражњом ЕУ чиме би себи обезбедила „подношљиве“ трошкове уласка у ЕУ. У овом тренутку, уколико би у ЕУ ушли при оваквим показатељима, трошкови би били превисоки, нарочито уколико би Србија приступила и монетарној унији и увела евро чиме би изгубила и политику девизног курса као један од инструмената прилагођавања екстерним шоковима²⁰⁸. Мада се може поставити питање да ли је уопште политика девизног курса допринела извозу Србије у посматраном периоду.

Свакако да се може закључити да је *главна слабост српског извоза* (пре свега на тржиште ЕУ, због тога што је најважнији трговински партнер) *његова структура*. Отежан и недовољан извоз индустријских производа указује на њихову недовољну конкурентност. С обзиром на динамичне и структурне промене светске увозне тражње, као неминовност се намеће потреба за што бржим прилагођавањем извоза Србије оваквим захтевима. Велики проблем представља технолошко кашњење домаће привреде за светском, чиме се радикално реструктурирање реалног сектора економије намеће као приоритет у наредном периоду. У овом тренутку је то

²⁰⁷ Galego, A. and Caetano, J. (2002), The Eastward Enlargement of the Eurozone, Ezoneplus, Working Paper, No. 7. p. 31

²⁰⁸ Николић, Г., (2010), „Робна размена Србије са земљама ЕУ: карактеристике у протеклом периоду и очекивања у 2010. години“, Тржиште, новац, капитал, јануар-март, бр. 1, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 39-40

прилично тешко урадити без знатног прилива СДИ (пре свега у виду нове опреме и технологије) чиме би се убрзала промена структуре домаће привреде и конкурентност подигла на један виши ниво²⁰⁹. При чему ће, поред износа СДИ, промена извозне структуре у правцу пораста удела производа више фазе финализације и одржавање високе стопе раста извоза у великој мери зависити и од сектора у које ће СДИ пристизати. Циљ привлачења СДИ је да се знатно побољшају извозне перформансе привреде што ће оне у већој мери урадити уколико се ради о „вертикалном“ типу инвестиција. У том случају, поред тежње за „освајањем“ домаћег тржишта, СДИ имају за циљ и повећавање извозног потенцијала домаће привреде. С обзиром да је у случају Србије досадашњи прилив СДИ изван процеса приватизације био прилично скроман, мере подстицаја привлачења СДИ треба усмеравати ка извозно оријентисаним СДИ²¹⁰. *Уколико страни капитал буде ангажован у секторе привреде који користе више нивое примењене технологије и који су извозно оријентисани, у неком средњем року се може очекивати квалитативни скок српског извоза и његов бржи раст. Док до тога не дође, Србија ће углавном извозити производе ниже фазе прераде.*

3.3. Географска усмереност извоза

Једна од најзначајнијих карактеристика српског извоза је његова висока усмереност према тржиштима европских земаља. У прилог томе говори чињеница да је у посматраном периоду скоро 95% српског извоза било пласирано на европско тржиште. Дакле, српски извоз ће у највећој мери зависити од стања и перспективе развоја са овом групом земаља. Према економским зонама, као економски партнери се издвајају ЕУ (просечно учешће је износило 54,58%) и земље ЦЕФТА споразума (31,08%) (табела бр. 34). Међутим, као један од важнијих закључака који се могу извући на основу података из табеле бр. 34, издваја се то да је приметан тренд пада учешћа земаља ЕУ (у 2001. години учешће земаља ЕУ у укупном извозу је било 58,23%, док просек за десетогодишњи период износи 54,58%). Истовремено, приметан је тренд пораста учешћа земаља ЦЕФТА групације (у 2001. години њихово учешће је било 26,27%, док десетогодишњи просек износи 31,08%). Остале две економске зоне (ЦИС земље и „остале“) су за посматрано време задржале приближно исто учешће (ЦИС земље – у 2001. години 6,86%, просек 6,87%; „остале“ земље – у 2001. години 8,65%, просек 7,47%). На графику бр. 22 је приказан просечан српски извоз по економским зонама у посматраном периоду.

²⁰⁹ Ковачевић, Р., (2006), „Могућности ограничења пораста извоза као фактор платног биланса Србије“, вол. LVIII, бр. 4, стр. 495

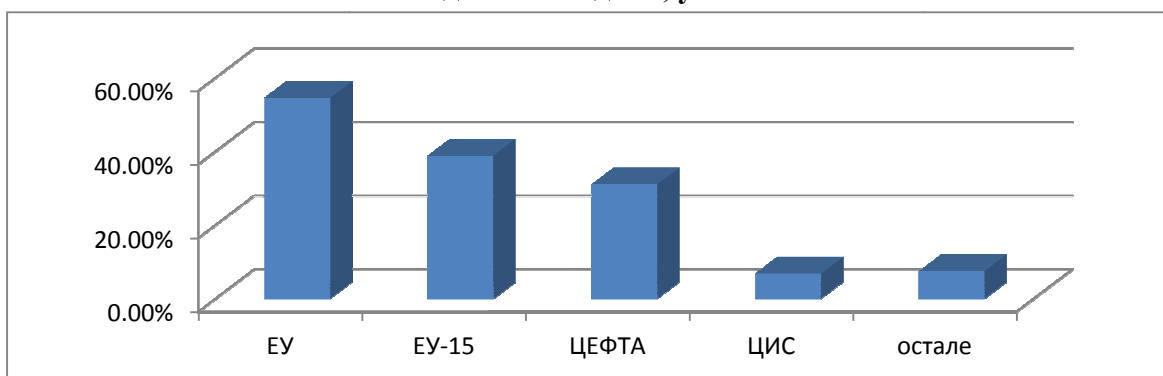
²¹⁰ Ковачевић, Р., (2005), „Макроекономски оквири конкурентности извоза привреде Србије“, Тржиште, новац, капитал, јул-септембар, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 13

Табела бр. 34. Извоз Србије по економским зонама у периоду од 2001. до 2010. године, у %

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	просек
ЕУ	58,23	59,49	53,89	51,43	49,11	52,55	56,01	54,23	53,62	57,28	54,58
ЕУ-15	46,1	43,7	40,01	36,29	37,5	40,91	38,21	35,62	34,61	35,93	38,89
ЦЕФТА	26,27	27,87	30,67	36,33	33,57	30,44	32,21	33,09	31,56	28,76	31,08
ЦИС	6,86	6,43	6,72	5,55	6,62	7,21	7,07	7,34	6,84	8,1	6,87
остале	8,65	6,2	8,72	6,7	10,7	9,8	4,71	5,34	7,99	5,86	7,47
ЕУ - 15/ЕУ	79,17	73,46	74,88	70,56	76,36	77,85	68,22	65,68	64,55	62,73	71,25

Извор: Статистички билтен НБС, август, 2012.

График бр. 22. Извоз Србије по економским зонама – просек у периоду од 2001. до 2010. године, у %



Извор: Статистички билтен НБС, август, 2012.

Висока усмереност нашег извоза према тржишту ЕУ (посебно према ЕУ-15) због високе куповне моћи и високог БДП по становнику развијених земаља може имати позитиван утицај на структурне промене и модернизацију наше привреде (увозна тражња развијених земаља се огледа у квалитетнијим производима виших фаза прераде). Оно што не ваља је чињеница да тако велика усмереност (ниска тржишна диверсификација) на „једно“ тржиште повећава зависност привреде од тог тржишта, и самим тим од спољашњих шокова који долазе са тог тржишта.

Додатни проблем представља чињеница да се смањење учешћа земаља ЕУ у српском извозу огледа пре свега у смањењу учешћа земаља ЕУ-15 (старих земаља чланица које се углавном налазе на већем степену развоја у односу на нове земље чланице). У 2001. години учешће земаља ЕУ-15 у извозу у ЕУ је износило скоро 80% (79,17%), док је у 2010. години то учешће смањено за скоро читавих 17% и износило је 62,73%. Просек за десетогодишњи период је износио 71,25% чиме се потврђује тренд смањења учешћа ове групе земаља.

Појединачно гледано, најзначајнија извозна тржишта за Србију су БИХ, Италија, Немачка, Црна Гора, Македонија и Русија (табела бр. 35). Подаци из табеле бр. 35 потврђују предходно изнете чињенице да се смањује учешће земаља ЕУ-15 и повећава учешће земаља из ЦЕФТА групације. Учешће Немачке је опало са 13,4% у 2001. години на 10,3% у 2010. години, при чему просек за посматрани период износи

10,7%. Иако је и даље испред Немачке, учешће Италије је смањено у још већој мери (са 17% у 2001. години на 11,4% у 2010. години – просек 13%). Истовремено, иако варира током година, може се рећи да учешће земаља ЦЕФТА споразума (изузев Македоније) у просеку расте. Као најзначајнија тржишта се издвајају БИХ, Македонија и (од 2006. године) Црна Гора при чему се са овим земљама остварује суфицит у размени који је углавном резултат извоза пољопривредних производа.

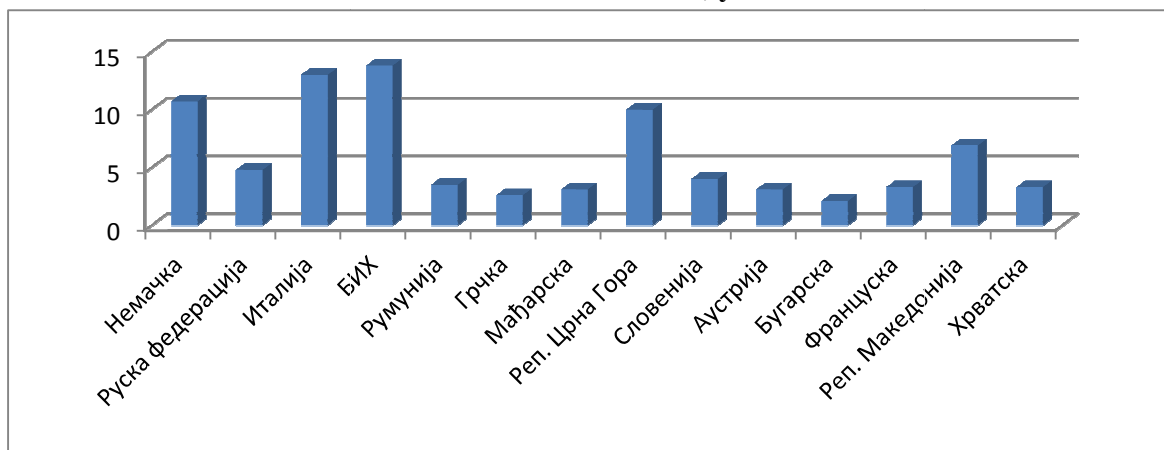
Табела бр. 35. Најзначајнија извозна тржишта Србије у периоду од 2001. до 2010. године, у %

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	просек
Немачка	13,4	11,7	10,6	10	9,7	9,9	10,6	10,4	10,5	10,3	10,7
Русија	4,6	4,4	4,7	4,3	5	4,8	5,1	5	4,2	5,4	4,8
Италија	17	15	12,7	12,7	14,5	14,4	12,4	10,3	9,8	11,4	13
БИХ	13,9	15,6	15,1	17,8	16,6	11,6	11,8	12,2	12,1	11,1	13,8
Румунија	1,8	2,5	2,6	3,5	2,9	2,7	3	3,7	5,8	6,6	3,5
Мађарска	3,4	3,5	2,8	3,4	2,9	2,9	2,8	3	3,1	3,1	3,1
Ц. Гора						9,6	10,8	11,6	10,0	8,2	10
Словенија	2,3	3,9	3,4	4,4	4,2	3,9	4,6	4,5	4,1	4,3	4
Аустрија	2	3,1	3,3	2,7	2,6	2,9	3,4	4,2	3,5	3,4	3,1
Бугарска	1,7	1,6	1,9	1,7	2,1	2,4	2,5	2,3	2,4	2,5	2,1
Француска	2,5	2,9	4,2	3,8	3,6	3,7	3,3	3,1	3,0	2,8	3,3
Македонија	10,1	9,9	12	7,3	5,8	4,7	4,9	4,5	5,1	4,9	6,9
Хрватска	1,9	2	2,8	4,2	4,4	3,9	3,7	4	3,3	3,1	3,3
Грчка	3,7	4	2,2	3,4	2,7	2,4	2,1	1,9	1,6	1,8	2,6

Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013, Републички завод за статистику.

График бр. 23 на ком су представљени просеци најважнијих извозних тржишта Србије за посматрани десетогодишњи период још једном потврђује да је извоз Србије окренут Европи и то пре свега суседним земљама. На земље које су некад биле у саставу СФРЈ отпада чак 38%, односно скоро 2/5 српског извоза. Истовремено, учешће Италије и Немачке, као најзначајнијих извозних тржишта у претходном периоду је у просеку износило 23,7%.

График бр. 23. Најзначајнија извозна тржишта Србије – просек за период од 2001. до 2010. године, у %



Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013, Републички завод за статистику.

Смањење удела ЕУ у посматраном периоду је у највећој мери последица бржег раста извоза према земљама ЦЕФТА споразума. Међутим, чињеница да би земље ЦЕФТА споразума требало да једног дана постану чланице ЕУ потврђује доминацију и значај овог тржишта за српске извознике. Поред ове чињенице на пораст удела извоза у ЕУ у наредном периоду би требало да има утицаја и²¹¹:

- процес приближавања чланству ЕУ, чиме би требало да дође до смањења перцепције ризика инвестирања у Србију;
- потпунија примена ССП-а;
- сељење радно-интензивних процеса из ЕУ у Србију, што би требало да повећа интензитет интраиндустријске трговине која је до сада била на релативно ниском нивоу и
- визна либерализација, која би требало да домаћим предузетницима омогући лакши контакт са потенцијалним пословним партнерима из ЕУ.

У наредном периоду не треба очекивати битније промене што се тиче извозних дестинација. Генерално гледано, један од највећих проблема српског извоза може бити његова значајна усмереност на тржиште Европе (пре свега ЕУ). У том контексту, као један од циљева у наредном периоду може бити да се извоз повећа проширивањем тржишта (извоз на тржишта земаља Азије, Африке и Америке). Други правац деловања би могао бити боља искоришћеност преференцијалних третмана наше робе (тржиште ЕУ), односно споразума о слободној трговини (тржиште Русије).

3.4. Покривеност увоза извозом

Крај 80-их година прошлог века је карактерисао значајан пораст наше спољнотрговинске размене са иностранством, тако да је 1990. године достигнут њен највећи обим. Међутим, већ 1991. године је регистрован пад у обиму спољнотрговинске размене који је због санкција настављен и у наредном периоду. Након санкција обим спољнотрговинске размене је знатно смањен о чему довољно говори податак да је вредност укупног извоза у 2000. години представљала свега трећину извоза из 1991. године. Тек 2005. године је достигнута вредност извоза из 1991. године. Поред тога, значајно је промењен и степен покривености увоза извозом. Крај 80-их година је обележио изузетно велики степен покривености увоза извозом који се кретао од 77,4% у 1990. години, до, чак 98,4% у 1988. години. Међутим, као што се може видети на основу табеле бр. 36 и графика бр. 24, након 2000. године, ситуација се у великој мери променила. Покривеност увоза извозом је

²¹¹ Јакопин, Е. и група аутора, (2010), Посткризни модел економског раста и развоја Србије 2011-2020, УСАИД, ФРЕН и МАТ, Београд, стр. 243

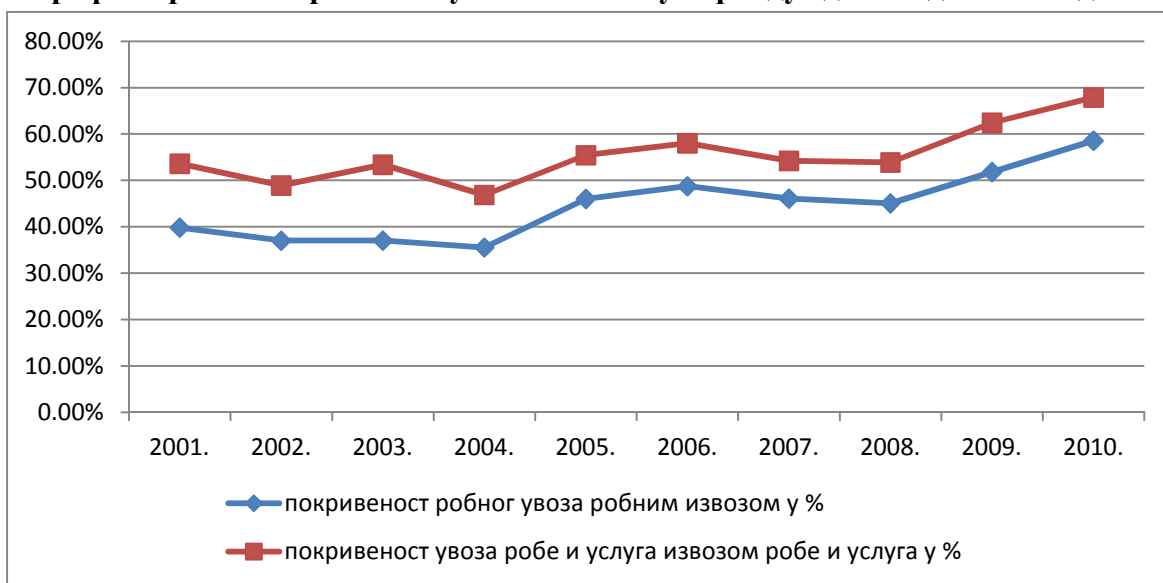
доста нижа и кретала се од 35,57% у 2004. години, до 58,57% у 2010. години. Најмања покривеност увоза извозом у 2004. години је у великој мери последица увођења ПДВ-а у наредној години. Из тог разлога је увоз многих роба који је био планиран за 2005. годину обављен крајем 2004. године како би се смањило плаћање ПДВ-а од стране увозника на почетку 2005. године²¹². Тек 2009. године је овај показатељ прешао 50%, опет, пре свега захваљујући већем паду обима увоза него извоза који је био последица велике светске економске кризе.

Табела бр. 36. Покривеност увоза извозом у периоду од 2001. до 2010. године

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
покривеност робног увоза робним извозом у %	39,85	37,03	37,06	35,57	46,05	48,76	46,11	45,08	51,81	58,57
покривеност увоза робе и услуга извозом робе и услуга у %	53,6	48,93	53,39	46,89	55,45	58,05	54,23	53,9	62,44	67,87

Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013

График бр. 24. Покривеност увоза извозом у периоду од 2001. до 2010. године



Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013

Све мања покривеност увоза извозом је значила све већи спољнотрговински дефицит до којег је дошло након периода санкција. Изолација наше привреде и велика разарања настала током бомбардовања изузетно су се негативно одразила на нашу привреду при чему је она претрпела велике поремећаје. Уколико се изузме 2005. година, све до 2009. године спољнотрговински дефицит је константно растао и у апсолутном и у релативном (као % БДП) износу. Последица тога је да смо након, скоро успостављене равнотеже у спољнотрговинској размени коју смо имали 1988. године, у 2001. години имали дефицит од 2,3 милијарде евра, који је 2008. године

²¹² Црномарковић, Ј., (2010), Преглед спољнотрговинске робне размене Републике Србије у периоду 1988-2009. године, Трендови, Републички завод за статистику, Београд, стр. 5

достигао скоро 8,7 милијарди евра. Процентуално, тај дефицит се није смањивао испод 22,32% БДП (2001. године), док је 2004. године достигао скоро 30% (29,7% БДП). Након кризе, ипак долази до смањења овог показатеља, пре свега због значајнијег пада на увозној страни, тако да је спољнотрговински дефицит у 2010. години у апсолутном износу мањи за око 45%, односно за готово 4 милијарде евра. У процентима је то нешто мање изражено тако да се спољнотрговински дефицит смањило са 27,7% БДП у 2008. години на 18,67% у 2010. години.

3.5. Проблем дефицита текућег рачуна

Паралелно гледано, у посматраном периоду, и текући рачун је све време био у дефициту (изузимајући 2001. годину када је након извршене рекласификације текући рачун био у суфициту 282 милиона евра). Захваљујући константно позитивном износу текућих трансфера (од 2,13 милијарди евра у 2003. години, до 3,52 милијарде евра у 2009. години), дефицит текућег рачуна је и апсолутно и релативно био мањи од спољнотрговинског дефицита. Као и код спољнотрговинског дефицита, уколико се изузме 2005. година, може се рећи да је до 2009. године дефицит текућег рачуна константно растао (2008. године је достигао максимум – скоро 7,1 милијарду евра, односно 21,6% БДП – табела бр. 37). Након тога, глобална економска криза је довела до болног процеса смањивања неравнотежа платног биланса у већини земаља света, при чему су суфицитарне земље смањивале свој суфицит, а дефицитарне свој дефицит. Из истог разлога дефицит текућег рачуна је и у Србији у наредним годинама знатно опао (за око 5 милијарди евра), тако да је у 2010. години износио нешто преко 2 милијарде евра, односно 7,4% БДП (график бр. 25).

Табела бр. 37. Дефицит спољнотрговинске размене и текућег рачуна у периоду од 2001. до 2010. године

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
дефицит спољнотрговинске размене у мил. евра	-2330	-3262	-3359	-5068	-4283	-5022	-7330	-8686	-5099	-4768
дефицит спољнотрговинске размене у % БДП	-22,32	-23,25	-23,96	-29,7	-22,75	-23	-26,41	-27,7	-19,15	-18,67
дефицит текућег рачуна у мил. евра	282	-671	-1347	-2620	-1778	-2356	-5053	-7054	-2084	-2082
дефицит текућег рачуна у % БДП	2,2	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-7,2	-7,4

Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013

График бр. 25. Дефицит спољнотрговинске размене и текућег рачуна у периоду од 2001. до 2010. године, у % БДП



Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013

После 2000. године висок дефицит текућих трансакција представља једно од најважнијих обележја платног биланса Србије. У великој мери он је последица дугогодишње изолације наше земље која је довела до повећања тражње капиталних добара и трајне потрошне робе. Све до четвртог квартала 2008. године, позитивни салдо капиталог биланса, заснован пре свега на дугорочном задуживању и приливу страних директних инвестиција (пре свега по основу приватизације – кулминација је била 2006. године), је био већи од дефицита текућег рачуна што је било довољно да се мањак остварен по том основу покрије и да дође до повећања девизних резерви (табела бр. 38). Односно, у овом периоду, дефицит текућег рачуна се лако финансирао великим суфицитом капиталног и финансијског рачуна. У том периоду, веома „лабава“ монетарна политика већине великих економија, као и све већа интеграција финансијских тржишта у свету је допринела чињеници да су велике количине капитала биле расположиве што је значило да финансирање великих спољнотрговинских дефицита неће бити проблем за било коју од источноевропских земаља. Међутим, проблем је представљала чињеница да највећи део тих средстава, који је долазио у земљу преко капиталног и финансијског рачуна, није долазио у адекватној форми. Уместо инвестиција у нове производне капацитете, то су углавном била средства у форми кредита, или средства која су ишла у приватизацију²¹³.

Ипак, дефицит текућег рачуна у 2008. години, који је достигао 21,6% БДП није више могао да се компензује суфицитом који је остварен у финансијским и капиталним трансакцијама, тако да је дошло до смањења девизних резерви Централне банке. Иако се може рећи да дефицит текућег рачуна у транзиционим земљама представља неминовност приликом достизања развијених привреда, због потенцијалних негативних последица које са собом носи (избијање финансијских и валутних криза), у неком средњерочном периоду, пре свега убрзаним растом

²¹³ Васиљевић, Д., (2009), „Економски раст и међународна конкурентност Србије“, Квартални мониторинг бр. 17, Београд, стр. 84

привредне активности и извоза, повећањем инвестиција и смањивањем јавне потрошње треба покушати смањити дефицит текућег рачуна као би била постигнута нека врста екстерне равнотеже.

Табела бр. 38. Учешће текућих трансфера, СДИ и спољног дуга у БДП-у Србије (%) и промене девизних резерви у периоду од 2001. до 2010. године

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
БДП, у мил. евра	12820,9	16028,4	17305,9	19026,2	20305,6	23304,9	28467,9	32668,2	28956,6	28006,1
БДП по становнику, у еврима	1709	2137	2313	2549	2729	3144	3857	4445	3955	3841
Текући трансфери, као % БДП-а	20,32	16,63	12,31	13,77	13,61	12,68	10,1	7,82	12,15	11,98
СДИ – нето, као % БДП-а	1,44	3,12	6,9	4,07	6,61	14,26	6,4	5,58	4,74	3,07
Спољни дуг, као % БДП-а	85,55	58,66	55,92	49,75	60,06	60,85	60,2	64,55	77,66	84,93
Девизне резерве (негативан предзнак представља повећање)	-562	-996	-827	-343	-1647	-4269	-742	1687	-2363	929

Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013, Републички завод за статистику.

Високо учешће трговинског (самим тим и дефицита текућег рачуна) дефицита у БДП-у Србије (до 2008. године константно преко 20%) свакако није одрживо на дужи рок. Већина анализа процењује да се у наредном периоду дефицит текућег рачуна мора спустити на око 5% БДП (сматра се да то може бити одрживо). Као што је већ напоменуто, у краћем периоду, одрживост, пре свега трговинског дефицита проистиче из очекиваног прилива страних директних инвестиција, пораста девизних резерви због откупа ефикативности од грађана и пораста иностране задужености. Проблем представља чињеница да су ови извори на дужи рок (нарочито у земљама у развоју, попут Србије) подложни знатним флукуацијама, што са собом носи одређени ризик.

Текући трансфери, односно девизне дознаке радника и исељеника су у посматраном периоду (табела бр. 38) чиниле изузетно значајну ставку приликом ублажавања великог трговинског дефицита (до избијања кризе константно су биле преко 10% БДП Србије) и самим тим у великој мери утицале на кретање девизног курса у посматраном периоду. Поред одређених осцилација, гледано у односу на БДП (у 2001. години 20,32%, у 2008. години 7,82%), оне показују, пре свега у апсолутном износу одређену стабилност (у односу на остале ставке) и њихов значај је и даље велики (од 2,131 милијарду евра у 2003. години, до 3,518 милијарди евра у 2009. години). Супротно очекивањима, након избијања кризе, прилив средстава по овом основу се повећао и вратио на ниво из 2005. и 2006. године. Оно што не ваља је чињеница да прилив девиза по овом основу није резултат производње у земљи и реалног сектора економије, чиме се неоправдано врши притисак на ап्रेसијацију динара, иако показатељи реалног сектора економије указују на супротно. Реална

ап्रेसијација динара се негативно одражава на, ионако изузетно лошу, конкурентност наших производа чиме се актуелни проблем спољнотрговинског дефицита додатно погоршава.

График бр. 26. Покривеност робног дефицита нето текућим трансферима у Србији у периоду од 2001. до 2010. године

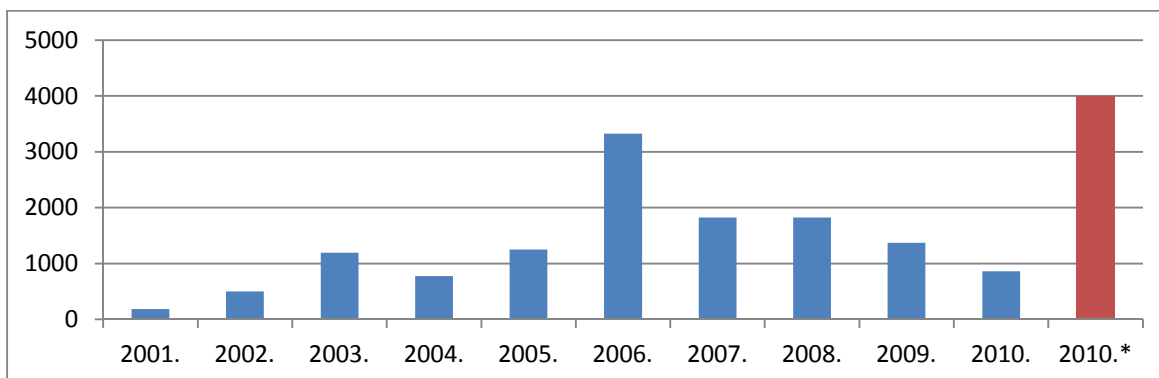


Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013

График бр. 26 на још бољи начин показује колики је утицај текућих трансфера на финансирање спољнотрговинског дефицита Србије. Током скоро целог посматраног периода (изузимајући пре свега 2007. и 2008. годину), преко, 60% спољнотрговинског дефицита је било покривено текућим трансферима из иностранства, на основу чега се може извести закључак да ова ставка у платном билансу у значајној мери ублажава дебаланс који постоји у робним трансакцијама Србије са иностранством.

На основу табеле бр. 38 такође видимо да је и привлачење страних директних инвестиција на почетку посматраног периода било скромно (свега 1,44% БДП Србије). Временом прилив СДИ се повећавао и кулминацију је достигао 2006. године продајом мобилног оператера Теленору (што је у тој години укупно износило 3,3 милијарде евра, односно 14,26% БДП Србије). Међутим, и овде је проблематично то што је доминантан удео прилива страних директних инвестиција по основу приватизације. Највећи део предузећа је током посматраних година приватизован што се, уз економску кризу која је у међувремену настала, видело кроз мањи износ страних директних инвестиција након 2006. године и у апсолутном и у релативном смислу (у 2010. години проценат је опао на свега 3,07). Анализом података из табеле бр. 38 види се да је износ СДИ у 2006. години (тј. њихово учешће у БДП Србије) био изузетак, који у наредним годинама није потврђен. Да се успело задржати учешће од већ поменутих 14,26% из 2006. године, у 2010. години, прилив СДИ је требало износити скоро 4 милијарде евра (тачније, 3,993 милијарди) уместо 860 милиона евра колико је стварно пристигло (црвени стубић на графику бр. 27).

График бр. 27. Нето СДИ у Србији у милионима евра у периоду од 2001. до 2010. године



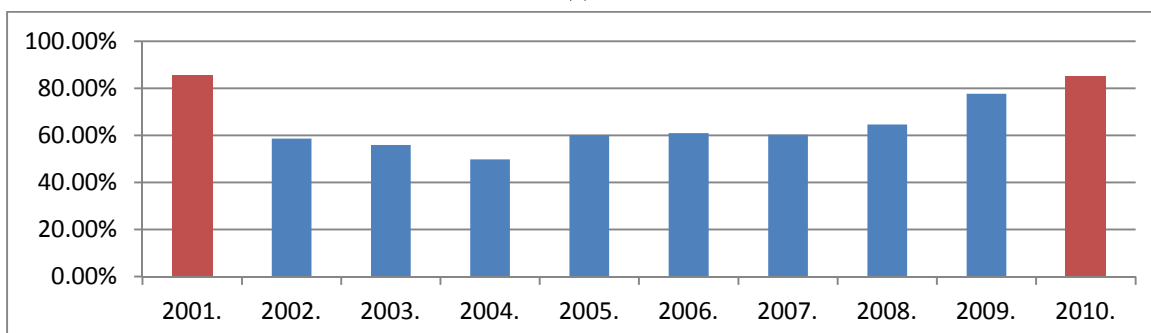
Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013.

*колики би био износ СДИ у 2010. години да је задржано учешће СДИ у БДП-у Србије из 2006. године

Задуживање Србије у иностранству је такође представљало битан канал финансирања дефицита текућег рачуна и из тог разлога је значајно сагледати ниво задужености наше земље у посматраном периоду, односно потенцијални проблем презадужености.

Учешће спољног дуга у БДП Србије, као основни индикатор солвентности неке земље, показује колико оптерећење представља спољни дуг за економску активност у текућој години. Из приложених података се види да је, када би се упоређивали почетак и крај периода, ниво задужености остао готово непромењен (у 2001. години 85,55% БДП, а у 2010. години 84,93% БДП – табела бр. 38). Међутим, уколико се анализира период између ове две године, изводи се закључак да је ниво задужености био у просеку око 60% (па чак је у 2004. години пао испод 50%) све до избијања кризе. Криза је допринела значајном порасту задужености (за 2 године је учешће спољног дуга у БДП Србије порасло за 20%) чиме је Србија у 2010. години (као и у 2001. години), према Светској банци, прешла из категорије средње задужених у високо задужене (критична тачка по Светској банци је 80%) земље (црвени стубићи на графику бр. 28).

График бр. 28. Учешће спољног дуга у БДП-у Србије у периоду од 2001. до 2010. године

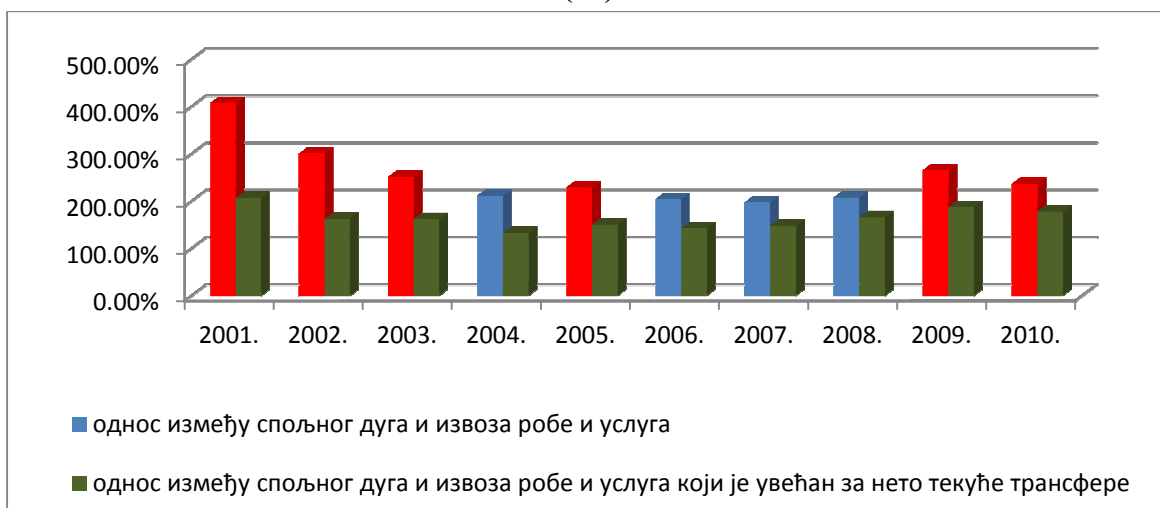


Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013.

Смањивање показатеља је знак да стопа раста БДП-а расте брже од стопе раста спољног дуга чиме се побољшава способност отплате дуга, и обрнуто, пораст вредности овог показатеља говори да стопа раста задуживања расте брже од стопе раста БДП-а, при чему пораст вредности овог показатеља изнад прописаних граница указује на могуће проблеме са солвентношћу земље и повећава ризик да дође до појаве тешкоћа у отплати зајмова.

Уколико се као показатељ спољне задужености користи однос између спољног дуга и извоза робе и услуга земље, добијају се још занимљивији подаци. Овај показатељ говори колико оптерећење представља спољни дуг за економске токове са иностранством у текућој години мерен извозом роба и услуга. Извоз роба и услуга се узима зато што се сматра да је то главни извор стварања прихода за отплату дугова. Наравно, већи извоз роба и услуга од увоза, тј. позитиван спољнотрговински биланс ће олакшавати отплату дуга у посматраном периоду. У случају Србије, у посматраном периоду ситуација је била супротна, тако да се може рећи да је велики спољнотрговински дефицит у значајној мери отежавао отплату дугова. Због тога, за разлику од претходног показатеља када је Србија само у 2001. и 2010. години спадала у високо задужене земље, по овом показатељу Србија је спадала у високо задужене земље у чак шест, од посматраних десет година (у овом случају према Светској банци граница између средње и високо задужених земаља је 220% - црвени стубићи на графику бр. 29).

График бр. 29. Однос између спољног дуга и извоза робе и услуга, као и однос између спољног дуга и извоза робе и услуга увећаних за нето текуће трансфере, (%)



Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013.

Међутим, економска истраживања су показала да код земаља код којих текући трансфери из иностранства представљају значајну ставку у платном билансу (што у Србији свакако представљају), приликом израчунавања овог показатеља и њих треба узети у обзир. У том случају, у однос се ставља укупан спољни дуг и

извоз робе и услуга увећан за нето текуће трансфере²¹⁴ (зелени стубићи на графику бр. 29). Добијени резултати, мерени на овакав начин, показују да је Србија ипак спадала у групу средње задужених земаља у посматраном периоду. Овај график, још једном, на веома добар начин приказује значај и улогу текућих трансфера приликом решавања платнобилансних проблема у Србији. При оваквим околностима, у наредном периоду биће изузетно важно барем задржати, пре свега, релативно учешће текућих трансфера у односу на БДП, како Србија не би запала у кризу отплате дугова.

Оно што је добро, приликом повећања нивоа задужености Србије је рочна структура тог дуга. Из табеле бр. 39 се види да је рочна структура још увек повољна и изузев 2008. године (када је учешће краткорочних извора у укупном дугу износило 10,16%) учешће краткорочног дуга је око 7%. Највећи део пораста нето задужености према иностранству је настао због задуживања приватних банака и корпорација (табела бр. 39). Учешће приватног сектора је 10 пута веће у односу на почетак посматраног периода (6,49% у 2001. години, 61,84% у 2010. години, с тим да је максимум достигнут 2008. године када је учешће приватног сектора било 69,08%). Иако приватни дуг не оптерећује буџет, посредно, он ипак утиче на платни биланс, стање девизних резерви, монетарну и курсну стабилност. Ново приватно задуживање није на прави начин искоришћено зато што је добрим делом отишло у потрошњу (пре свега увоз потрошних добара) што није донело адекватне резултате по питању поправљања стања у реалној економији и на страни извоза. На тај начин је само повећавана стопа сервисирања дуга, односно удео дуга у БДП-у (пре свега од 2004. године када је и почело знатно веће приватно задуживање). Из тог разлога, најзначајнији ризик по одрживост платног биланса у средњем року је обнављање раста приватног задуживања у иностранству, односно сервисирање дуга по том основу у наредном периоду. Поред тога, неки нови талас глобалне финансијске (економске) кризе би вероватно поново довео до прекида (или смањења) прилива капитала што би такође довело у питање одрживост дефицита платног биланса²¹⁵.

Табела бр. 39. Учешће краткорочног дуга и приватног сектора у укупном дугу Србије у периоду од 2001. до 2010. године

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Учешће краткорочног дуга	7,43	6,45	5,47	4,67	7,77	6,75	6,13	10,16	8,91	7,7
Учешће приватног сектора	6,49	8,23	11,9	23,06	35,29	53,52	63,33	69,08	65,47	61,84

Извор: Статистички билтен НБС, јануар, 2013.

²¹⁴ Галинец, Д., (2007), Финансирање и границе одрживости дефицита текућег рачуна Платне билансе Републике Хрватске, Докторска дисертација, Загреб, стр. 105-106

²¹⁵ Николић, Г., (2010), Показатељи спољнотрговинске размене Србије са Европском унијом и светом, Завод за уџбенике, Београд, стр. 207-211

Поред констатације да су текући трансфери у највећој мери утицали на смањење великог спољнотрговинског дефицита, табела бр. 40 потврђује претходно изнете чињенице и приказује који су били главни извори покрића преосталог дефицита текућег рачуна у посматраном периоду.

Табела бр. 40. Главни извори покрића дефицита текућег рачуна у периоду од 2001. до 2010. године, у милионима евра

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
деф. тек.рач. (без донација)	-977	-1838,4	-1671,5	-2659,9	-2068	-3323	-4781	-6252	-2266	-
сди, нето	184	500	1194	774	1250	3323	1821	1824	1372,5	860
портфолио инвестиције, нето						355	678,2	-90,9	-55,5	39
страни кредити, нето	244	721	879	1252	1805	2292	3096,6	2562,7	1238,6	908
страни капитал, укупно	428	1221	2073	2026	3055	5970	4917,6	4386,7	2611,2	1807

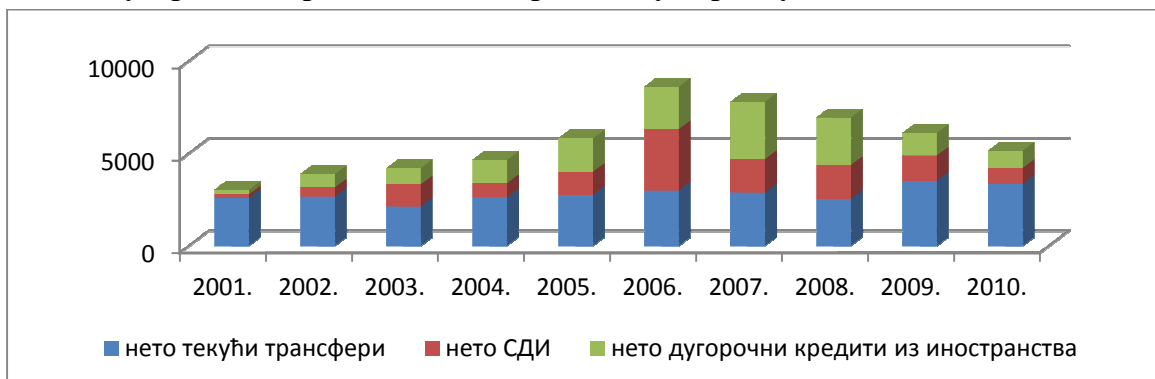
Извор: Бошњак. М. (2011), *Резултати и изазови економских реформи у Србији у транзиционом периоду 2001-2008. година*, Министарство финансија Републике Србије, Београд, стр. 46

На основу приказаних података се види да су то у највећој мери били страни кредити, и у пар година (нарочито 2006. године), стране директне инвестиције. Из тог разлога, у наредном периоду је потребно интензивирати активности које су усмерене ка привлачењу страних директних инвестиција, поспешивању домаће штедње и извоза (обезбедити његово повољније финансирање). Стране директне инвестиције ће свакако бити један од најзначајнијих фактора за смањење спољноекономске неравнотеже. Међутим, то морају бити, пре свега *greenfield* инвестиције које ће бити усмерене у извозно оријентисане секторе привреде (пре свега у сектор разменљивих добара), што би требало да доведе до повећања продуктивности (пре свега у тим секторима), а самим тим и повећања извоза и девизног прилива. На тај начин (јачањем извозне понуде и смањењем увозне тражње), може се очекивати побољшање платнобилансне позиције земље у наредном периоду и финансирање дефицита текућих трансакција без даљег задуживања земље²¹⁶.

На графицима бр. 30 и бр. 31 је приказан прилив средстава по основу претходно поменутих показатеља у апсолутном и у релативном смислу (уколико се посматрају само ова три показатеља – *нето текући трансфери, нето СДИ и нето дугорочни кредити из иностранства*), чиме се на најбољи начин (нарочито уколико се посматра у релативном смислу) приказује значај нето текућих трансфера за Србију у посматраном периоду.

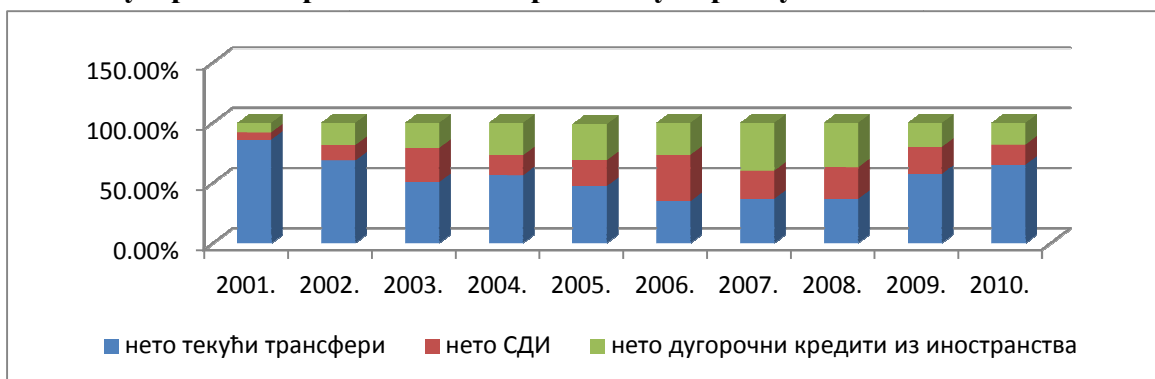
²¹⁶ Бошњак. М. (2011), *Резултати и изазови економских реформи у Србији у транзиционом периоду 2001-2008. година*, Министарство финансија Републике Србије, Београд, стр. 45-46

График бр. 30. Апсолутни однос између нето текућих трансфера, нето СДИ и нето дугорочних кредита из иностранства у периоду од 2001. до 2010. године



Извор: Сопствена калкулација на основу података из различитих бројева Статистичких билтена НБС

График бр. 31. Релативни однос између нето текућих трансфера, нето СДИ и нето дугорочних кредита из иностранства у периоду од 2001. до 2010. године



Извор: Сопствена калкулација на основу података из различитих бројева Статистичких билтена НБС

Од почетка транзиције привредни раст Србије је био базиран на експанзији домаће тражње (која је финансирана високим капиталним приливом) и великом расту неизменљивог дела привреде. Међутим, овакав раст није био испраћен одговарајућим развојем производње и експанзијом реалног сектора, што уз чињенице да се капитални приливи након избијања велике кризе и њиховог успоравања, неће скорије вратити на претходни ниво, и да су неизменљиви сектори већ достигли значајно учешће у БДП, тако да се може очекивати њихов скромнији пораст у наредном периоду, говори да он није одржив на средњи рок²¹⁷. Иако је Србија после 2000. године, па све до избијања велике светске финансијске (економске) кризе и њеног преливања и на нашу земљу, бележила значајан раст свих индикатора економских односа са иностранством (трговина робом и услугама, прилив СДИ, пораст задужености), због изузетно ниске стартне основе, може се рећи да ти резултати још увек нису задовољавајући. Реални раст вредности динара у

²¹⁷ Васиљевић, Д., (2009), „Економски раст и међународна конкурентност Србије“, Квартални монитор бр. 17, Београд, стр. 87

посматраном периоду је свакако допринео чињеници да се не остваре још бољи резултати, односно да се створе велике апсолутне и релативне неравнотеже и у спољнотрговинском и у текућем делу платног биланса. *Не може само девизни курс решити проблем извоза у наредном периоду, али је потребно спречити већтачко јачање динара и направити прави заокрет у развојном моделу који ће подразумевати раст базиран на извозу, штедњи и производном сектору (за разлику од досадашњег који је био базиран на увозу, кредитима и услужном сектору), односно, раст који ће се више ослањати на разменљиве секторе привреде, тј. на оне секторе који своје производе извозе, или пласирају на домаће тржиште како би били директна конкуренција увозним производима и услугама. У овом тренутку, макроекономски подаци указују да је допринос разменљивог сектора укупном расту скроман и доста нижи у односу на друге земље које су биле на сличном нивоу развоја, пре свега због недовољног извоза. При томе наравно, потребно је водити рачуна о потенцијалним опасностима, тј. ограничењима са којима се можемо сустрести у наредном периоду приликом испуњавања зацртаних циљева у, на овај начин постављеном моделу²¹⁸:*

- уместо брзог опоравка, постоји могућност дугорочнијег карактера светске економске кризе;
- након пада обима робне размене Србије са светом очекује се опоравак, али према ММФ-у се очекује много спорији опоравак у Европи него у Азији и Северној Америци (а за Србију је најважније тржиште Европе);
- опоравак токова СДИ је такође неизвестан зато што производне компаније немају банкарску подршку у мери у којој су је имале пре кризе (већ потврђено у случају Србије);
- већина земаља ће спроводити сличне стратегије за излазак из кризе, односно за производни раст и извозни опоравак.

Као нека врста закључка може се констатовати да проблем високог спољнотрговинског дефицита и дефицита текућег рачуна и даље постоји. Међутим, и поред признања да је спољнотрговински дефицит један од главних проблема српске привреде, стиче се утисак да није довољно учињено да се спречи његово прогресивно ширење. Неки од разлога свакако су: неразвијен систем нецаринских мера, сувише нагла либерализација домаћег тржишта, брз раст домаће потрошње и зарада и дезинфлационарајућа политика курса динара²¹⁹. Са становишта одрживости спољне равнотеже уз њено неодгодиво консолидовање, а потом и обезбеђивање екстерне ликвидности у наредном периоду, неопходно је смањивање дефицита текућег рачуна. То би требало да буде постигнуто убрзаним растом

²¹⁸ Јакопин, Е. и група аутора, (2010), Посткризни модел економског раста и развоја Србије 2011-2020, УСАИД, ФРЕН и МАТ, Београд, стр. 257-258

²¹⁹ Петровић, П., (2005), „Структурне карактеристике робне размене Србије и Европске уније“, Економски анали, јул 2005 - септембар 2005, бр. 166, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 127

привредне активности и извоза, повећањем инвестиција и смањењем јавне потрошње²²⁰. Анализирани показатељи не иду у прилог одрживости ових дефицита у наредном периоду. *Због свега наведеног, јавља се проблем потенцијалне презадужености, као и нивоа девизног курса који не одговара реалном стању у српској привреди. Превелики утицај нето текућих трансфера, који немају никакву подлогу у реалном сектору српске економије, поред одређених позитивних ствари, доприноси и ситуацији да динар јача упркос слабој привреди. Поред тога што су СДИ као извор финансирања углавном биле недовољне и показале одређену дозу нестабилности, проблем представља и чињеница да су углавном биле погрешно усмераване. Када се на то надовежу и ограничени инструменти монетарне, девизне и фискалне политике, не треба да чуди да се Србија и даље суочава са озбиљним изазовима у покушају проналажења и одржавања екстерне и интерне равнотеже²²¹.* Свакако, треба даље радити на поспешивању реформи, односно реструктурирању привреде чиме би дошло до унапређења стања у реалном сектору што би се позитивно одразило на продуктивност, привлачење нових (иностраних) инвестиција и поправљање конкурентске позиције Србије. *Последица свега би требало да буде не само повећање, него и поправљање структуре извоза Србије.*

4. Поређење величине и структуре извоза Србије са изабраним земљама

Иако је од 2001. до 2010. године извоз Србије повећан скоро 4 пута (3,74), табела бр. 41 на најбољи могући начин показује значај српског извоза робе и услуга у светским оквирима. У 2000. години извоз Србије је представљао свега 0,029% укупног светског извоза робе и услуга. Десет година касније, након већ поменутог повећања, извоз Србије је још увек занемарљив и износио је 0,073% укупног светског извоза робе и услуга.

Уколико српски извоз робе и услуга упоредимо са укупним извозом робе и услуга транзиционих земаља (као део уже групације којој припадамо), добијамо повољније параметре, али још увек прилично далеко од тога да се може закључити да српски извоз игра значајну улогу, макар и у оквиру транзиционих земаља (са 1,31% у 2000. учешће српског извоза је повећано на 1,94% извоза транзиционих земаља у 2010. години).

²²⁰ Ђорђевић, М., и Веселиновић, П., (2010), „Развојне карактеристике српске економије у периоду транзиције“, Школа бизниса, број 1/2010, Висока пословна школа струковних студија Нови Сад, стр. 26

²²¹ Јанковић, Н., и Станишић, Н., (2013), „Дефицит текућег рачуна као ограничавајући фактор привредног развоја Србије“, Рад са Научног скупа: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Србије у 2013. години, 5.4.2013. године, Економски факултет у Крагујевцу, Крагујевац, стр. 241

Табела бр. 41. Процентуално учешће извоза робе и услуга Србије у извозу робе и услуга транзиционих земаља и у укупном светском извозу робе и услуга

	2000.	2005.	2008.	2009.	2010.
Србија/СВЕТ	0,029	0,056	0,077	0,078	0,073
Србија/Транзиционе земље	1,31	1,737	1,821	2,186	1,94

Извор: *United Nations, (2012), Unctad Handbook of Statistics, United Nations Publication, New York and Geneva*

Наредне две табеле приказују колики је био извоз робе и услуга изабраних земаља у посматраном периоду у милионима долара (табела бр. 42), односно процентуално гледано (табела бр. 43).

Табела бр. 42. Извоз робе и услуга изабраних земаља у милионима долара

	2000.	2005.	2008.	2009.	2010.
Бугарска	6984	16167	30104	23089	27447
БИХ	1519	3395	6701	5385	6089
Хрватска	8503	18740	28863	22199	23081
Македонија	1640	2558	4937	3554	4208
Црна Гора			1758	1348	1426
Словенија	10620	23235	41249	32111	35308
Румунија	12114	32819	62133	50221	58231
Словачка	14130	36284	79317	62138	70425
Чешка	35835	89935	167986	131796	153764
Мађарска	33917	75778	128175	101073	114801
САД	1071059	1283832	1838985	1565206	1828326
Немачка	633376	1134759	1694746	1347139	1495286
Јапан	549661	699266	930792	708961	911059
Кина	695533	1424043	2342381	1991503	2589346
Србија	2335	7297	15515	12501	14028
Свет	7965869	13076821	20051974	16004740	19092866

Извор: *United Nations, (2012), Unctad Handbook of Statistics, United Nations Publication, New York and Geneva*

Наравно да извоз Србије не треба поредити са највећим светским извозницима попут САД, Кине, Немачке и Јапана, али проблем представља чињеница да је од свих наведених земаља извоз Србије био већи једино од извоза БИХ, Македоније и Црне Горе. Све остале наведене земље, од којих је већина била на сличном степену развоја као и Србија пре започетих транзиционих процеса, имају значајно веће учешће у укупном светском извозу робе и услуга од Србије (од Хрватске – 0,121%, Бугарске – 0,144%, и Словеније (која је знатно мања од Србије) – 0,185%, па све до Чешке – 0,805, Мађарске – 0,601 и Словачке – 0,369).

Табела бр. 43. Процентуално учешће извоза робе и услуга изабраних земаља у укупном светском извозу робе и услуга

	2000.	2005.	2008.	2009.	2010.
Бугарска	0,088	0,124	0,15	0,144	0,144
БИХ	0,019	0,026	0,033	0,034	0,032
Хрватска	0,107	0,143	0,144	0,139	0,121
Македонија	0,021	0,02	0,025	0,022	0,022
Црна Гора			0,009	0,008	0,007
Словенија	0,133	0,178	0,206	0,201	0,185
Румунија	0,152	0,251	0,31	0,314	0,305
Словачка	0,177	0,277	0,396	0,388	0,369
Чешка	0,45	0,688	0,838	0,823	0,805
Мађарска	0,426	0,579	0,639	0,632	0,601
САД	13,446	9,818	9,171	9,78	9,576
Немачка	7,951	8,678	8,452	8,417	7,832
Јапан	6,9	5,347	4,642	4,43	4,772
Кина	8,731	10,89	11,682	12,443	13,562
Србија	0,029	0,056	0,077	0,078	0,073
Свет	100	100	100	100	100

Извор: *United Nations, (2012), Unctad Handbook of Statistics, United Nations Publication, New York and Geneva*

С обзиром да је већ закључено да је највећи проблем Србије на страни извоза, табела бр. 44 на неки начин потврђује ту констатацију. У њој су приказани извоз робе и услуга као % БДП изабраних земаља и опет се на основу приказаних података види да Србија по овом питању (поред значајног повећања у посматраном периоду – са 21% у 2001. на 35% у 2010. години) и даље знатно заостаје за бившим транзиционим земљама, сада земљама чланицама ЕУ попут Словеније (извоз робе и услуга су чинили 65% БДП у 2010. години), Словачке (81%), Чешке (68%) и Мађарске (87%).

Сличан закључак се изводи уколико се у однос ставе и укупна трговина и БДП. Искуства су показала да велике земље немају превелику потребу да буду отворене, за разлику од малих земаља. Мерена на овај начин отвореност Србије је у посматраном периоду у значајној мери повећана (са 61% у 2001. на 86% у 2010. години), али опет недовољно да се достигне отвореност већ поменутих земаља – Словеније (130% у 2010. години), Словачке (164%), Чешке (133%) и Мађарске (167%) – табела бр. 45.

Табела бр. 44. Извоз робе и услуга изабраних земаља у периоду од 2001. до 2010. године, као % БДП-а

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Бугарска	49	47	49	52	41	61	59	58	48	58
БИХ	28	24	30	32	32	37	43	41	32	36
Хрватска	43	41	43	43	42	43	42	42	35	38
Македонија	43	38	38	40	44	47	52	51	39	48
Црна Гора	38	35	31	42	44	41	43	39	33	36
Словенија	55	55	54	58	62	67	70	67	58	65
Румунија	33	35	35	36	33	30	31	31	33	23
Словачка	73	71	76	75	76	84	87	83	71	81
Чешка	63	58	59	63	64	67	68	64	60	68
Мађарска	72	63	61	63	66	78	81	82	78	87
САД	10	9	9	10	10	11	12	13	11	13
ЕМУ	37	36	35	37	38	40	41	42	37	41
ЕУ	36	35	34	36	37	39	40	41	36	40
Србија	21	20	22	23	26	30	31	31	29	35
Свет	24	24	24	26	27	28	29	30	25	28

Извор: http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=2&id=4&hActiveDimensionId=WDI_Series

Табела бр. 45. Трговина изабраних земаља у периоду од 2001. до 2010. године, као % БДП-а

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Бугарска	107	103	107	115	96	140	139	137	104	117
БИХ	104	95	113	110	104	103	123	119	86	92
Хрватска	91	90	93	92	91	92	92	92	75	77
Македонија	99	96	93	100	105	111	123	127	100	114
Црна Гора	100	95	78	100	105	120	130	133	99	99
Словенија	111	109	108	117	125	134	141	138	115	130
Румунија	74	76	77	81	76	68	74	75	74	53
Словачка	154	150	154	152	157	173	175	169	143	164
Чешка	127	116	119	125	126	131	134	127	115	133
Мађарска	145	128	127	130	134	156	162	163	150	167
САД	24	23	23	25	27	28	29	31	26	29
ЕМУ	72	70	68	71	74	79	81	82	72	80
ЕУ	71	68	67	70	73	78	79	81	71	79
Србија	61	60	64	74	73	81	85	89	76	86
Свет	48	48	48	51	54	56	57	60	51	56

Извор: http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=2&id=4&hActiveDimensionId=WDI_Series

Да је проблем Србије на страни извоза показује и табела бр. 46 у којој је приказан дефицит у трговини робом и услугама у изабраним земљама као % БДП. Овај показатељ је у Србији у 2010. години (дефицит 16% БДП) био бољи него у БИХ (дефицит 21% БДП), Македонији (дефицит 19% БДП) и Црној Гори (дефицит 28% БДП), али опет, знатно лошији него у Словачкој (дефицит 1% БДП), Словенији (суфицит 1% БДП), Чешкој (суфицит 3% БДП) и Мађарској (суфицит 7% БДП).

Табела бр. 46. Дефицит у трговини робом и услугама изабраних земаља у периоду од 2001. до 2010. године, као % БДП-а

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Бугарска	-9	-8	-10	-11	-15	-18	-20	-21	-9	-2
БИХ	-48	-47	-53	-45	-40	-29	-37	-37	-23	-21
Хрватска	-4	-8	-8	-6	-6	-7	-8	-8	-4	-1
Македонија	-14	-20	-16	-20	-17	-18	-15	-25	-22	-19
Црна Гора	-24	-25	-16	-16	-18	-38	-44	-55	-33	-28
Словенија	-1	1	0	-1	0	-1	-2	-3	1	1
Румунија	-8	-6	-8	-9	-10	-9	-12	-13	-7	-6
Словачка	-8	-7	-2	-3	-5	-4	-1	-2	-1	-1
Чешка	-2	-1	-1	1	3	3	3	2	4	3
Мађарска	-1	-2	-4	-4	-2	-1	1	0	5	7
САД	-4	-4	-5	-5	-6	-6	-5	-5	-3	-4
ЕМУ	1	2	2	2	2	1	2	1	2	1
ЕУ	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1
Србија	-18	-21	-20	-27	-21	-22	-24	-27	-18	-16
Свет	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0

Извор: http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=2&id=4&hActiveDimensionId=WDI_Series

Поред тога што је српски извоз још увек веома мали, може се рећи и да је његова структура неадекватна и то не само уколико се пореди са структуром извоза највећих извозника, већ и у поређењу са већ поменутиим земљама попут Чешке, Мађарске, Словачке и Словеније.

Табела бр. 47. Структура извоза робе изабраних земаља по секторима СМТК, ревизија 3

		0+1+22+4	2-(22+27+28)	3	27+28+68+66 7+971	5+6+7+8- (667+68)
Структура извоза Србије	2005.	17,5	2,6	3,2	8,2	56,8
	2011.	22,3	2,1	4,2	10,4	60
Структура извоза Чешке	2005.	4,1	1,5	3,2	1,7	87
	2011.	4,1	1,4	4,2	2,4	86,3
Структура извоза Мађарске	2005.	6,6	0,7	2,8	1,9	85
	2011.	8	0,8	3,5	2,1	81,6
Структура извоза Словачке	2005.	4,2	1,6	7	2,6	82,4
	2011.	4,3	1	7,4	3,2	82,9
Структура извоза Словеније	2005.	2,8	1,2	2,1	4,8	89
	2011.	3,4	1,4	5,1	4,1	67,9

Извор: United Nations, (2012), *Unctad Handbook of Statistics*, United Nations Publication, New York and Geneva

Од свих поменутих земаља извоз прехранбених производа има убедљиво највећи удео у Србији (22,3%), док код осталих земаља тај проценат не прелази 10%. Истовремено, сектори 5,6,7 и 8 су најважнији код свих земаља (Чешка – 86,3%, Мађарска – 81,6%, Словачка – 82,9%), па и у Србији, али у још увек мањем проценту – 60%. Међутим, разлика у учешћу сектора 7 можда на најбољи начин осликава проблем структуре српског извоза. У Чешкој, Мађарској и Словачкој на овај сектор отпада преко половине извоза (53,9%, 55% и 52,5%), док у Србији тај проценат износи тек нешто више од 15% (16,7%) – табела бр. 47.

Већ је напоменуто да је преко 90% српског извоза пласирано у европске земље. Дакле тржиште Европе (пре свега ЕУ) представља најзначајнију извозну дестинацију Србије што се и види на основу података из табеле бр. 48. За разлику од највећих светских извозника, где земље у развоју све више добијају на значају као извозна дестинација, у Србији (у највећој мери зато што те земље не припадају Европи, односно због удаљености) то није случај.

Табела бр. 48. Географска усмереност извоза робе изабраних земаља

		Развијене земље	Транзиционе земље	Земље у развоју
Географска усмереност извоза Србије	2005.	54,1	30,6	3,4
	2011.	59,4	36,4	4,2
Географска усмереност извоза Чешке	2005.	90,6	4,1	5,3
	2011.	88,2	5,2	6,6
Географска усмереност извоза Мађарске	2005.	86,1	6	7,4
	2011.	80,5	8,6	10,9
Географска усмереност извоза Словачке	2005.	91,7	4,2	3,8
	2011.	88,5	5,4	6,1
Географска усмереност извоза Словеније	2005.	73,8	22	4,1
	2011.	62,4	15,3	4,4

Извор: *United Nations, (2012), Unctad Handbook of Statistics, United Nations Publication, New York and Geneva*

Слично је и у Чешкој, Мађарској и Словачкој, с тим што је, за разлику од Србије где и транзиционе земље са 36,4% учешћа играју запажену улогу, између 80% и 90% њиховог извоза пласирано у развијене земље. Том приликом значајну улогу свакако игра чланство у ЕУ које су ове земље у међувремену стекле, односно измењена (повољнија) структура њиховог извоза. С обзиром да у Немачкој и Италији (као најважнијим извозним дестинацијама Србије из развијеног дела света), трећину (33%), односно четвртину (24,8%) увоза чине производи из сектора 7,

изводи се закључак да је учешће од 16,7% овог сектора у српском извозу мало и недовољно, односно да би кроз промену структуре српског извоза имало великог простора и за његово повећање.

Након 2000. године, може се рећи да повећање српског извоза ипак није било у потпуности у складу са очекивањима. Високи домаћи трошкови производње и недовољан квалитет производа свакако не доприносе стварању компаративних предности домаће привреде на иностраном тржишту. Трошкова структура је оптерећена неефикасношћу домаће производње, која се манифестује у виду застареле технологије и недовољно добрих и конкурентних програма производње. Све наведене чињенице указују на то да је у наредном периоду неопходно извршити структурне промене у реалном сектору привреде и повећати конкурентност извоза (смањити трошкове производње, повећати квалитет производа и усагласити производњу са стандардима који важе у ЕУ) како би дошло до повећања извоза у зацртаном обиму. Посебну пажњу би требало обратити на улогу државе, односно на институционалне факторе као један од битнијих сегмената конкурентности српског извоза. Сврха постојања домаћих институција у овом сектору треба да буде олакшавање извоза, осигурање и реосигурање извозних кредита, финансијска подршка у истраживању тржишта (домаћег и иностраног) и развоју домаћих технологија (подстицање научноистраживачког рада у предузећима). Дакле, својим деловањем неопходно је да држава утврди јасан концепт развоја тј. јачања институционалне конкурентности привреде Србије²²² у наредном периоду.

На основу свега наведеног, очигледно је да за Србију не постоји лак, брз и једноставан начин да уклони бројне, и што је нагоре, крупне детерминанте неконкурентности. Недостатак времена, улагања и среће, за стварање кокурентских предности (дугорочно посматрано), донекле указује да Србији (барем краткорочно гледано) остаје да се више оријентише на компаративне (колико их има) него на конкурентске предности. У вези са тим, с обзиром да се по питању конкурентности нешто мора учинити, у првом тренутку, Србији остаје оно што је у домену могућег, а то је опрезно управљање девизним курсом. Досадашње вођење политике девизног курса је показало да се у наредном периоду већа пажња мора посветити утицају изабраног режима на конкурентност. Међутим, специфична ситуација у којој се Србија налази по овом питању (губљење поверења у националну валуту), указује да је и по питању вођења политике девизног курса простор јако сужен. Девизни курс има (пре)велики утицај на унутрашњу стабилност и његово неодмерено коришћење (превелики проценат девалвације/депресијације) у циљу достизања конкурентности може лако да доведе до бројних других негативних последица, односно до ситуације да трошкови постану већи од користи²²³.

²²² Ковачевић, Р., (2004), „Либерализација и конкурентност привреде Србије у светлу иностране задужености“, Тржиште, новац, капитал, вол. 37, бр. 2, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 3

²²³ Мацар, Љ., (2007), Конкурентност привреде Србије, Београд, Економски факултет

Дугорочно гледано, с обзиром на оријентацију српске спољне трговине ка ЕУ и на чињеницу да смо кандидати за улазак у ЕУ, постављени захтеви пред нашу земљу нису ни мало једноставни и поред неконкурентности привреде и финансијског сектора, јавља се и некомпетентност јавног сектора. Искуства земаља које су већ ушле у ЕУ указују на веома битну чињеницу – *није битно само када ћемо ући, већ и какви ћемо ући у ЕУ*. Из тог разлога је битна правремена и квалитетна припрема Србије за улазак у ЕУ која захтева изградњу конкурентне тржишне привреде и јачање компетентних институција и јавне администрације. У том смислу, дугорочно посматрано, проблем неконкурентности предузећа и привреде Србије не може се решити само променом девизног курса, извозним субвенцијама или индустријском политиком која би штитила и подстицала изабране секторе, гране и предузећа. Неопходно је створити један општи подстицајни амбијент у ком ће све заинтересоване стране (предузетници, иноватори и инвеститори) покушати да реше овај, сложени структурни проблем. Тек овакав приступ може допринети правом побољшању производних, извозних и технолошких перформанси Србије, чиме би се поправила и њена међународна конкурентност (у складу са Шумпетеровим и Портеровим схватањем економског прогреса заснованог на знању и технолошком развоју).

То значи да је неопходно сагледавати и усмеравати развојне процесе, одредити националне развојне приоритете којима ће се посветити сви актери развоја, водити селективне развојне политике и успоставити иновациони систем усмерен на остваривање утврђених развојних приоритета. Национална посвећеност изабраним развојним приоритетима, способност успостављања развојних кооперација (кластера) и прихватање културног обрасца кога доноси нови циклус технолошког развоја су основни путеви достизања квалитета и конкурентности као основних услова за улазак у ЕУ. При томе, као основни чиниоци конкурентског приближавања Србије ЕУ издвојили су се²²⁴:

а) иновативно и предузетнички оријентисана предузећа посвећена унапређењу перформанси производа и услуга (цена, квалитет, дизајн, испорука, сервис) које нуде домаћем и страном тржишту, као и здраве и профитабилне банкарске и друге финансијске организације,

б) инвентивни иновациони систем који повезује образовне, истраживачке, технолошке и производне процесе и генерише конкурентан технолошки развој и

в) компетантан јавни сектор као носилац политика које утичу на технолошки развој и конкурентности, пре свега научно-технолошке, индустријске и антимонополске политике.

²²⁴ Бошњак, М., (2005), „Конкурентност и развој као полуге европске перспективе Србије“, Економски анали, бр. 166, Економски факултет у Београду, стр. 140-141

У сваком случају, да би се у Србији повећала конкурентност привреде и компетентност институција, неопходно је реално оцијени стање и могућности повећања конкурентности и утврдити адекватну стратегију повећања конкурентности привреде која ће на најбољи могући начин мотивисати основне актере који су неопходни за њено спровођење (пре свега, предузећа и банке).

Д Е О V

**ЕМПИРИЈСКА АНАЛИЗА РАВНОТЕЖНОГ
РЕАЛНОГ ЕФЕКТИВНОГ ДЕВИЗНОГ КУРСА
ДИНАРА**

1. Модел равнотежног реалног ефективног девизног курса

Питање равнотежног девизног курса је специфично и од увек је било предмет великог броја расправа економске, па и шире, стручне јавности. С обзиром на проблем у платном билансу (превелики спољнотрговински дефицит, односно дефицит текућег рачуна) који Србија има и чињенице да равнотежни девизни курс утиче на конкурентност једне земље, овај део докторске дисертације има за циљ да покаже да ли је реални ефективни девизни курс одступао или није од његовог дугорочног равнотежног нивоа у посматраном временском периоду. Један од главних разлога покушаја утврђивања ове категорије девизног курса динара лежи у чињеници да би његово познавање помогло економској власти у достизању унутрашње и спољне равнотеже што у садашњем тренутку представља велики проблем српској привреди.

Новије економске теорије уз помоћ одређених фундаменталних макроекономских варијабли и економетријских модела покушавају да дођу до равнотежне вредности реалног девизног курса при чему се она добија као функција која зависи од тих варијабли. Дакле, за разлику од претходних теорија, где се сматрало да равнотежна вредност реалног девизног курса има фиксну вредност, у овом случају се као резултат добија временска серија равнотежног реалног девизног курса и смер и интензитет деловања изабраних макроекономских варијабли ($\bar{e} = f(X_1, X_2, X_3 \dots)$) при чему се закључује да промена равнотежног стања у економији доводи до одређене промене у кретању равнотежног реалног девизног курса. Избор варијабли за модел је базиран на чињеници да ли је њихов утицај на равнотежни девизни курс динара у складу са економском теоријом, као и са српским економским условима, при чему се водило рачуна да буду обухваћене променљиве које се тичу што већег броја различитих политика (*монетарне, фискалне, трговинске...*).

С обзиром да је овај теоријски правац развијен крајем 1980-их година и да су његове најзначајније присталице Џон Вилијамсон (*John Williamson*), Себастијан Едвардс (*Sebastian Edwards*) и Ибрахим А. Елбадави (*Ibrahim A. Elbadawi*), истраживање ће се базирати на редукованом моделу равнотежног реалног девизног курса (*Equilibrium Real Exchange rate – EREER*) који је 1994. године представљен од стране Елбадавија а који прати Едвардсов рад (1989, 1994) на моделима за одређивање девизних курсева. Овај модел се у литератури највише користио у земљама у развоју за одређивање равнотежне вредности реалног девизног курса. Сматра се погодним да прикаже карактеристике процеса трансформације земаља у развоју и за мерење њиховог равнотежног реалног девизног курса. Едвардс је 1994.

године открио да само реалне „*фундаменталне*“ варијабле утичу на EREER у дугом року.

Дакле, циљ је да се емпиријски процени равнотежни реални ефективни девизни курс динара (*Equilibrium Real Effective Exchange Rate – EREER*) и измере евентуална одступања текућих од равнотежних вредности, користећи временске серије података од првог квартала 2001. године, па све до четвртог квартала 2010. године. За све променљиве су коришћени квартални подаци.

2. Основне варијабле модела

Емпиријске верзије EREER модела се углавном разликују због избора фундаменталних економских варијабли које утичу на кретање реалног (ефективног) девизног курса (динара). Различит избор варијабли може бити последица економских, природних, па и политичких карактеристика земаља, као и (што је најчешће и случај) доступности података. Из тог разлога су Едвардс (1989, 1994) и Елбадави (1994) сет фундаменталних варијабли које утичу на EREER специфицирали као *односе размене, трговинску отвореност земље, јавну потрошњу, продуктивност и понуду новца*. Нешто касније (1999), Montiel је све дугорочне фундаменталне варијабле категоризовао у 4 групе које је назвао: *фискална политика, трговинска политика, фактори на страни домаће понуде и међународно економско окружење*. Под фискалном политиком је подразумевао јавну потрошњу. Трговинска политика се односила на извозне субвенције и отвореност земље. Фактори који детерминишу домаћу понуду су мерени путем технолошког прогреса у земљи који је представљен помоћу продуктивности. На крају, међународно економско окружење се огледало кроз варијабле попут односа размене и токова капитала. *Mac Donald и Ricci* (2003) су за одређивање модела реалног ефективног девизног курса јужноафричког ранда користили следеће детерминанте: релативну реалну каматну стопу, релативни реални БДП по становнику, реалне робне цене, отвореност, фискалну равнотежу и нето инострану активу. *Li и Rowe* (2007) су за одређивање модела реалног ефективног девизног курса у Танзанији користили: односе размене, токове помоћи, трговинску либерализацију, релативне разлике у продуктивности и јавну потрошњу.

Још једном, као закључак се може извести да не постоји јединствени сет фундаменталних економских варијабли који се може применити приликом израчунавања EREER у свим земљама. Из тог разлога, у моделу који је примењен у овој докторској дисертацији, уважавајући одређене специфичности Србије, као и доступност одређених података, за фундаменталне економске варијабле су изабрани: новчана маса - M2, отвореност српске привреде као мера трговинске политике, продуктивност српске привреде као мера технолошког прогреса и показатељ који

детерминише домаћу понуду, јавни и спољни дуг као показатељи фискалне политике и девизне резерве и нето текући трансфери као показатељи специфичности одређених позиција у платном билансу Србије представљајући, на неки начин, показатеље из групе међународно економско окружење. Сви подаци су квартални и посматрани су у периоду од првог квартала 2001. до четвртог квартала 2010. године.

2.1. Новчана маса - M2

У овом моделу је као једна од фундаменталних економских варијабли коришћена понуда новца исказана кроз показатељ M2 који поред M1 (обухвата готов новац у оптицају, и средства на жиро, текућим и другим рачунима власника новчаних средстава у пасиви банака, укључујући и новчана средства на рачунима локалних нивоа власти, тј. рачуне с којих се могу вршити плаћања без икаквих ограничења) обухвата и остале динарске депозите (краткорочне и дугорочне). За M2 су коришћени квартални подаци исказани у милионима динара који су објављивани у различитим бројевима Статистичког билтена НБС који су стављени у однос са кварталним BDP у текућим ценама исказаним у милионима динара, који је објавио Републички завод за статистику:

$$M2^* = \frac{M2}{BDP},$$

- M2 – квартални подаци за M2 у милионима динара;
- BDP – квартални BDP у текућим ценама у милионима динара.

2.2. Отвореност српске привреде

Овај показатељ је један из групе показатеља којим се представљају мере трговинске политике неке земље и у овом случају, добијен је стављањем у однос српског извоза и увоза са BDP. До 2004. године су за извоз и увоз коришћени квартални подаци из различитих бројева Статистичког билтена НБС исказани у милионима долара, који су претворени у милионе динара помоћу званичног девизног курса (коришћен је девизни курс који је био на снази на крају посматраног квартала). Од првог квартала 2004. године су за извоз и увоз коришћени квартални подаци Републичког завода за статистику исказани у милионима динара:

$$OTV = \frac{X+M}{BDP},$$

- X – укупан квартални извоз Србије у милионима динара;
- M – укупан квартални увоз Србије у милионима динара;

- BDP - квартални BDP у текућим ценама у милионима динара.

2.3. Продуктивност српске привреде

Показатељ који детерминише домаћу понуду је представљен уз помоћ продуктивности српске привреде. Продуктивност је исказана као реални BDP по становнику. Реални BDP по становнику је добијен стављањем у однос реалног BDP и укупног становништва Србије. Реални BDP је добијен тако што је номинални BDP стављен у однос са количником BDP дефлатора и броја 100. За номинални BDP су коришћени квартални подаци у милионима динара које је објавио Републички завод за статистику. Као BDP дефлатор је до краја 2006. године коришћен индекс цена на мало, а од првог квартала 2007. године индекс потрошачких цена. Ове индексе је у форми месечних ланчаних индекса објавио Републички завод за статистику и за потребе модела су претворени у кварталне ланчане индексе:

$$\text{реални BDP} = \frac{\text{номинални BDP}}{\text{BDP дефлатор} / 100};$$

$$\text{PROD} = \text{реални BDP по становнику} = \frac{\text{реални BDP}}{\text{становништво}};$$

- номинални BDP – квартални BDP у текућим ценама у милионима динара;
- BDP дефлатор – квартални ланчани индекс цена на мало до краја 2006. и квартални ланчани индекс потрошачких цена од почетка 2007. године;
- становништво – укупан број становника Србије у посматраним годинама (коришћени су годишњи подаци).

2.4. Јавни дуг

Као један од показатеља фискалне политике искоришћен је јавни дуг Србије који је стављен у однос са BDP. Коришћени су квартални подаци које је у различитим бројевима Билтена јавних финансија објављивало Министарство финансија и привреде Републике Србије. Јавни дуг је изабран због потенцијалног проблема презадужености са којим се Србија сусреће током свих ових година, као и због чињенице да је валутна структура тог дуга изузетно неповољна – око 80% јавног дуга је исказано у некој иностраној валути (пре свега у еврима – око 60%) што се свакако може одразити на кретање девизног курса:

$$JD^* = \frac{JD}{BDP}$$

У овом случају подаци у Билтену су били већ дати као % BDP.

2.5. Девизне резерве

Као једна од специфичних позиција у платном билансу Србије, издвојиле су се девизне резерве НБС и банака. Током свих година посматраног периода ове резерве су углавном увећаване и служиле су за „одбрану“ девизног курса. За земљу попут Србије, са великим спољнотрговинским дефицитом, и режимом девизног курса који је био на снази у протеклим годинама, ниво девизних резерви може играти веома значајну улогу у стабилизацији економских прилика у случају, пре свега, разних врста екстерних шокова. Као извор кварталних података коришћени су различити бројеви Статистичког билтена НБС. До краја 2007. године укупне девизне резерве су исказане у милионима долара, а након тога, од почетка 2008. године, у милионима евра. За потребе модела, ови подаци су прерачунати у милионе динара помоћу званичног девизног курса (коришћени су девизни курсеви за долар (до краја 2007. године) и евро (од почетка 2008. године) који су били на снази на крају посматраних квартала). Након тога, укупне девизне резерве у милионима динара су стављене у однос са кварталним BDP у текућим ценама исказаним у милионима динара, који је објавио Републички завод за статистику:

$$DR^* = \frac{DR}{BDP}$$

- DR – квартални подаци за девизне резерве НБС и банака исказани у милионима динара;
- BDP - квартални BDP у текућим ценама у милионима динара.

2.6. Нето текући трансфери

Проблем спољнотрговинског дефицита Србије се у највећој мери ублажавао приливом средстава по основу текућих трансфера. Ова средства су у посматраном периоду показала одређену дозу стабилности, и иако немају подлогу у реалној економији, свакако су утицала на кретање девизног курса. С обзиром да долазе из иностранства, на неки начин овај показатељ се може сврстати у групу показатеља која се према Montiel-у назива међународно економско окружење. Коришћени су квартални подаци о нето текућим трансферима који су објављени у различитим бројевима Статистичког билтена НБС. До краја 2006. године ови подаци су били исказани у доларима, а након тога, од почетка 2007. године, у еврима. За потребе модела, ови подаци су прерачунати у милионе динара помоћу званичног девизног курса (коришћени су девизни курсеви за долар (до краја 2006. године) и евро (од

почетка 2007. године) који су били на снази на крају посматраних квартала). Након тога, нето текући трансфери у милионима динара су стављени у однос са кварталним ВДП у текућим ценама исказаним у милионима динара, који је објавио Републички завод за статистику:

$$NTT^* = \frac{NTT}{BDP}$$

- NTT – квартални подаци за нето текуће трансфере исказани у милионима динара;
- BDP - квартални ВДП у текућим ценама у милионима динара.

2.7. Спољни дуг

Поред нето текућих трансфера видели смо да је и задуживање у иностранству представљало битан канал финансирања дефицита текућег рачуна Србије у посматраном периоду. Учешће спољног дуга у ВДП неке земље представља основни индикатор солвентности те земље и показује колико оптерећење спољни дуг представља за економску активност у текућој години. Према овом показатељу, по мишљењу Светске банке, Србија је у посматраном периоду два пута улазила у зону високе задужености (2001. и 2010. године) што указује на могуће проблеме са солвентношћу земље и повећава ризик да дође до појаве тешкоћа у отплати зајмова. Као и код јавног дуга, поред висине задужености, проблем представља и валутна структура тог дуга. Коришћени су квартални подаци о спољном дугу који су објављени у различитим бројевима Статистичког билтена НБС. До краја 2008. године ови подаци су били исказани у доларима, а након тога, од почетка 2009. године, у еврима. За потребе модела, ови подаци су прерачунати у милионе динара помоћу званичног девизног курса (коришћени су девизни курсеви за долар (до краја 2008. године) и евро (од почетка 2009. године) који су били на снази на крају посматраних квартала). Након тога, спољни дуг у милионима динара је стављен у однос са кварталним ВДП у текућим ценама исказаним у милионима динара, који је објавио Републички завод за статистику:

$$SD^* = \frac{SD}{BDP}$$

- SD – квартални подаци за спољни дуг исказани у милионима динара;
- BDP - квартални ВДП у текућим ценама у милионима динара.

3. Методологија истраживања

Недовршени процес транзиције и ниво развијености српске привреде, доводе нас до закључка да је поменути модел погодан и за испитивање равнотежног реалног девизног курса динара. С обзиром да су се као показатељи конкурентности боље показали реални од номиналних, при чему промене билатералног реалног девизног курса могу бити добар показатељ промене конкурентности неке земље, али само у односу на земљу која је обухваћена тим девизним курсом, боље је, уколико је то могуће, пратити кретање реалног мултилатералног (ефективног) девизног курса (*Real Effective Exchange Rate – REER*), што би требало да прикаже промену глобалне извозне конкурентности Србије. Према Едвардсу, REER је *кључна макроекономска релативна цена која игра веома важну улогу у економији једне земље*. При томе REER индекс се прати како би биле откривене могуће промене у међународној конкурентности и добијене информације прослеђене носиоцима монетарне и девизне политике.

У свом Статистичком билтену Народна банка Србије прати кретања девизног курса динара према важнијим валутама. Поред тога, у форми ланчаног индекса (индекси су представљени као ланчани у току једне године, док за сваку наредну годину последњи индекс у претходној години представља базни индекс и износи 100) објављује на месечном нивоу и кретање *номиналног и реалног ефективног девизног курса динара*. С обзиром на чињеницу да се скоро целокупна трговина обавља у еврима или у доларима, номинални и реални ефективни девизни курс динара се израчунавају у односу на ове две валуте (при чему је пондер за евро 70%, а за долар 30%).

Емпиријска верзија модела подразумева примену вишеструке линеарне регресије и због тога је било потребно утврдити да ли су оригиналне временске серије стационарне или не. *Економетријски, нестационарност се потврђује присуством јединичног корена*. Два основна разлога која поделу временских серија на стационарне и нестационарне чине релевантном су *статистички и економски*. Статистички гледано, примена стандардне статистичке процедуре је непоуздана у регресионој анализи временских серија са јединичним кореном због тога што: оцене параметара регресионог модела добијене применом метода најмањих квадрата су пристрасне и неконзистентне; оцене параметара регресионог модела добијене применом метода најмањих квадрата немају нормалну расподелу (статистичко закључивање засновано на *t-односу* и *F-тесту* значајности коефицијента детерминације није тачно); је могућа појава бесмислене регресије (регресија са високим вредностима коефицијената детерминације и *t-односа* између временских серија са јединичним кореном, које су потпуно независне). Економски гледано, док

утицај случајних шокова на ниво временске серије са јединичним кореном има трајно дејство за неодређени период времена, исти тај утицај на ниво стационарне временске серије слаби током времена²²⁵. Случајан ход представља најједноставнију форму нестационарности, при чему се тестирање присуства јединичног корена обавља уз помоћ Проширеног теста јединичног корена (*Augmented Dickey-Fuller (ADF) unit root test*). ADF тест је урађен у програму Eviews 7. Након што је утврђена нестационарност оригиналних временских серија, све независно променљиве су представљене временским серијама ланчаних индекса уместо полазних временских серија нивоа, чиме је добијена потребна стационарност.

Након тога, за развијање емпиријске верзије модела примењена је *stepwise* вишеструка линеарна регресија која је урађена у програму SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*). У складу са карактеристикама српске привреде и доступним подацима, изабрано је седам фундаменталних варијабли, тако да је функција тих варијабли дата на следећи начин:

$$\text{REER} = (\text{M2}^*, \text{OTV}, \text{PROD}, \text{JD}^*, \text{DR}^*, \text{NTT}^*, \text{SD}^*)$$

- REER – представља зависну променљиву и то је текући реални ефективни девизни курс динара.

Све остале варијабле су независне и детерминишу равнотежни REER, како и сугерише EREER модел. У овом случају, у зависности од карактеристика српске привреде, као и доступности података, то су:

- M2^* – новчана маса стављена у однос са BDP;
- OTV – отвореност српске привреде;
- PROD – продуктивност српске привреде као мера технолошког прогреса;
- JD^* – јавни дуг, као показатељ фискалне политике стављен у однос са BDP;
- DR^* – девизне резерве као део BDP;
- NTT^* – нето текући трансфери као део BDP и
- SD^* – спољни дуг, као показатељ фискалне политике, стављен у однос са BDP.

У циљу добијања статистички валидних резултата, тестирана је *нормалност расподеле променљивих* и испитивани су *аутокорелација, мултиколинеарност и хетероскедастичност*. Тестирање нормалности променљивих је урађено уз помоћ *Kolmogorov-Smirnov* и *Shapiro-Wilk* тестова. *Мултиколинеарност* представља статистички феномен у којем су две или више независних варијабли у вишеструкој регресији тесно повезане. За испитивање мултиколинеарности је коришћена VIF

²²⁵ Младеновић, З. и Петровић, П., (2011), Увод у економетрију, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд

(*variance inflation factor*) статистика. Сматра се да проблем мултиколинearности постоји уколико је VIF статистика изнад 5, односно изнад 10. Аутокорелацијом се описује повезаност између вредности исте променљиве у различито време. Проблем аутокорелације је испитиван помоћу *Durbin-Watson-овог теста* при чему се сматра да овај проблем не постоји уколико се добијена вредност креће око 2. *Хетероскедастичност* групе случајних променљивих се јавља ако постоје подгрупе које имају различите варијабилитете у односу на друге.

Ваљаност статистичког модела се оцењује уз помоћ *коэффицијента регресије* (R), *коэффицијената детерминације* (R^2) и *коригованог коэффициента детерминације* (*adjusted* R^2). Најбољим показатељем се сматра кориговани коэффициент детерминације који указује на проценат објашњене варијације зависно променљиве. Што је кориговани коэффициент детерминације већи, то је добијени модел бољи. Модел се сматра лошим уколико се добије кориговани коэффициент детерминације испод 50%. Статистичка значајност модела је испитивана уз помоћ F статистике са нивоом поверења од $\alpha = 0,05$. Статистичка значајност коэффициента регресионе једначине је такође испитивана са нивоом поверења од $\alpha = 0,05$.

У циљу постизања што бољих емпиријских резултата, коришћена су два начина за израчунавање степена одступања текућег реалног ефективног од процењеног равнотежног реалног ефективног девизног курса. Да би се добило одступање изражено у процентима, први начин је подразумевао да се од текућег одузме равнотежни реални ефективни девизни курс, затим се та разлика подели равнотежним реалним ефективним девизним курсом и тако добијени количник се помножи са 100:

$$\text{одступање} = \frac{REER - EREER}{EREER} * 100$$

- REER – текући реални ефективни девизни курс;
- EREER – равнотежни реални ефективни девизни курс.

Други начин је подразумевао прво употребу *Hodrick-Prescott (HP) филтера* у циљу елиминисања краткорочних осцилација из посматраних варијабли и приказивања тренда и предвиђања кретања дугорочних равнотежних вредности девизног курса динара. У овом случају, од текућег реалног ефективног девизног курса се одузима равнотежни реални ефективни девизни курс коригован уз помоћ HP филтера, затим се та разлика подели равнотежним реалним ефективним девизним курсом коригованим уз помоћ HP филтера и тако добијени количник се помножи са 100:

$$\text{одступање} = \frac{REER - EREER_{HP}}{EREER_{HP}} * 100$$

- REER – текући реални ефективни девизни курс;
- $EREER_{HR}$ – равнотежни реални ефективни девизни курс коригован HR филтером.

Стављањем у однос ових категорија добија се информација о одступању текућег од равнотежног реалног ефективног девизног курса, при чему се поређењем добијеног одступања и кретања макроекономских варијабли може утврдити шта је у највећој мери допринело таквом стању. Како је на овај начин избегнуто коришћење одређеног базног периода, равнотежни реални девизни курс као вредност која на основу интеракције фундаменталних макроекономских варијабли обезбеђује постизање унутрашње и спољашње равнотеже се одређује у средњем року.

4. Резултати

Развијање емпиријске верзије модела је захтевало примену *stepwise* вишеструке линеарне регресије и због тога су на почетку у програму Eviews 7 урађени корелограми за све променљиве како би било утврђено да ли постоји сумња на присуство јединичног корена код оригиналних временских серија. У табели бр. 49 приказан је корелограм за променљиву M2/BDP. Добијени резултати указују на то да треба испитати дату временску серију на постојање јединичног корена. Уколико се претпоставља да је модел са ауторегресионим параметром 1 (AR (1)) одговарајући, претпоставка постојања јединичног корена (случајног хода) се у конкретном примеру објашњава следећим чињеницама: обична аутокорелациона функција узима низ ненултих вредности које споро опадају почев од вредности блиске 1 и парцијална аутокорелациона функција поседује ненулту вредност само на првој доцњи и та вредност је блиска 1 (што се на основу табеле бр. 49 може и видети)²²⁶. Слична ситуација је и са осталим варијаблама тако да је, како би био утврђен проблем нестационарности, урађен *ADF тест* за све посматране варијабле.

²²⁶ Младеновић, З. и Петровић, П., (2011), Увод у економетрију, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд

Табела бр. 49. Корелограм за променљиву M2/BDP

Sample: 1 40

Included observations: 40

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. *****	. *****	1	0.903	0.903	35.089	0.000
. *****	. * .	2	0.801	-0.075	63.437	0.000
. *****	. * .	3	0.695	-0.075	85.400	0.000
. ****	. .	4	0.613	0.061	102.92	0.000
. ****	. * .	5	0.517	-0.130	115.73	0.000
. ***	. * .	6	0.447	0.083	125.60	0.000
. ***	. * .	7	0.403	0.099	133.86	0.000
. ***	. .	8	0.360	-0.063	140.67	0.000
. **	. * .	9	0.303	-0.085	145.66	0.000
. **	. * .	10	0.238	-0.079	148.84	0.000
. * .	. .	11	0.178	-0.029	150.67	0.000
. * .	. .	12	0.126	0.026	151.63	0.000
. .	. * .	13	0.056	-0.147	151.82	0.000
. .	. .	14	-0.005	-0.013	151.82	0.000
. .	. .	15	-0.060	-0.036	152.07	0.000
. * .	. * .	16	-0.110	-0.076	152.91	0.000
. * .	. .	17	-0.153	0.030	154.61	0.000
. * .	. .	18	-0.188	-0.027	157.30	0.000
** .	. * .	19	-0.222	-0.083	161.25	0.000
** .	. * .	20	-0.264	-0.079	167.12	0.000

Сprovedени тест јединичног корена је потврдио да постоји (у већини случајева велика) вероватноћа да су временске серије посматраних података нестационарне. Табела бр. 50 показује резултате спроведеног теста за само једну променљиву (DR/BDP).

С обзиром да је стандардна статистичка процедура у регресионој анализи временских серија са јединичним кореном непоуздана, да би се добила потребна стационарност, све посматране варијабле су исказане у форми ланчаних индекса. Након тога, спроведени тест јединичног корена је потврдио стационарност на овај начин добијених временских серија података.

Промене свих променљивих у форми ланчаних индекса су дате у прилогу бр. 1 који се налази на крају докторске дисертације.

Табела бр. 50. Тест јединичног корена за променљиву DR/BDP

Null Hypothesis: DEVIZNE_REZERVE_NBS_BANK has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 5 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.799200	0.8066
Test critical values:		
	1% level	-3.639407
	5% level	-2.951125
	10% level	-2.614300

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DEVIZNE_REZERVE_NBS_BANK)

Method: Least Squares

Date: 05/21/13 Time: 11:44

Sample (adjusted): 7 40

Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEVIZNE_REZERVE_NBS_BANK(-1)	-0.040487	0.050659	-0.799200	0.4311
D(DEVIZNE_REZERVE_NBS_BANK(-1))	0.396797	0.156376	2.537455	0.0173
D(DEVIZNE_REZERVE_NBS_BANK(-2))	-0.133049	0.136788	-0.972664	0.3394
D(DEVIZNE_REZERVE_NBS_BANK(-3))	-0.218019	0.136527	-1.596893	0.1219
D(DEVIZNE_REZERVE_NBS_BANK(-4))	0.516926	0.144626	3.574212	0.0013
D(DEVIZNE_REZERVE_NBS_BANK(-5))	-0.573405	0.166556	-3.442715	0.0019
C	0.073745	0.054887	1.343583	0.1903
R-squared	0.558439	Mean dependent var		0.024859
Adjusted R-squared	0.460315	S.D. dependent var		0.121452
S.E. of regression	0.089222	Akaike info criterion		-1.814128
Sum squared resid	0.214937	Schwarz criterion		-1.499877
Log likelihood	37.84017	Hannan-Quinn criter.		-1.706959
F-statistic	5.691125	Durbin-Watson stat		2.016177
Prob(F-statistic)	0.000630			

Као што је већ наведено, у складу са карактеристикама српске привреде и доступним подацима, за развијање емпиријског модела равнотежног реалног ефективног девизног курса динара (EREER) изабрано је седам фундаменталних варијабли, тако да је функција тих варијабли дата на следећи начин:

$$REER = (M2^*, OTV, PROD, JD^*, DR^*, NTT^*, SD^*)$$

Међутим, четири варијабле ($M2^*$, $PROD$, DR^* и NTT^*) су се показале статистички незначајним, тако да су у трећој итерацији *stepwise* вишеструке линеарне регресије у моделу остале три променљиве (OTV , JD^* и SD^*):

$$REER = C + \alpha_1 SD^* + \alpha_2 JD^* + \alpha_3 OTV$$

У циљу добијања статистички валидних резултата, тестирана је *нормалност расподеле променљивих* и испитивани су *аутокорелација*, *мултиколинеарност* и *хетероскедастичност*. *Kolmogorov-Smirnov* и *Shapiro-Wilk* *тест* су показали да све променљиве имају нормалну расподелу. За испитивање *аутокорелације* је коришћен *Durbin-Watson* *тест* и као што се на основу табеле бр. 51 види (вредност овог теста износи 1,659), утврђено је да не постоји проблем *аутокорелације*. *Мултиколинеарност* је испитивана уз помоћ *VIF (variance inflation factor)* статистике и с обзиром да се ова статистика кретала у распону од 1,041 до 1,064 (табела бр. 53), закључак је да проблем *мултиколинеарности* не постоји. Такође, утврђено је да у моделу не постоји ни проблем *хетероскедастичности*.

Табела бр. 51. Model summary^d

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
,793	,628	,597	2,73210	1,659

d. Dependent Variable: REER

Добијени кориговани коефицијент детерминације *Adjusted R Square* од 0,597 (табела бр. 51) указује на чињеницу да је скоро 60% варијација зависно променљиве, у овом случају реалног ефективног девизног курса динара објашњено помоћу промена варијабли које су остале у моделу, што добијени модел чини статистички прихватљивим. *F статистика* - 20,273 (табела бр. 52) указује на високу статистичку значајност модела што одговара *p* статистици од 0,000.

Табела бр. 52. ANOVA^d

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	453,966	3	151,322	20,273	,000
Residual	268,717	36	7,464		
Total	722,683	39			

d. Dependent Variable: REER

На основу података из табеле бр. 53 види се да су сви коефицијенти статистички значајни на нивоу поверења $\alpha = 0,05$ (0,000; 0,000; 0,001 и 0,044).

Табела бр. 53. Coefficients^d

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
3	(Constant)	146,720	6,495		22,589	,000		
	SD	-,171	,033	-,543	-5,179	,000	,940	1,064
	JD	-,199	,054	-,384	-3,705	,001	,960	1,041
	OTV	-,089	,043	-,217	-2,090	,044	,958	1,044

d. Dependent Variable: REER

На основу свега наведеног, у трећој итерацији *stepwise* вишеструке линеарне регресије, добијен је следећи модел за одређивање равнотежног реалног ефективног девизног курса динара:

$$\text{REER} = 146,72 - 0,171 \text{SD}^* - 0,199 \text{JD}^* - 0,089 \text{OTV}$$

Добијена функција нам говори да због негативног предзнака испред све три променљиве које су остале у моделу (*јавни дуг, спољни дуг и отвореност*), њихово повећање доводи до депресијације равнотежног реалног ефективног девизног курса динара. Добијени коефицијенти указују на чињеницу да:

- 1) повећање спољног дуга од 1% утиче на депресијацију равнотежног реалног ефективног девизног курса динара од 0,171%,
- 2) повећање јавног дуга од 1% утиче на депресијацију равнотежног реалног ефективног девизног курса динара од 0,199% и
- 3) повећање отворености српске привреде од 1% утиче на депресијацију равнотежног реалног ефективног девизног курса динара од 0,089%.

Након добијене функције, најважнији задатак је да се процени степен одступања текућег од равнотежног девизног курса (у овом случају у питању је реални ефективни девизни курс динара). На графику бр. 32 приказано је кретање текућег реалног ефективног девизног курса динара у посматраном периоду (плава линија), као и кретање процењеног равнотежног реалног ефективног девизног курса динара у истом посматраном периоду (црвена линија). Равнотежни девизни курс је израчунат уз помоћ наведеног модела, односно уз коришћење текућих вредности изабраних фундаменталних варијабли. С обзиром да је текући реални ефективни девизни курс дат у форми индекса, и његова процењена равнотежна вредност је исказана у форми индекса, што нам говори како се у посматраном временском периоду повећавала или смањивала равнотежна вредност посматраног девизног курса, у зависности од кретања фундаменталних варијабли, али нам не говори који је то ниво девизног курса који је стварно равнотежни. Једино, да је индекс реалног

ефективног девизног курса са почетка посматраног периода (који је послужио за формирање базног индекса) представљао девизни курс који је у том тренутку био стварно равнотежни, знало би се и колика је била равнотежна вредност девизног курса током посматраног периода. У том случају, до прецењености (потцењености) динара би долазило када је текући реални ефективни девизни курс био изнад (испод) равнотежног. Овако, може се само рећи да, ситуација у којој је текући био изнад равнотежног реалног ефективног девизног курса је приказивала погоршање конкурентске позиције привреде Србије, и обрнуто, ситуација у којој је текући био испод равнотежног реалног ефективног девизног курса је означавала побољшање конкурентске позиције Србије. Иако се и на овом графику види да постоји одређена разлика између ове две вредности, доста јаснију слику даје график бр. 33 на којем је ова разлика дата у форми процентуалног одступања текућег од процењеног равнотежног реалног ефективног девизног курса динара. Одступање је израчунато коришћењем већ поменуте формуле:

$$\text{одступање} = \frac{REER - EREER}{EREER} * 100$$

На основу ова два наведена графика, види се да не постоје временски периоди у којима је динар био изнад, или испод процењене равнотежне вредности у дужем временском интервалу, што значи, да су се према овом моделу периоди погоршања и побољшања конкурентности смењивали и ишли од 5,719989% у првом кварталу 2006. године, до -8,05926 у четвртном кварталу 2008. године. Два највећа пика што се смањивања конкурентности Србије тиче достигнута су у другом кварталу 2001. (3,813902%) и у првом кварталу 2006. године (5,719989%). Ови периоди највећег погоршања конкурентности Србије према проучаваном моделу, поклапају се са периодима када се, услед незадовољавајућих економских резултата, покушавала променити политика девизног курса. Почетак посматраног периода је обележио *de facto* фиксни девизни курс, што се нешто касније променило у мало веће флукуације, док је средину 2006. године обележио почетак примене инфлационог таргетирања са руковођено флукуирајућим девизним курсом. Највеће побољшање конкурентске позиције Србије (према анализираном моделу) је забележено у четвртном кварталу 2008. године (-8,05926%). Због, у великој мери, светске финансијске (економске) кризе, према наведеном моделу, може се закључити да је вредност динара опала у већој мери него што су то налагале промене фундаменталних економских варијабли у том тренутку, што је требало да доведе до побољшања конкурентске позиције Србије. Превеликој депресијацији динара у великој мери су допринели и одређени неекономски, политички и психолошки фактори. Свакако, томе је допринео недостатак, односно смањење поверења у националну валуту, тј. динар.

График бр. 32. Текући и равнотежни REER у периоду од 2001. до 2010. године

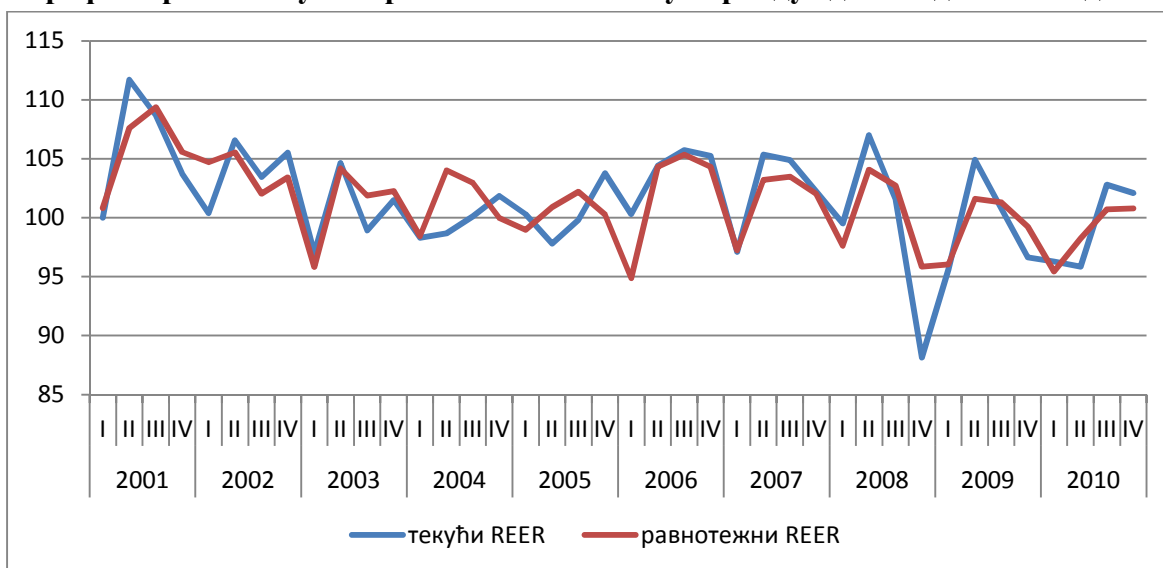
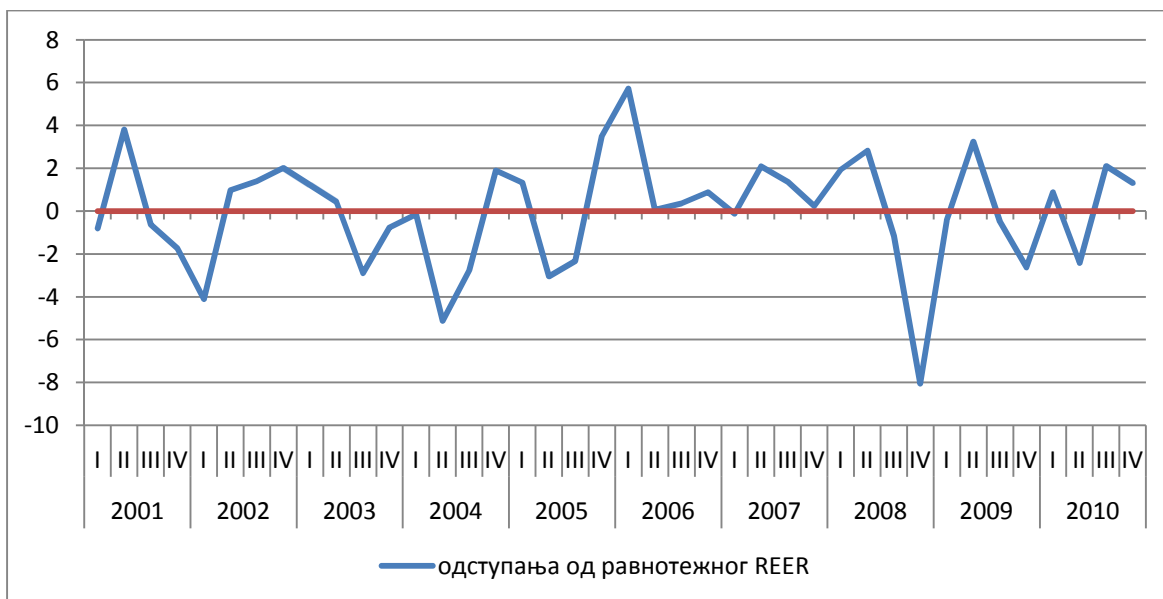


График бр. 33. Одступања текућег REER од равнотежног REER у периоду од 2001. до 2010. године



За предвиђање дугорочних вредности девизног курса динара неопходно је елиминисати краткорочне осцилације фундаменталних економских варијабли уз помоћ *Hodrick-Prescott филтера*. На графику бр. 34 је поред текућег реалног ефективног девизног курса приказан и равнотежни реални ефективни девизни курс израчунат уз помоћ вредности фундаменталних економских варијабли филтрираних *HP филтером*. Исто као и у претходном случају, јаснија слика се добија када се одступања прикажу као процентуална девијација текућег реалног ефективног девизног курса од процењеног равнотежног реалног ефективног девизног курса базираног на *HP филтеру*:

$$\text{одступање} = \frac{REER - EREER_{HP}}{EREER_{HP}} * 100$$

Ни у овом случају се не види да постоје дужи временски интервали у којима је динар био константно изнад, или испод процењене равнотежне вредности, што значи, да су се према овом моделу, и на овај начин мерено, периоди погоршања и побољшања конкурентности такође смењивали. Коригована уз помоћ HP филтера одступања су мало већа и крећу се од -11,9265% у четвртном кварталу 2008. године до 6,663741% у другом кварталу 2008. године (график бр. 35).

График бр. 34. Текући и равнотежни REER_HP у периоду од 2001. до 2010. године (користећи филтриране вредности фундаменталних варијабли уз помоћ HP филтера)

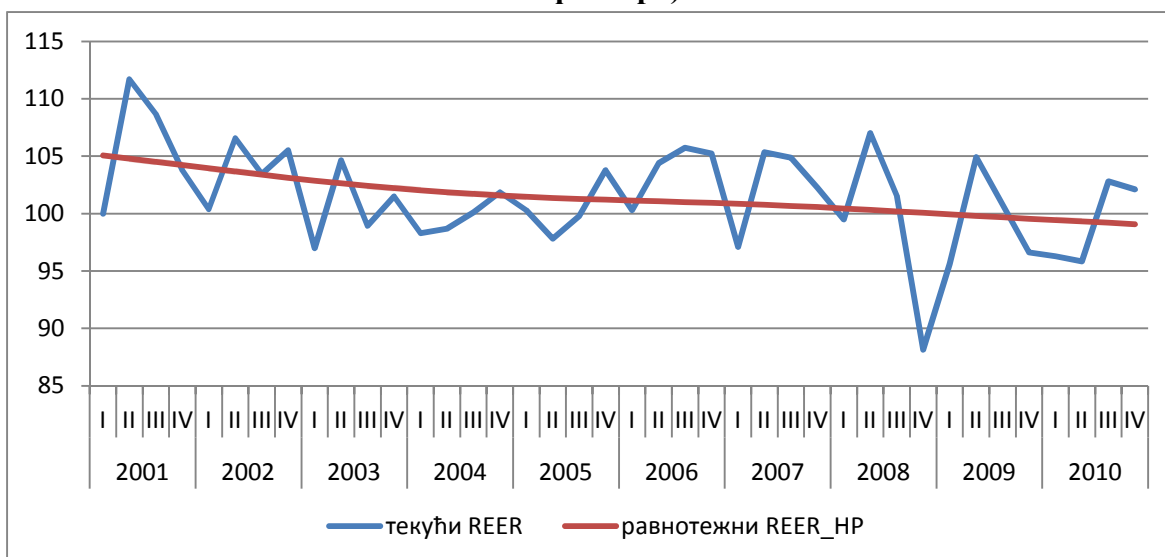


График бр. 35. Одступања текућег REER од равнотежног REER_HP у периоду од 2001. до 2010. године



Значајно је напоменути да је, на графику бр. 34 где црвена линија приказује кретање равнотежног реалног ефективног девизног курса динара које је израчунат уз помоћ филтрираних вредности фундаменталних варијабли (користећи *HP филтер* - што значи да су фундаменталне варијабле ослобођене краткорочних варијација) приметан тренд смањења тог девизног курса што означава његову депресијацију. Дакле, и у наредном периоду се може очекивати да равнотежни реални ефективни девизни курс депресира што не треба да чуди с обзиром на стање у ком се налази српска привреда. Том приликом се не сме дозволити да текући реални ефективни девизни курс буде изнад равнотежног зато што ће се тиме погоршавати конкурентност српске привреде. На конкурентност би стимулативно деловало уколико би текући реални ефективни девизни курс депресирао више у односу на равнотежни. Проблем може представљати чињеница да се превелика депресијација девизног курса може негативно одразити на одређене делове привреде што значи да је немогуће посматрати, односно водити политику девизног курса независно од свих осталих политика.

Добијене вредности за $EREER$ и $EREER_{HP}$, као и израчуната одступања текућег $REER$ од овако добијених равнотежних вредности, приказана су у прилогу бр. 2 на крају докторске дисертације.

5. Закључци

Најважније питање које се овом приликом може поставити, односно, због чега се и покушало доћи до модела равнотежног реалног ефективног девизног курса динара је, да ли у посматраном временском периоду (уколико се пошло од равнотежне вредности) постоји тенденција да се реални девизни курс динара помера од своје равнотежне вредности током дужег временског периода. Овај податак може представљати веома битну чињеницу за вођење макроекономске политике, односно политике девизног курса у наредном периоду. Добијени модел објашњава скоро 60% варијација зависно променљиве, што је са аспекта статистичког закључивања довољно. Дакле, 60% варијација реалног ефективног девизног курса динара је објашњено уз помоћ три променљиве које су остале у моделу (отвореност, јавни дуг и спољни дуг), при чему, добијени коефицијенти (који су негативни) указују на чињеницу да *повећање ових фундаменталних економских варијабли доприноси депресијацији реалног ефективног девизног курса динара*. Применом модела добијени су резултати који не потврђују чињеницу да се текући реални ефективни девизни курс динара креће све даље од свог равнотежног нивоа. У посматраном временском периоду, наизменично се смењују периоди реалне апресијације и депресијације реалног ефективног девизног курса, чиме је теоретски, долазило до погоршања, односно побољшања конкурентске позиције Србије на иностраном

тржишту. Уколико се почетна вредност девизног курса узме и као равнотежна, тада се може говорити и о томе да је у временским интервалима када је текући реални ефективни девизни курс динара био изнад процењеног равнотежног, долазило до прецењености динара, односно, у супротном случају, када је текући реални ефективни девизни курс био испод процењеног равнотежног, до потцењености динара. Реална потцењеност динара би се требала позитивно одразити на побољшање конкурентности привреде Србије, с тим што се свакако мора водити рачуна и о осталим сегментима српске привреде.

Добијени равнотежни ниво реалног ефективног девизног курса динара уз коришћење *НР филтера* (како би се елиминисале краткорочне осцилације) указује на то да је приметно постојање тренда константног смањивања ове равнотежне вредности (што представља реалну депресијацију динара), што не треба да чуди имајући у виду да је током посматраног периода дошло до повећања отворености српске привреде, као и до повећања јавног и спољног дуга (на основу добијене функције смо видели да све фундаменталне варијабле имају негативан предзнак уз коефицијент, што подразумева да долази до депресијације динара у случају повећања ових варијабли). *Према добијеном моделу, да би конкурентска позиција српске привреде остала иста, у наредном периоду динар мора реално депресирати у истом проценту као и његова процењена равнотежна вредност.* Мањи проценат реалне депресијације динара доводи до погоршања конкурентске позиције Србије. С обзиром да и развијене земље воде стимулативну политику девизног курса, како би побољшале свој конкурентски положај на међународном тржишту, може се закључити да и у случају Србије, адекватна политика девизног курса може имати позитиван ефекат на поправљање конкурентности привреде Србије. *На основу добијених резултата приликом анализирања приказаног модела, може се рећи да од велике важности може бити покушај константне депресијације реалног ефективног девизног курса динара у наредном периоду (пратећи примећени тренд у моделу) у довољно великом проценту, како би се вредност текућег реалног ефективног девизног курса динара одржавала испод његове процењене равнотежне вредности.*

Највећи број емпиријских истраживања има одређена ограничења или слабости које се разликују од случаја до случаја. У овом случају, један од највећих недостатака је релативно кратак временски период који се посматра. У питању је десетогодишњи период (од 2001. до 2010. године), с тим да су коришћени квартални подаци, тако да је у истраживању употребљено 40 обсервација приликом анализирања одступања *текућег реалног ефективног девизног курса динара од његове процењене равнотежне вредности.* Коришћење дужег временског периода би свакако допринело већој прецизности модела што би донело потенцијално већу корист носиоцима економске политике. Дужи временски период није узет у разматрање, пре свега због политичких и економских промена које су се дешавале током 1990-их година. Целу последњу деценију 20. века обележили су

хиперинфлација, ратни и политички сукоби, увођење економских санкција тако да се може поставити питање колико су овакви подаци реални и да ли би уопште допринели истраживању. Поред тога, велики проблем би представљала и (не)доступност тих података. Већина институција има податке (пре свега се мисли на кварталне) који обухватају период након 2000. године. Проблема је било и приликом прикупљања података након 2000. године, тако да су морали бити коришћени различити извори, поједине варијабле су изражаване у различитим валутама (или је дошло до мењања валуте у којој је нека варијабла исказана у току посматраног периода) што је захтевало њихово претварање у исту валуту. Проблем података утицао је и на избор фундаменталних варијабли које ће бити коришћене у моделу. Због немогућности да се дође до података, одређене варијабле су модификоване, или су коришћене неке друге до чијих података се може доћи, што свакако негативно утиче на квалитет добијеног модела. *Полазна основа за избор варијабли је била жеља да се обухвати што већи број економских политика, међутим због статистичке незначајности, одређени број варијабли је искључен из модела, тако да су остале три варијабле (отвореност, јавни и спољни дуг) које не обухватају целокупну економску политику Србије.* То је вероватно разлог што добијени модел објашњава 60% процената варијација зависно променљиве уз помоћ изабраних варијабли.

Због свих наведених ограничења и недостатака, истраживања по питању овог проблема ће ићи у правцу усавршавања овог модела. С обзиром да не постоји јединствено решење по питању избора варијабли, вршиће се даља анализа привредних дешавања у Србији како би се избором неке нове (адекватне) варијабле повећао проценат објашњене варијације реалног ефективног девизног курса динара. Поред тога, посматрани временски период ће свакако бити дужи што ће се такође позитивно одразити на квалитет анализираног модела.

ЗАКЉУЧАК

Девизни курс представља цену једне валуте изражену у јединицама друге. Међутим, сврха постојања девизног курса није само по себи успостављање односа између валута и прерачунавање једне валуте у другу, већ прерачунавање, тј. упоређивање одређених цена између појединих земаља. Управо због ове констатације, честе промене номиналних девизних курсева које се дешавају, не могу много рећи о промени положаја тих земаља на међународном тржишту, тако да је за потребе испитивања промене конкурентности неопходно пратити промене реалних показатеља (у овом случају, промене реалног девизног курса), тј. показатеља који су ослобођени утицаја промене цена (хипотеза бр. 1). Теоријски, с обзиром да девизни курс представља однос између само две валуте, *промена реалног ефективног девизног курса*, која представља промену односа између једне земље и њених најважнијих трговинских партнера, би била најбољи показатељ. Ипак, чињеница да се највећи део светске трговине изражава у веома малом броју најважнијих светских валута (пре свега, у еврџу и долару), умањује значај израчунавања овог показатеља. Ни Србија не представља изузетак по овом питању тако да су управо *евро и долар* једине две валуте које улазе у корпу валута које служе за израчунавање *номиналног и реалног ефективног курса динара*.

Укидање чистог златног стандарда је допринело чињеници да се изгуби поуздана основа за одређивање вредности неке валуте. Последица тога је био настанак великог броја теорија које су покушале да објасне начин формирања девизног курса. У дисертацији су приказане неке од најважнијих теорија. Међутим, чињеница да је већина тих теорија сагласна са „идеалним“ економских условима које је у пракси веома тешко пронаћи, утицала је на то да практично ни једна теорија не може да у потпуности, самостално објасни кретање девизних курсева у савременом економском окружењу. Недовољна практична применљивост досадашњих теоријских решења је можда знак да је неопходно наставити истраживање у правцу открића неке теорије која ће моћи да да одговоре на питања која су у међувремену настала.

Концепт конкурентности, као један од најважнијих и најпроучаванијих економских феномена, се константно развија и самим тим обухвата читав низ (за који се ни у једном тренутку не може рећи да је коначан) квалитативних и

квантитативних карактеристика што доприноси комплексности његовог појмовног одређења и дефинисања. Поред чињенице да је за анализирање наведене теме битнија конкурентност на макро нивоу, односно конкурентност целокупне националне привреде, свакако не треба занемарити ни конкурентност на микро нивоу, односно на нивоу предузећа која стоји у основи националне конкурентности. Поред бројних димензија конкурентности, суштина њеног повећавања се огледа у постизању одрживог економског раста уз подизање квалитета живота (у овој фази најчешће једино могуће уз помоћ константног раста продуктивности).

На основу претходних анализа изведен је закључак да је једна од многобројних политика које имају значајан утицај на конкурентност предузећа, а самим тим и на конкурентност целокупне привреде, макроекономска политика земље. *Утицај макроекономске политике се огледа кроз вођење политике девизног курса, кроз монетарну, фискалну, спољнотрговинску, односно политику конкуренције и дохотка.* Тема докторске дисертације је условила да се највећа пажња обрати на утицај девизног курса на повећање (смањење) конкурентности неке земље. При томе, у великој мери улога и економска дејства девизног курса ће зависити од изабраног режима девизног курса. У том контексту, најчешће су помињани појмови фиксног и флукутирајућег девизног курса, више као нека врста теоријских појмова, односно две екстремне ситуације између којих се налази одређени број режима који се примењују у стварности и који се одликују већом или мањом флексибилношћу. Што се тиче неограничене флексибилности, ипак је ***девизни курс и сувише важна цена у економији (поједини економисти сматрају и најважнија)*** да би се његово кретање у потпуности препустило слободном деловању тржишта. Истовремено, одржавање девизног курса на истом нивоу по сваку цену може имати бројне негативне последице по посматрану привреду. У складу са овим констатацијама, створени су режими са ограниченом флексибилношћу који су на различите начине требали да помогну монетарној власти да, уз помоћ руковођеног флукутирања валуте, оствари своје зацртане економске циљеве.

Због свега наведеног, током година су се смењивали периоди доминације појединих режима девизних курсева у свету. Међународни монетарни систем који је на снази у последњих 60-так година је у великој мери инспирисан догађајима из Другог светског рата. Једноставно, у том тренутку (након Другог светског рата), економска и политичка снага САД учинили су да долар постане главна резервна валута, односно да игра улогу светског новца, тј. да постане подлога међународне ликвидности. У почетку, постојала је тзв. „*глад за доларима*“, зато што је за доларе могло бити купљено све (машине, опрема, транспортна средства) што је било неопходно за послератну обнову. Поред тога, његова конвертибилност у злато је уливала додатну сигурност онима који су долар држали у својим портфељима. Временом, европске земље су се у великој мери опоравиле, њихова привреда је достигла одређени степен развоја, валуте су постале конвертибилне, што је утицало на смањење „*глади за доларима*“. Новонастала ситуација је утицала на укидање

спољне конвертибилности долара у злато чиме је практично, сломљен стуб бретонвудског монетарног система и дошло је до његовог распада. Већина валута, (па и сам долар) је почела да флукуира. Све то је пратило значајно повећање обима међународне трговине роба и услуга, ширили су се послови мултинационалних компанија, смањивале су се рестрикције у области кретања капитала, чиме се јављала потреба и за све већим одговарајућим износима средстава којима ће те трансакције бити покривене, односно, расла је потреба за повећањем међународне ликвидности. Иако се бретонвудски монетарни систем распао и спољна конвертибилност долара у злато више не постоји, долар и даље представља најважнију светску резервну валуту. Улога светског новца подразумева да долари из САД (и даље) одлазе у свет и тамо се задржавају (потврђено великом количином долара која се и даље налази ван граница САД – од 50% до 70%), што значи да светски инвеститори (и даље) имају поверења у дату валуту, мада поједине валуте (пре свега се мисли на евро и кинески јуан) покушавају да заузму то место. *Оно што је свакако нејасно и чудно је чињеница да валута земље која има огроман спољнотрговински дефицит успева да одржи опште поверење у свету и да тамо буде прихваћена као средство плаћања, обрачуна и резерви.* Може се поставити питање: докле ће бити тако и шта би се могло десити уколико би се нагло изгубило поверење у долар? Можда је опет време за реформу (како га неки називају) хибридног међународног монетарног система који је настао након распада бретонвудског.

Важност одлуке о томе који режим примењивати проистиче из емпиријски доказаног утицаја примењиваног режима на економске перформансе посматране привреде, које су у тесној вези са њеним зацртаним економским циљевима. Једино што се на основу вишедеценијских економских истраживања и анализирањем примера које су земље спроводиле у пракси може са сигурношћу закључити је да ***нема једног режима који одговара свим земљама, као и да нема режима који би некој земљи одговарао у неограничено дугом временском периоду***, чиме се потврђује постављена хипотеза бр. 2. „*Оптимални*“ режим девизног курса зависи од великог броја детерминанти које у датом тренутку карактеришу одређену привреду. Индивидуалне економске карактеристике земаља попут, величине тржишта, структурних карактеристика привреде, степена доларизације (евроизације) економије, нивоа девизних резерви, мобилности капитала, флексибилности радне снаге, трансмисионих механизма, кретања стопе инфлације и степена трговинске интеграције, поред тога што се разликују од земље до земље, мењају се током времена чиме доприносе потреби промене режима девизног курса у неком тренутку. Иако је спецификација тих детерминанти сама по себи тежак задатак, додатни проблем представља чињеница да се листа допуњава у складу са развојем економске теорије. Поред наведених специфичности и различитости које са собом носи, чак и *исти режим девизног курса примењен у више различитих земаља неће имати потпуно исте ефекте.* Генерално гледано, на основу анализе досадашњих

истраживања, може се закључити да у случају изложености економије различитим екстерним шоковима, релативно боље решење ће представљати флукутирајући девизни курс (обезбеђује равнотежу платног биланса, бележи боље резултате по питању привредног раста и економске флексибилности, али су му слабије перформансе по питању постизања стабилности цена), док се приликом решавања унутрашњих поремећаја (стабилност цена) и приликом покушаја брзе економске интеграције, предност даје фиксном режиму девизног курса.

Доказани утицај изабраног режима на економске перформансе неке привреде потврђује значај предмета истраживања ове дисертације, с тим што се у први план ставља његов позитиван или негативан утицај на конкурентност извоза те земље. У прилог овој тези је и чињеница да се једним од главних недостатака режима фиксног девизног курса сматра (у случају опстајања инфлације) смањење извозне конкурентности, што значи да *неодговарајућа политика девизног курса може угрозити ефекте укупних реформских напора у појединим земљама*. Глобализација светске економије, односно светских финансијских токова је у великој мери утицала на избијање валутних криза у појединим земљама чиме је изведен закључак да је, с обзиром на тренутно стање, дошло до смањења броја потенцијално „добрих“ режима девизних курсева. Умерени режими су окарактерисани као решења склона валутним кризама. Иако опција потпуно чистог флукутирања није присутна у пракси, најзначајније светске економије су прихватиле (у одређеној мери) флексибилне девизне курсеве користећи девизни курс као средство у борби против екстерних негативних шокова чиме се извозна конкурентност земље може одржавати на одређеном нивоу. Губитак извозне конкурентности услед неадекватног вођења економске (пре свега монетарне и политике девизног курса) најчешће је настајао код малих, углавном неразвијених земаља. Неповерање у монетарну власт и у домаћу валуту доприносило је чињеници да иностранна валута, односно фиксни режим девизног курса послуже као номинално сидро, због постизања одређене стабилности. Међутим, и сувише дуго одржавање девизног курса на истом нивоу, уз промењене околности (већа стопа инфлације у земљи него у иностранству) би водило смањењу извозне конкурентности те земље.

У пракси се често прави разлика између *de jure* и *de facto* класификације режима девизних курсева, при чему земља званично примењује један режим, док у стварности, пре свега због одређених недоследности у спровођењу макроекономске политике (некад и због разних екстерних шокова), примењује други режим. У том контексту се може десити да, иако је званични режим девизног курса фиксни, монетарна власт често врши његове промене, или обрнуто, режим девизног курса је флексибилни, али су његове промене веома ретке. Дакле, иако би режим фиксног девизног курса требало поистоветити са његовом стабилношћу, дешавају се супротни примери што значи да ће *стабилност девизног курса бити последица вођења адекватне комплетне макроекономске политике, а не само избора режима девизног курса*.

Текући рачун као део платног биланса, приказује међународне токове роба, услуга и текућих трансфера, односно приказује трансакције које се односе на економске вредности и које се одвијају између резидената различитих земаља. *При томе, ради се о трансакцијама којима се стварају вредности и које због тога представљају део бруто домаћег производа неке земље.* Из тог разлога, може се закључити да је стање у ком се налази текући рачун за креаторе економске политике веома битно и да носи са собом одређене последице. Суфицит текућег рачуна с једне стране подразумева позитивне нето финансијске инвестиције, домаћу штедњу која је већа од домаћих инвестиција и производњу робе и услуга која је већа од потрошње, док, са друге стране, дефицит текућег рачуна подразумева негативне нето финансијске инвестиције, тј. веће домаће инвестиције од домаће штедње и већу потрошњу од производње робе и услуга. Константно већа потрошња од производње по привреду неке земље није добра. Оно што је овом приликом изузетно значајно је и то да велики дефицит текућег рачуна (односно, уопште његово салдо) врло често може имати значајан утицај на кретање девизног курса, а самим тим и на већ поменуту конкурентност извоза неке земље, тако да бављење проблематиком девизног курса, конкурентности извоза и сл. захтева и анализирање стања текућег рачуна, као и процену његове одрживости. Дефицит текућег рачуна се може финансирати или се могу извршавати одређена прилагођавања. *Мере прилагођавања често могу бити прилично непопуларне и „болне“ тако да носиоци економске политике често (и дуже него што би требало) одлажу неопходна прилагођавања. Међутим, чињеница је да високи и дуготрајни дефицити текућег рачуна не могу бити бесконачно финансирани позајмљивањем из иностранства (или на неки сличан начин). С обзиром на значај поменуте проблематике, веома је битно утврдити изворе дефицита (односно факторе који утичу на стање текућег рачуна), жељени ниво дефицита (који је могуће одржавати), као и временски оквир у ком ће се то спровести.*

Свака земља тежи да јој привреда буде истовремено у стању и екстерне и интерне равнотеже. На основу претходних анализа утврђено је да је дефинисање екстерне (не)равнотеже изузетно компликовано, али и битно у смислу доношења одлуке у вези финансирања или прилагођавања стања у платном билансу (тј. у појединим деловима платног биланса). С обзиром да неравнотежа платног биланса може бити случајна, сезонска, циклична и структурна (фундаментална), веома значајно је одредити њен тип. У прва три случаја, односно уколико је она резултат снажнијег привредног раста и развоја, њено финансирање (смањивање монетарних резерви и/или задуживање у иностранству) ће имати смисла зато што је привременог карактера и дефицити у једном се смењују суфицитима у другом периоду. Међутим, ако је екстерна неравнотежа резултат прекомерне експанзије агрегатне тражње, односно присутна је фундаментална неравнотежа, закључак је да она није реверзибилна и краткотрајна и препоручује се прилагођавање. У том случају, њени узроци су далеко озбиљнији и компликованији и огледају се у економско-

структурним проблемима попут претеране потрошње, лоше привредне структуре, недовољног и лоше структурираног извоза, лоше економске политике, дуготрајне и високе стопе инфлације...

У новије време, због чињенице да је веома тешко достићи екстерну равнотежу, *концепт одрживог дефицита текућег рачуна* је постао важно, не само теоријско, већ и економско, па чак и политичко питање. Закључак је, да на краћи рок, одрживост дефицита трговинског (самим тим и текућег) рачуна зависи, пре свега од очекиваног прилива страних директних инвестиција, пораста девизних резерви услед откупа ефикасности од грађана и пораста иностране задужености. Проблем представља што су сва три наведена извора на дужи рок подложна знатним флукуацијама (посебно у неразвијаним земљама) што може довести до нежељених последица по посматрану привреду, односно губитка драгоценог времена за неопходна прилагођавања, закаснелих и погрешних реакција носилаца економске политике. Једна од практичнијих и прихватљивијих дефиниција одрживости дефицита текућег рачуна каже да ће он бити одржив уколико наставак спровођења тренутне економске политике владе, и/или понашање приватног сектора у садашњости, као и евентуалне појаве екстерних шокова, неће захтевати спровођење значајнијих промена у економској политици земље, или проузроковати настанак платнобилансне кризе. Постоје бројни показатељи одрживости дефицита текућег рачуна који могу бити разврстани по разним критеријумима при чему се на основу једног од њих деле на показатеље домаће економије, међународне размене и развоја светске економије. Овом приликом, због чињенице да је карактеристичан и за Србију, као један од значајних показатеља се може издвојити структура посматраног дефицита. Много већи проблем од дефицита у подбилансу дохотка по одрживост дефицита текућег рачуна ће представљати велики спољнотрговински дефицит. *У дужем временском периоду он указује на то да земља има одређене структурне проблеме који се приказују у виду мање конкурентности што се може негативно одразити на одрживост дефицита текућег рачуна и захтевати примену значајнијих и дуготрајнијих економских мера у наредном периоду.*

Промена девизног курса свакако може утицати на конкурентност извоза земље. Међутим, тај утицај неће бити исти у свим земљама, пре свега због различитог ефекта девизног курса на цене (тзв. *pass-through* ефекат). Јачина *pass-through* ефекта зависи од величине и степена отворености економије и на основу бројних емпиријских истраживања доказано је да је ефекат девизног курса на цене јачи код мање развијених земаља и да либерализација девизног тржишта и већа флексибилност девизних курсева утиче на слабљење *pass-through* ефекта. Мале, отворене, још увек недовољно развијене економије у којима је присутан висок степен „доларизације“ (пре свега због неповерења у домаћу монетарну политику и домаћу валуту), због канала девизног курса се налазе у проблему. С једне стране, флукуације девизног курса су потребне како би се поправила конкурентска позиција земље, док, са друге стране, јачина његовог дејства може представљати

изузетно ограничавајући фактор и при избору режима девизног курса зато што при високом преносу промене девизног курса на цене, флукуације девизног курса морају бити под контролом како би се обезбедило остваривање основног циља монетарне политике – стабилност цена.

Изводи се закључак да доношење одлука из сфере монетарне политике може у великој мери зависити од *pass-through* ефекта. Нарочито, уколико се земља суочава са више значајних проблема у истом тренутку, попут **(не)стабилности цена и дефицита текућег рачуна**. Превелики утицај промене девизног курса на цене ће ограничити његову флукуацију, како би се одржала стабилност цена, али се то може негативно одразити на екстерну позицију земље у смислу опстајања дефицита текућег рачуна. *Једноставно, немогуће је у таквој ситуацији, уз помоћ једног инструмента, решити два проблема у економији који делују у супротним смеровима.*

Поред *pass-through* ефекта, избор валуте која ће бити коришћена приликом трансакција између посматраних земаља у значајној мери може утицати на ефекат који са собом носи промена девизног курса. Мале земље цене најчешће исказују у некој светски признатој валути (попут долара или евра). Међутим, уколико се извозници на домаћем тржишту одлуче да цене својих производа позиционирају на тржишту земље која је спровела девалвацију у домаћој валути (*Local Currency Pricing – LCP*), промена девизног курса неће утицати на ниво цена увозних производа (у валути земље која је спровела девалвацију цене су остале непромењене) тако да би требало и да количина увезених производа остане иста, што значи да неће бити позитивног ефекта након промене девизног курса. Дакле, избор валуте у којој су цене увозних производа позициониране, односно начин позиционирања цена на тржишту које је извршило промену девизног курса (*pricing to market – PTM*), у великој мери ће утицати на интезитет посматраног ефекта.

Посебан део докторске дисертације је посвећен Србији. За посматрање је изабран период од 2001. до 2010. године. Догађаји који су обележили 90-те године прошлог века су утицали на велики пад привредне активности, на проблеме са реалношћу и доступношћу података, тако да је за почетак посматраног периода изабрана година након значајних политичких промена (друга половина 2000. године), које су требале да донесу и значајне економске промене и да коначно допринесу стварном отпочињању транзиционих процеса. Одређене економске промене су се десиле, транзиција је започела и Србија се у значајној мери отворила ка свету (остварен је раст свих индикатора економских односа са иностранством (трговина робом и услугама, прилив СДИ, пораст задужености)). Оно што није било добро је чињеница да је од почетка транзиције привредни раст Србије био базиран на експанзији домаће тражње која је финансирана високим капиталним приливом и великим растом неразмљивог дела привреде. С обзиром да овакав раст није био испраћен одговарајућим развојем производње и експанзијом реалног сектора, уз чињенице да се капитални приливи након избијања велике кризе и њиховог успоравања, неће скорије вратити на претходни ниво, и да су неразмљиви сектори

већ достигли значајно учешће у БДП, може се очекивати њихов скромнији пораст у наредном периоду, чиме се може поставити питање његове одрживости у средњем року.

Упркос повећању степена отворености српске привреде, према показатељима најважнијих релевантних институција (*Светски економски форум, Институт за развој менаџмента, Светска банка*) Србија не бележи напредак на пољу конкурентности (стагнација, а за поједине области би се могло закључити и пад конкурентности). Једна од последица ниске конкурентности (која нас у овом тренутку највише занима) је свакако још увек врло низак извоз домаћих предузећа и чињеница да је извоз по становнику (поред значајног повећања) два пута мањи него у Хрватској и, чак десет пута мањи него у Словенији. С обзиром да се Србија, према Светском економском форуму и даље налази у другој фази развоја (и прилично је далеко од транзиционог периода из друге у трећу фазу), која се базира на ефикасности, приоритет економских и политичких власти треба да буду инвестиције у индустријску инфраструктуру, истраживање и развој, трансфер технологије и подизање капацитета привреде у циљу бољег и лакшег апсорбовања нових знања и технологија, изградња ефикасног правног система и пословног окружења. Да би прешла у трећу фазу развоја неопходно је да има системску подршку развоју технологије и иновација, реиндустријализацију, развијено пословно окружење које подржава развој високотехнолошких компанија и образовни систем који ће омогућити адекватан развој образовне радне снаге. *Ниска конкурентност је свакако једна од најозбиљнијих и најзначајнијих препрека на том путу.*

Пораст извоза који је већ забележен је значајан и очекује се и у наредном периоду, међутим, проблем представља веома ниска стартна основа. Оно што је већ извесно је и то да се тај пораст мора структурно унапређивати како би био одржив и у наредном периоду. Структура извоза Србије је неповољна и у великој мери подударна са структуром извоза земаља из окружења. Због свега наведеног и тренутне немогућности задовољења све сложенијих захтева тржишта ЕУ, српски извоз се у великој мери окреће земљама ЦЕФТА споразума где се још увек могу пласирати наши, за ЕУ, недовољно конкурентни производи. Чињеница да се број земаља ЦЕФТА групације смањује, а број земаља чланица ЕУ расте, никако не иде у прилог тренутној структури српског извоза. У овом тренутку, доминантан је увоз технологије, низак ниво иновативних активности, конкурентске предности које се заснивају, пре свега, на ниским трошковима радне снаге. У индустрији доминирају производи ниске и средње технологије (85%), што директно утиче на ниску извозну конкурентност и у великој мери одређује структуру наше извозне понуде. Са друге стране, доминира извоз сировина, репроматеријала и полупроизвода који захтевају минимум знања и технологија.

С обзиром да се преко 50% српског извоза пласира на тржишту ЕУ, закључак је да би било и више него пожељно да структурне промене српског робног извоза прилагодимо структури робног увоза земаља ЕУ (сектори за којима постоји раст

тражње), пре свега најразвијенијим у оквиру ове групације, или да српски извоз усмеримо у другом правцу. У том контексту, потребно је угледати се на напредније земље у транзицији и што више променити извозну структуру у правцу раста учешћа производа веће финализације и технолошке интензивности. Кључно за напредније земље у транзицији је било то да је снажан пораст извоза у ЕУ забележен захваљујући натпросечном расту извоза који је бележио сектор 7. Захваљујући успешним реформама и отварању привреде, коефицијенти сличности и удели производа више фазе прераде су у укупном извозу знатно порасли током деведесетих година. Извоз базиран на оваквим производима би свакако, због брзорастуће глобалне тражње за овим производима, као и због велике додате вредности која се остварује њиховом продајом, унапредио економске перспективе Србије.

Поред недовољног квалитета, ни политика девизног курса која је вођена у претходном периоду није у великој мери доприносила поспешивању српског извоза. Реални раст вредности динара допринео је чињеници да се не остваре још бољи резултати, односно да се створе велике апсолутне и релативне неравнотеже и у спољнотрговинском и у текућем делу платног биланса што и даље представља велики проблем. *Опште мишљење је да ниво девизног курса не одговара реалном стању у српској привреди.* Томе у одређеном делу доприноси превелики утицај нето текућих трансфера, који немају никакву подлогу у реалном сектору српске економије, чиме поред одређених позитивних ствари (у великој мери умањују значај превеликог спољнотрговинског дефицита), ***доприносе и парадоксалној ситуацији да динар јача упркос слабој привреди.*** Када се на то надовежу и ограничени инструменти монетарне, девизне и фискалне политике, не треба да чуди да се Србија и даље суочава са озбиљним изазовима у покушају проналажења и одржавања екстерне и интерне равнотеже. Анализирани показатељи не иду у прилог одрживости ових дефицита у наредном периоду. Поред превеликог утицаја нето текућих трансфера, погрешно коришћена средства доводе до проблема потенцијалне презадужености, а СДИ као извор финансирања су углавном биле недовољне и показале су одређену дозу нестабилности. Због тога, са становишта одрживости екстерне равнотеже уз њено неодгодиво консолидовање, а потом и обезбеђивање екстерне ликвидности у наредном периоду, неопходно је смањивање дефицита текућег рачуна. *Један од начина је убрзани раст привредне активности и извоза, повећање инвестиција и смањење јавне потрошње.*

Дакле, не може само девизни курс решити проблем извоза у наредном периоду, али је потребно спречити вештачко јачање динара и направити прави заокрет у развојном моделу који ће подразумевати раст базиран на извозу, штедњи и производном сектору (за разлику од досадашњег који је био базиран на увозу, кредитима и услужном сектору), односно, раст који ће се више ослањати на разменљиве секторе привреде, тј. на оне секторе који своје производе извозе, или пласирају на домаће тржиште како би били директна конкуренција увозним

производима и услугама (чиме се потврђује постављена хипотеза бр. 3 да девизни курс треба да буде само корективни фактор). У овом тренутку, макроекономски подаци указују да је допринос разменљивог сектора укупном расту скроман и доста нижи у односу на друге земље које су биле на сличном нивоу развоја, пре свега због недовољног извоза.

Последњи део докторске дисертације представља покушај да се уз помоћ емпиријске анализе утврди *равнотежни реални ефективни девизни курс динара* у посматраном временском периоду, односно да се утврди да ли је, и колико, *текући реални ефективни девизни курс* одступао од процењене равнотежне вредности. Овај податак може представљати веома битну чињеницу за вођење макроекономске политике, односно политике девизног курса у наредном периоду. Скоро 60% варијација реалног ефективног девизног курса динара је објашњено уз помоћ три променљиве које су остале у моделу (*отвореност, јавни дуг и спољни дуг*), при чему, добијени коефицијенти (који су негативни) указују на чињеницу да *повећање ових фундаменталних економских варијабли доприноси депресијацији реалног ефективног девизног курса динара*. Утврђено је да се наизменично смењују периоди реалне апресијације и депресијације реалног ефективног девизног курса, чиме је теоријски, долазило до погоршања, односно побољшања конкурентске позиције Србије на иностраном тржишту. С обзиром да је реални ефективни девизни курс динара на сајту НБС дат у форми индекса, уколико се почетна вредност девизног курса посматра као равнотежна (вредност са краја 2000. године – 100 (базни индекс)), може се говорити и о томе да је у временским интервалима када је текући реални ефективни девизни курс динара био изнад процењеног равнотежног, долазило до прецењености динара, и обрнуто, када је текући реални ефективни девизни курс био испод процењеног равнотежног, до потцењености динара. Дакле, у овом случају (девизни курс са краја 2000. године је био равнотежни), уз употребу овог модела, не може се констатовати да је вредност динара била константно прецењена као што је наведено у хипотези бр. 4. Наравно, може се поставити питање да ли се девизни курс са краја 2000. године може сматрати равнотежним и какви би резултати били добијени по питању прецењености (потцењености) динара уколико би нека друга година била изабрана за базну годину.

Посебну пажњу заслужује равнотежни ниво реалног ефективног девизног курса динара који је добијен уз коришћење *НР филтера* (како би се елиминисале краткорочне осцилације) зато што указује на чињеницу да је приметно *постојање тренда константног смањивања ове равнотежне вредности (што представља реалну депресијацију динара), што не треба да чуди имајући у виду стање у ком се налази српска привреда*. Током посматраног периода, вредности свих фундаменталних економских варијабли које су остале у моделу су повећане што, с обзиром на негативан предзнак који стоји уз сваки од коефицијената, подразумева реалну депресијацију динара. У том контексту, у наредном периоду постоји одређени простор за креаторе економске политике у Србији у смислу вођења

опрезније политике девизног курса. Према добијеном моделу, **да би конкурентска позиција српске привреде остала иста, у наредном периоду динар мора реално депресирати у истом проценту као и његова процењена равнотежна вредност.** Мањи проценат реалне депресијације динара доводи до погоршања конкурентске позиције Србије, док би се већи проценат реалне депресијације динара у односу на процењену равнотежну вредност позитивно одразио на конкурентску позицију Србије. С обзиром да и развијене земље воде стимулативну политику девизног курса, како би побољшале свој конкурентски положај на међународном тржишту, може се закључити да и у случају Србије, **адекватна политика девизног курса може имати позитиван ефекат на поправљање конкурентности привреде Србије** – депресијација реалног ефективног девизног курса динара у наредном периоду (пратећи примећени тренд у моделу) у довољно великом проценту, како би се вредност текућег реалног ефективног девизног курса динара одржавала испод његове процењене равнотежне вредности.

Као што је већ наглашено, као одређени недостаци овог емпиријског истраживања могу се навести *релативно кратак временски период који је посматран (квартални подаци од 2001. до 2010. године), проблеми са доступношћу података (различити извори података који су дати у различитим валутама) и број фундаменталних економских варијабли који је остао у моделу (а не обухвата све жељене економске политике).* Из тог разлога, даља истраживања по питању овог проблема ће ићи у правцу усавршавања овог модела. За креаторе економске политике ће бити веома битно што више подићи проценат објашњених варијација реалног ефективног девизног курса динара уз помоћ фундаменталних економских варијабли које остану у моделу. С обзиром да не постоји јединствено решење по питању избора варијабли, вршиће се даља анализа привредних дешавања у Србији како би се избором неке нове (адекватне) варијабле утицало на квалитет анализираниог модела. Поред тога, посматрани временски период ће свакако бити дужи што ће се такође имати позитиван утицај.

На основу свега наведеног и анализираниог, очигледно је да за Србију не представља проблем само режим, односно висина девизног курса. **Још већи проблем представљају крупне детерминанте неконкурентности које је немогуће брзо, лако и једноставно отклонити.** Недостатак времена (по питању процеса транзиције знатно каснимо у односу на поједине земље), улагања и среће, за стварање кокурентских предности (дугорочно посматрано), донекле указује да Србији (барем краткорочно гледано) остаје да се више оријентише на компаративне (колико их има) него на конкурентске предности. У вези са тим, гледано са аспекта дугог рока, наравно да и даље треба радити на убрзавању реформи, односно реструктурирању привреде чиме би дошло до унапређења стања у реалном сектору што би се позитивно одразило на продуктивност, привлачење нових (иностраних) инвестиција и поправљање конкурентске позиције Србије. Последица таквог начина функционисања би требало да буде, не само повећање, него и поправљање структуре

извоза Србије. Међутим, с обзиром да се по питању конкурентности нешто мора учинити и одмах (у кратком року), у првом тренутку, Србији остаје оно што је у домену могућег, а то је пре свега, ***опрезно управљање девизним курсом***. Досадашње вођење политике девизног курса је показало да се у наредном периоду већа пажња мора посветити утицају изабраног режима на конкурентност. Међутим, специфична ситуација у којој се Србија налази по овом питању (изгубљено поверење у националну валуту које још увек није повређено), указује да је и по питању вођења политике девизног курса простор јако сужен (*превелики степен евроизације, тј. недовољно добро спроведена стратегија динаризиације*). Девизни курс има (пре)велики утицај на унутрашњу стабилност и његово неодмерено коришћење (превелики проценат девалвације/депресијације) у циљу постизања веће извозне конкурентности може лако да доведе до бројних других негативних последица, односно до ситуације да трошкови постану већи од користи. ***Адекватна политика девизног курса представља неопходан, али не и довољан услов за повећање конкурентности привреде Србије. За постизање позитивних, дугорочно одрживих резултата неопходно је адекватно вођење комплетне макроекономске политике.***

ЛИТЕРАТУРА

1. Бег, Д., Фишер, С. И Дорнбуш, Р., (2010), Економија, Дата статус, Београд
2. Бекер, Е., (2006), „Девизно-курсни аранжмани – од екстрема до „нормале““, Рапоеconomicus, бр. 1, Савез економиста Војводине, Нови Сад
3. Бекер, Е. (2006), „Exchange Rate Regime Choice“, Рапоеconomicus, vol. 3, Савез економиста Војводине
4. Бекер Пуцар, Е., (2010), Управљано флукутирање девизног курса у режиму инфлационог таргетирања у транзиционим економијама са освртом на Србију, Докторска дисертација, Економски факултет у Суботици, Суботица
5. Бјелић, П., (2008), Међународна трговина, Економски факултет у Београду, Београд
6. Бошњак, М., (2005), „Конкурентност и развој као полуге европске перспективе Србије“, Економски анали, бр. 166, Економски факултет у Београду, стр. 129-148
7. Бошњак, М. (2011), Резултати и изазови економских реформи у Србији у транзиционом периоду 2001-2008. година, Министарство финансија Републике Србије, Београд
8. Васиљевић, Д., (2009), „Економски раст и међународна конкурентност Србије“, Квартални мониторинг бр. 17, Београд, стр. 83-93
9. Виларет, С., Пјешчић, В. и Ђукић, М., (2009), „Основне карактеристике и досадашње искуство Србије у спровођењу стратегије циљања инфлације“, Банкарство, вол. 38, бр. 5-6, стр. 52-71
10. Гаговић, Н., (2009), „Конкурентност привреде Србије у условима глобализације“, Тржиште, новац, капитал, октобар – децембар 2009, бр. 4, Привредна комора Србије, Центар за научно истраживачки рад, Београд, стр. 85-103
11. Гаговић, Н., (2010), „Позиционирање српског извоза у условима глобализације међународног окружења“, Тржиште, новац, капитал, јануар – март 2010, бр. 1, Привредна комора Србије, Центар за научноистраживачки рад, Београд, стр. 60-78
12. Galego, A. and Caetano, J. (2002), The Eastward Enlargement of the Eurozone, Ezoneplus, Working Paper, No. 7
13. Галинец, Д., (2007), Финансирање и границе одрживости дефицита текућег рачуна Платне биланце Републике Хрватске, Докторска дисертација, Загреб

14. Грубишић, З., (2005), „Систем и политика девизног курса данас у свету“, Економски анали, бр. 165, Економски факултет у Београду, стр. 55-80
15. Dean, J. (2003), Exchange Rate Regimes in Central and Eastern European Transition Economies, Incomplete Draft
16. Драгутиновић, Д., (2008), „Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платнобилансних циљева и циљева инфлације“, НБС, Радни папири, Београд
17. Driver, R. and Westaway, P., (2004), Concepts of equilibrium exchange rates, Working Paper no. 248, Bank of England, London
18. Дугалић, В., (1996), Тржиште – теоријски концепти и функционисање, БИНА д.о.о. Друштво за новинско-издавачку делатност, СКЦ Ниш
19. Дугалић, В., (1998), „Курс динара у 1999. години“, Пословна политика - Економска политика, услови привређивања и пословна политика у 1999. години, 27. зборник радова југословенских економиста, Савез економиста Југославије и Научно друштво економиста Југославије, стр. 47-51
20. Дугалић, В. и Штимац, М., (2011), Основе берзанског пословања, Стубови културе, Београд
21. Ђорђевић, М., и Веселиновић, П., (2010), „Развојне карактеристике српске економије у периоду транзиције“, Школа бизниса, број 1/2010, Висока пословна школа струковних студија Нови Сад, стр. 21-30
22. Edwards, S., (1989), Real Exchange Rates, devaluation, and adjustment: Exchange rate policy in developing countries, Cambridge, MA: The MIT Press
23. Elbadawi, I.A., (1994), Estimating long-run equilibrium real exchange rates. In J. Williamson (Ed.), Estimating equilibrium exchange rates (pp. 93-133), Washington, DC: Institute for International Economics
24. Economic Studies, (1987), No. 9, OECD, Paris
25. Јакопин, Е. и група аутора, (2010), Посткризни модел економског раста и развоја Србије 2011-2020, УСАИД, ФРЕН и МАТ, Београд
26. Јанковић, Н. (2013), „Проблеми конкурентности српског извоза“, Тематски зборник радова: Финансије и рачуноводство у функцији привредног раста, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 83-102
27. Јанковић, Н. и Станишић, Н., (2012), „Проблем избора адекватног режима девизног курса у Србији“, Економске теме број 2012/3, Економски факултет Ниш, стр. 391-414
28. Јанковић, Н., и Станишић, Н., (2013), „Дефицит текућег рачуна као ограничавајући фактор привредног развоја Србије“, Рад са Научног скупа: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Србије у 2013. години, 5.4.2013. године, Економски факултет у Крагујевцу, Крагујевац, стр. 225-242
29. Јовановић Гавриловић, П., (2012), Међународно пословно финансирање, Економски факултет у Београду, Београд
30. Јововић, Д., (2011), Динар и девизни курс, Издавачко графичко предузеће „Прометеј“, Београд

31. Јововић, Д., (2011), „Динар и режим девизног курса“, Банкарство, Удружење банака Србије, бр. 11/12, Београд, стр. 56-81
32. Josifidis K., Allegret J. and Pucar E., (2009), „*Monetary and Exchange Rate Regimes Changes: The Cases of Poland, Czech Republic, Slovakia and Republic of Serbia*“, Рапоеconomicus, бр. 2, Савез економиста Војводине, Нови Сад
33. Керсан-Шкабић, И., (2005), „Детерминанте конкурентности хрватскога робног извоза“, Економија, 12 (1), стр. 79-99
34. Килибарда, Б., (2011), „Платни биланс Црне Горе – теорија и пракса“, Централна банка Црне Горе, Подгорица
35. Ковач, О., (1994), Платни биланс и међународне финансије, Центар за економске студије, Београд
36. Ковач, О., (2006), „Конкурентност и политика девизног курса у Србији“, Мегатренд ревија, 3(1), Београд
37. Ковачевић, М., (1998), „Варљиве прогнозе“, Економски сигнали - После девалвације, бр. 47, Привредни биро, Београд, стр. 54-55
38. Ковачевић, Р., (2004), „Либерализација и конкурентност привреде Србије у светлу иностране задужености“, Тржиште, новац, капитал, вол. 37, бр. 2, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 3-16
39. Ковачевић, Р., (2004), „Положај земаља у развоју у светској трговини“, Економски анали, јул – септембар 2004, бр. 162, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 65-97
40. Ковачевић, Р., (2005), „Макроекономски оквири конкурентности извоза привреде Србије“, Тржиште, новац, капитал, јул-септембар, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд
41. Ковачевић, Р., (2006), „Могућности ограничења пораста извоза као фактор платног биланса Србије“, вол. LVIII, бр. 4, стр. 492-512
42. Ковачевић, Р., (2010), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд
43. Козомара, Ј., (1994), Технолошка конкурентност, Економски факултет Београд, Београд
44. Конкурентност привреде Србије 2003, (2003), Јефферсон институте Београд и НБС, Београд
45. Конкурентност привреде Србије 2008, (2009), Републички завод за развој, Београд
46. Кругман, П. и Обстфелд, М., (2009), Међународна економија - теорија и политика, Дата Статус, Београд
47. Кујунџић, С. и Оташевић, Д., (2012), „Канал банкарског кредитирања у евроизваној економији: случај Србије“, Народна банка Србије, стручни радови, Београд
48. Li, Y. and Rowe, F., (2007), Aid inflows and the real effective exchange rate in Tanzania, (Policy Research Working Paper Rep. No. 4456), Washington, DC: The World Bank

49. Ловринчевић, Ж., Микулић, Д., и Рајх, Е., (2008), Успоредба показатеља конкурентности – објективни статистички показатељи и субјективна перцепција конкурентности, Економски институт, Загреб
50. Лучић, Љ., (2006), „Монетарни трансмисиони механизам и стратегије монетарне политике – I. део“, Банкарство бр. 11/12, Удружење Банака Србије, Београд, стр. 30-41
51. Mankiw, G., (2008), Принципи економије, Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд
52. Маринковић, С., (2006), „Избор девизног режима: Резултати и ограничења“, Економски анали, бр. 168, Економски факултет у Београду, стр. 73-93
53. Маринковић, С. и Шаботић, З., (2012), „Оптимално валутно подручје – поуке из недавних догађаја“, Facta universitatis - series: Economics and Organization, вол. 9, бр. 4, Универзитет у Нишу, Ниш, стр. 457-466
54. MacDonald, R. and Ricci, L., (2003), Estimation of the equilibrium real exchange rate for South Africa, (Working Paper Rep. No. WP/03/44), Washington, DC: International Monetary Fund
55. Маџар, Љ., (2005), На развојној раскрсници, Конкурентност привреде Србије 2005, Jefferson institute Београд и Економист, Београд
56. Маџар, Љ., (2007), Конкурентност привреде Србије, Београд, Економски факултет
57. Миленковић, Н., (2012), „Девизни курс као инструмент економске политике – Искуства земаља Источне Азије“, Економски хоризонти 14(3), Економски факултет у Крагујевцу
58. Миљковић, Д. и Вучковић, В., (2006), „Serbian Foreign Trade, Competitiveness and Exchange Rate Policy“, *Agora Without Frontiers: A Quarterly Journal of International Economy and Politics*, The Institute of International Economic Relations, Vol. 12, No. 2
59. Миљковић, Д., (2008), Међународне финансије, Економски факултет у Београду, Београд
60. Мићић, В., (2010), Конкурентност индустрије Србије као претпоставка њеног ефикасног развоја, Докторска дисертација, Економски факултет у Крагујевцу, Крагујевац
61. Младеновић, З. и Петровић, П., (2011), Увод у економетрију, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд
62. Montiel, P. J., (1999), Determinants of the long-run equilibrium exchange rate: An analytical model, In L.E. Hinkle and P.J. Montiel (eds.), *Exchange rate misalignment: Concepts and measurements for developing countries* (pp. 264-293), Oxford, London: Oxford University Press
63. Moosa, I. A., (2010), *International finance - an analytical approach*, McGraw-Hill Education, Australia
64. Moffet, M., Stonehill, A and Eiteman, D., (2009), *Fundamentals of Multinational Finance*, Pearson Prentice Hall, USA

65. Мркушић, Ж., (1968), Међународне финансије, Новинско-издавачки и биротехнички завод, Загреб
66. Народна банка Србије, (2006), Меморандум НБС о принципима новог оквира монетарне политике, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/30/memorandum_no_vi_okvir_mon_pol_05092006.pdf [05.06.2012.]
67. Народна банка Србије, (2008) Меморандум НБС о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/memorandum_monetarna_strategija_122008.pdf [07.06.2012.]
68. Народна банка Србије (2012), Извештај о инфлацији, мај 2012
69. Народна банка Србије, (2012а), Извештај о инфлацији, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_maj_2012.pdf [07.06.2012.]
70. Нешић, С., (2008), Конкурентност привреде Србије, радни документ, Српски економски форум, Београд
71. Николић, Г., (2007), „*Карактеристике робне размене Србије са земљама ЕУ – резултати и очекивања*“, Тржиште, новац, капитал, вол. 40, бр. 4, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 81-95
72. Николић, Г. и Ивановић, В., (2009), „*Подударност структуре српског робног извоза са структуром увозне тражње Европске уније*“, Тржиште, новац, капитал, јул – септембар 2009, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научноистраживачки рад, Београд, стр. 39-51
73. Николић, Г., (2010), Показатељи спољнотрговинске размене Србије са Европском унијом и светом, Завод за уџбенике, Београд
74. Николић, Г., (2010), „*Тенденције девизних курсева у Србији и земљама у окружењу у кризном периоду*“, Тржиште, новац, капитал, јул – септембар 2010, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научноистраживачки рад, Београд, стр. 45-57
75. Николић, Г., (2010), „*Утицај депресијације девизног курса и берзанских тенденција на конкурентност*“, Школа бизниса, Висока пословна школа струковних студија, Нови Сад
76. Николић, Г., (2010), „*Робна размена Србије са земљама ЕУ: карактеристике у протеклом периоду и очекивања у 2010. години*“, Тржиште, новац, капитал, јануар-март, бр. 1, Привредна комора Србије, Центар за научно-истраживачки рад, Београд, стр. 32-45
77. Obstfeld, M., (2002), Exchange rates and adjustment: perspectives from the open economy macroeconomics, Working Paper 9118, National Bureau of Economic Research, Cambridge
78. Pauls, D., (1990), U. S. Exchange Rate Policy: Bretton Woods to Present, Federal Reserve Bulletin, November 1990, Federal Reserve Bank of St. Louis, стр. 891-908
79. Петровић, П., (2005), „*Структурне карактеристике робне размене Србије и Европске уније*“, Економски анали, јул 2005 - септембар 2005, бр. 166, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 109-128

80. Портер, М., (2008), О конкуренцији, Факултет за економију, финансије и администрацију, Београд
81. Привредна комора Србије, (2012), Предлог нове економске политике за период 2012-2016. године, ПКС, Београд
82. Радоњић, О., (2003), „Технолошка развијеност као важан услов конкурентности на међународном тржишту“, Социологија, 2003/2, Филозофски факултет Београд, Београд
83. Ракита, Б., (2004), Међународни маркетинг, ЦИД, Београд
84. Reforming through Difficult Times, Doing business 2009, www.doingbusiness.org
85. Rose, P. and Marquis, M., (2012), Финансијске институције и тржишта, једанаесто, преведено издање, Удружење банака Србије, Београд
86. Савић, Н. и Џунић, М., (2008), „Конкурентност Србије у региону“, Милочерски економски форум 2008 - Транзиција и после у региону некадашње Југославије, ФЕФА, Београд
87. Салваторе, Д., (2009), Међународна економија, Економски факултет у Београду, Београд
88. Самјуелсон, П. и Нордхаус, В., (2009), Економија, Мате д.о.о. Загреб
89. Siregar, R., (2011), The Concepts of Equilibrium Exchange Rate: A Survey of Literature, The South East Asian Central Banks, Staff Paper No. 81, Kuala Lumpur, Malaysia
90. Sozovska, A. (2004), Exchange Rate Regimes in Transition Economies, USAID Fiscal Reform Project
91. Станишић, Н. и Јанковић, Н., (2012), „Величина и отвореност привреде као детерминанте режима девизног курса у транзиционим земљама“, Рад са научног скупа: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Србије у 2012. години, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац, стр. 213-228
92. Статистички годишњак 2011, http://www.media.srbija.gov.rs/medsrp/dokumenti/SGS_2011_cyr.pdf
93. Su, Ting T., (2009), An Empirical Analysis of Chinas Equilibrium Exchange Rate: A Co-integration Approach, Master thesis, Lincoln University
94. Schwab, K. And Sala-i-Martin, X., (2010), The Global Competitiveness Report 2010-2011, World Economic Forum, Switzerland
95. Такаендеса, Р., (2006), The behaviour and fundamental determinants of the real exchange rate in South Africa, Master thesis, Rhodes University
96. Тасић, Н., (2009), „Прилагођавање српских цена: ефекти увозних цена и девизног курса“, Тржиште, новац, капитал, бр. 3, Привредна комора Србије, Центар за научно истраживачки рад, Београд, стр. 67-79
97. Trade Competitiveness Map, International Trade Centre, <http://www.intracen.org/marketanalysis/TradeCompetitivenessMap.aspx>
98. United Nations, (2012), Unctad Handbook of Statistics, United Nations Publication, New York and Geneva

99. Фабрис, Н. и Аћимовић, С. (2007), „Конкурентност предузећа версус курс динара – шта је важније за повећање српског извоза?“, Нова српска политичка мисао
100. Frenkel, R., i Taylor, L., (2006), Real Exchange Rate, monetary policy and employment, United Nations, New York, Desa Working Paper, No 19
101. Friedman, J., Leblang, D. i Valev N. (2008), The Political Economy of Exchange Rate Regimes in Transition Economies, IMF working paper
102. Хамовић, В., Цвијановић, Д. и Михаиловић, Б., (2007), „Претпоставке и правци укључивања српских предузећа у светске трговинске токове“, Економске теме, 2007/2, Економски факултет Ниш, Ниш
103. <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB12-FullReport.pdf>
104. http://www.gsdp.gov.qa/portal/page/portal/GSDP_AR/media_center_ar/news_listing_ar/manage_missilaneous_files_ar/competitiveness%20Overall_ranking_5_years%2008%202012.pdf, [15.11.2012.]
105. http://www3.weforum.org/docs/CSI/2012-13/GCR_Rankings_2012-13.pdf, [15.11.2012.]
106. http://www.ambito.com/diario/aw_documentos/archivospdf/2005/id_doc_5549.pdf, [15.11.2012.]
107. <https://members.weforum.org/pdf/GCR09/GCR20092010fullrankings.pdf>, [15.11.2012.]
108. http://www.pbc.gov.cn/publish/english/956/2010/20100727144152118668062/20100727144152118668062_.html, [27.05.2013.]
109. <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090406.en.html>, [27.05.2013.]
110. <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070921.en.html>, [27.05.2013.]
111. http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange_rate_regime/index.php?cid=8, [27.05.2013.]
112. <http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/chinese-economy/sessione3/Li-Gang%20Liu.pdf>, [04.06.2013.]
113. http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange_rate_regime/index.php?cid=30, [05.06.2013.]
114. <http://www.cato.org/publications/congressional-testimony/international-economic-exchange-rate-policy-hearings>, [07.06.2013.]
115. <http://www.imf.org/external/np/fin/ert/GUI/Pages/Report.aspx?CU='EUR','USD','CN Y'&EX=CSDR&P=DateRange&Fr=631139040000000000&To=634293504000000000&CF=Compressed&CUF=Comma&DS=Ascending&DT=Blank>, [10.06.2013.]
116. <http://www.imf.org/external/np/fin/ert/GUI/Pages/Report.aspx?CU='EUR','USD','CN Y'&EX=REP&P=DateRange&Fr=631139040000000000&To=634293504000000000&CF=Compressed&CUF=Comma&DS=Ascending&DT=Blank>, [10.06.2013.]
117. <http://www.ubs-asb.com/Default.aspx?tabid=551>, [06.09.2013.]
118. Competitiveness, (http://ec.europa.eu/eurostat/ramon/nomenclatures/index.cfm?TargetUrl=DSP_GLOSSARY_NOM_DTL_VIEW&StrNom=CODED2&StrLanguageCode=EN&IntKey=16438235&RdoSearch=BEGIN&TxtSearch=competitiveness&CboTheme=&IntCurrentPage=1, 11.11.2011)

119. Competitiveness in International Trade, OECD,
(<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=399>, 11.11.2011)
120. Coricelli, F., Balazs, E., and MacDonald, R., (2006), Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Gliding on a Wind of Change. William Davidson Institute Working Paper No. 850
121. Црномарковић, Ј., (2010), Преглед спољнотрговинске робне размене Републике Србије у периоду 1988-2009. године, Трендови, Републички завод за статистику, Београд
122. World Competitiveness Yearbook 2003, (2003), IMD, Lausanne, Switzerland
123. WorldCompetitivenessOnline, (<https://www.worldcompetitiveness.com/OnLine/App/Index.htm>, 11.11.2011)

Прилог бр. 1. Зависно променљива и независно променљиве за изабрани модел одређивања равнотежног реалног ефективног девизног курса динара у форми ланчаних индекса у периоду од првог квартала 2001. до четвртог квартала 2010. године

Период	REER	M2*	OTV.	PROD.	JD*	DR*	NTT*	SD*
2001 I	100	100	100	100	100	100	100	100
2001 II	111,7	99,27	83,38	108,74	84,99	104,17	117,1	86,49
2001 III	108,67	103,32	76,26	122,01	82,33	97,03	109,79	82,98
2001 IV	103,75	107,14	108,58	112,28	78,54	106,25	76,32	92,7
2002 I	100,39	123,33	99,08	92,53	68,19	149,4	107,65	114,85
2002 II	106,58	104,05	89,42	114,86	100	88,44	106,51	77,84
2002 III	103,46	111,69	103,11	107,45	100	98,55	86,1	91,19
2002 IV	105,51	92,56	94,37	109,27	100	92,26	95,21	87,73
2003 I	96,99	106,53	120,9	88,65	97,94	108,23	88,91	120,76
2003 II	104,64	91,04	91,71	113,41	97,9	94,4	146,27	87,02
2003 III	98,92	105,44	93,65	107,02	97,85	125,81	117,13	99,6
2003 IV	101,49	98,03	101,85	108,98	97,81	91,17	95,8	93,12
2004 I	98,29	102,76	109,07	91,75	94,47	108,09	108,77	115,65
2004 II	98,68	94,15	107,95	110,13	94,3	90,1	119,51	83,83
2004 III	100,11	97,93	97,26	109,4	93,96	103,97	103,55	95,96
2004 IV	101,85	95,5	124,12	112,78	98,75	95,68	61,49	93,92
2005 I	100,29	114,68	74,18	85,33	99,46	124,2	91,3	124,88
2005 II	97,81	96,86	117,97	117,97	97,09	97,03	176,27	93,62
2005 III	99,8	101	97,08	110,17	96,63	103,41	77,84	97,45
2005 IV	103,78	97,28	104,34	107,99	101,16	105,54	77,64	99,56
2006 I	100,3	113,96	107,68	88,89	92,91	123,81	94,94	139,03
2006 II	104,39	97,55	104,31	111	92,37	103,38	154,71	86,12
2006 III	105,72	101,83	92,16	112,62	89,29	108,9	59,67	90,11
2006 IV	105,24	113	99,84	106,98	94	101,73	56,94	86,58
2007 I	97,1	111,9	110,68	88,53	99,2	113,93	186,55	116,43
2007 II	105,35	93,08	100,42	109,77	91,69	89,49	104,7	95,56
2007 III	104,88	104,76	96,94	107,17	95,32	95,46	89,72	91,56
2007 IV	102,24	109,82	97,56	109,79	94,78	100,16	127,14	100,46
2008 I	99,5	102,98	112,22	91,85	98,06	109,75	76,64	114,68
2008 II	107,01	90,19	104,07	109,32	90,1	82,26	77,63	90,4
2008 III	101,51	97,68	90,29	110,44	94,5	94,77	105,59	100,44
2008 IV	88,13	99,45	92,46	103,54	113,18	97,5	121,45	117,62
2009 I	95,6	111,19	93,05	84,15	108,22	120,11	113,07	122,1
2009 II	104,91	99,01	97,56	108,04	103,16	99,69	137,63	92,94
2009 III	100,8	98,83	95,17	109,16	103,99	105,16	92,11	95,05
2009 IV	96,63	101,52	105,07	101,97	101,77	113,34	100,88	104,51
2010 I	96,29	104,48	107,15	87,4	107,83	115,93	75,42	118,6
2010 II	95,85	95,71	112,58	107,65	108,33	94,57	119,35	98,88
2010 III	102,81	88,7	99,45	108,46	107,69	90,2	105,81	92,07
2010 IV	102,1	97	102,08	104,87	101,38	99	125,98	97,54

Прилог бр. 2. Одступања текућег реалног ефективног девизног курса динара од добијених равнотежних вредности (EREER и EREER_{HP}) у периоду од првог квартала 2001. до четвртог квартала 2010. године

Период	REER	EREER	EREER _{HP}	Процент одступања текућег REER у односу на равнотежни (%)	
				у односу на EREER	у односу на EREER _{HP}
2001 I	100	100,82	105,0541	-0,81333%	-4,81094%
2001 II	111,7	107,5964	104,7789	3,813902%	6,6054%
2001 III	108,67	109,3596	104,5011	-0,63059%	3,989303%
2001 IV	103,75	105,5752	104,2198	-1,72883%	-0,45078%
2002 I	100,39	104,6927	103,9371	-4,10986%	-3,41273%
2002 II	106,58	105,551	103,656	0,974903%	2,820871%
2002 III	103,46	102,0497	103,38	1,381954%	0,077391%
2002 IV	105,51	103,4192	103,1137	2,021635%	2,323908%
2003 I	96,99	95,81988	102,861	1,221166%	-5,70774%
2003 II	104,64	104,1953	102,6259	0,426804%	1,962543%
2003 III	98,92	101,8814	102,408	-2,90671%	-3,40599%
2003 IV	101,49	102,2676	102,2079	-0,7604%	-0,70237%
2004 I	98,29	98,43709	102,0258	-0,14943%	-3,66162%
2004 II	98,68	104,0118	101,8621	-5,12617%	-3,12391%
2004 III	100,11	102,9567	101,7148	-2,76491%	-1,57773%
2004 IV	101,85	99,96175	101,5833	1,888973%	0,262541%
2005 I	100,29	98,97096	101,4678	1,332755%	-1,16079%
2005 II	97,81	100,8907	101,3675	-3,05354%	-3,50952%
2005 III	99,8	102,1866	101,28	-2,33549%	-1,46127%
2005 IV	103,78	100,2781	101,2025	3,492147%	2,546859%
2006 I	100,3	94,87326	101,133	5,719989%	-0,82368%
2006 II	104,39	104,3283	101,0688	0,059179%	3,286124%
2006 III	105,72	105,3402	101,0031	0,360508%	4,670017%
2006 IV	105,24	104,3231	100,9316	0,878943%	4,268661%
2007 I	97,1	97,21915	100,8522	-0,12256%	-3,72049%
2007 II	105,35	103,1956	100,7653	2,087735%	4,549918%
2007 III	104,88	103,4669	100,6687	1,365751%	4,183275%
2007 IV	102,24	101,9973	100,5622	0,237967%	1,668464%
2008 I	99,5	97,6082	100,4467	1,938157%	-0,94252%
2008 II	107,01	104,0695	100,3246	2,825545%	6,663741%
2008 III	101,51	102,7035	100,1962	-1,16203%	1,311221%
2008 IV	88,13	95,85522	100,0642	-8,05926%	-11,9265%
2009 I	95,6	96,02367	99,93284	-0,44121%	-4,33576%
2009 II	104,91	101,6156	99,80383	3,242042%	5,116206%
2009 III	100,8	101,3023	99,67635	-0,49585%	1,127299%
2009 IV	96,63	99,24533	99,55074	-2,63522%	-2,93392%
2010 I	96,29	95,44488	99,42835	0,885453%	-3,1564%
2010 II	95,85	98,23423	99,31036	-2,42709%	-3,48439%
2010 III	102,81	100,6947	99,19542	2,100737%	3,643898%
2010 IV	102,1	100,7809	99,08155	1,308859%	3,046435%